



## Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges

Zohreh Sheykhinezhad<sup>1</sup> | Ali Zare<sup>2\*</sup> | Shahab Jafari Nadoshan<sup>3</sup>

1. Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: [sheikhinezhadz@gmail.com](mailto:sheikhinezhadz@gmail.com)
2. Corresponding Author, Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: [alizare@srbiau.ac.ir](mailto:alizare@srbiau.ac.ir)
3. Department of Private Law, Faculty of Law, Theology and Political Science, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. E-mail: [shjafari@srbiau.ac.ir](mailto:shjafari@srbiau.ac.ir)

### ARTICLE INFO

**Article type:**  
Research Article

**Article History:**

Received June 12, 2023  
Revised October 15, 2023  
Accepted October 17, 2023  
Published online 09 September 2024

**Keywords:**

*business company,*  
*foreign investment,*  
*pension fund,*  
*Responsible investment,*  
*stocks.*

### ABSTRACT

As the most important actors of social security systems, pension funds follow certain principles in their investments; One of these principles is the principle of responsible investment. Responsible investment means integrating environmental, social and governance factors in the decision-making process for (long-term) investment and managing related activities. The emphasis on responsible investment by international organizations and the tendency of many pension funds in the United States of America, the United Kingdom and the European Union member states to do so indicate the importance of the issue. For this reason, the current article has investigated the responsible investment of pension funds using the descriptive-analytical method and based on library studies. The findings of this article indicate that pension funds in countries have different approaches to responsible investment; So that some of them strictly follow the rules of responsible investment; Some others try to comply with this principle to some extent, and another group of funds do not pay any attention to complying with this principle. The approach of these last two groups of funds is mainly due to the lack of knowledge required for responsible investment, the difficulty of choosing a portfolio and the high cost of this type of investment.

**Cite this article:** Sheykhinezhad, Z.; Zare., A. & Jafari Nadoshan, Sh. (2024). Responsible Investment of Pension Funds; Ethical Considerations and Challenges. *Private Law*.21 (1), 155-169. DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.360085.1007206>



© Zohreh Sheykhinezhad, Ali Zare, Shahab Jafari Nadoshan  
DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.360085.1007206>

**Publisher:** University of Tehran Press.



## سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی؛ ملاحظات اخلاقی و چالش‌ها

زهرة شیخی‌نژاد<sup>۱</sup> | علی زارع<sup>۲\*</sup> | شهاب جعفری ندوشن<sup>۳</sup>

۱. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: [sheikhinezhadz@gmail.com](mailto:sheikhinezhadz@gmail.com)
۲. نویسنده مسئول، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: [alizare@srbiau.ac.ir](mailto:alizare@srbiau.ac.ir)
۳. گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، الهیات و علوم سیاسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: [shjafari@srbiau.ac.ir](mailto:shjafari@srbiau.ac.ir)

### اطلاعات مقاله

### چکیده

#### نوع مقاله:

پژوهشی

#### تاریخ‌های مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۲۲

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۰۷/۲۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۵

تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۶/۱۹

#### کلیدواژه:

سرمایه‌گذاری خارجی،  
سرمایه‌گذاری مسئولانه،  
سهام،  
شرکت تجاری،  
صندوق بازنشستگی.

صندوق‌های بازنشستگی به عنوان مهم‌ترین فعالان نظام‌های تأمین اجتماعی در سرمایه‌گذاری‌های خود از اصولی پیروی می‌کنند. یکی از این اصول اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه است. سرمایه‌گذاری مسئولانه به معنای تجمیع عوامل محیط زیستی، اجتماعی، و حکمرانی در فرایند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری (بلندمدت) و اداره فعالیت‌های مربوط به آن است. تأکید بر سرمایه‌گذاری مسئولانه از سوی سازمان‌های بین‌المللی و گرایش بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده آمریکا، انگلستان، و کشورهای عضو اتحادیه اروپا به آن دلالت بر اهمیت موضوع دارد. با این حال، در نظام حقوقی ایران در مورد این نوع سرمایه‌گذاری قانون‌گذار سکوت کرده است و رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران نیز در مورد پذیرش یا عدم پذیرش سرمایه‌گذاری مسئولانه مشخص نیست. به همین جهت، مقاله حاضر با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی پرداخته است. یافته‌های این مقاله دلالت بر آن دارد که صندوق‌های بازنشستگی در کشورها رویکردهای مختلفی به سرمایه‌گذاری مسئولانه دارند؛ طوری که برخی از آن‌ها به شدت از قواعد سرمایه‌گذاری مسئولانه تبعیت می‌کنند، برخی دیگر تا حدی سعی در رعایت این اصل دارند، و برخی به رعایت این اصل هیچ توجهی ندارند. رویکرد این دو گروه اخیر از صندوق‌ها عمدتاً به فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسئولانه، دشواری انتخاب پرتفوی، و هزینه‌بر بودن این نوع سرمایه‌گذاری بازمی‌گردد.

استناد: شیخی‌نژاد، زهرة؛ زارع، علی و جعفری ندوشن، شهاب (۱۴۰۳). سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی؛ ملاحظات اخلاقی و چالش‌ها. حقوق خصوصی، ۲۱ (۱) ۱۵۵-۱۶۹. DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.360085.1007206>

ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران.

© زهرة شیخی‌نژاد، علی زارع، شهاب جعفری ندوشن

DOI: <http://doi.org/10.22059/jolt.2023.360085.1007206>



## ۱. مقدمه

صندوق‌های بازنشستگی به عنوان مهم‌ترین فعالان حوزه بیمه‌ای نظام‌های تأمین اجتماعی برای آنکه قادر به ایفای تعهدات خود در برابر بیمه‌شدگان باشند عمدتاً مبادرت به سرمایه‌گذاری حق بیمه‌های دریافتی می‌کنند. سرمایه‌گذاری این نهادها همانند بسیاری از نهادهای مالی از اصولی پیروی می‌کند. یکی از این اصول، که مورد تأکید سازمان‌های بین‌المللی - همچون بانک جهانی، سازمان بین‌المللی کار، اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی - قرار گرفته است اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه<sup>۱</sup> است (World Bank, 2015: 3).

به موازات سازمان‌های بین‌المللی، برخی کشورها نیز در قوانین و مقررات به سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی توجه نشان داده‌اند و در همین زمینه بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی به دلایل متعدد در رویه عملی خود سعی کرده‌اند در کنار سایر اصول سرمایه‌گذاری، همچون اصل تعادل امنیت و سودآوری و استقلال از مداخلات دولت، به مسئولانه بودن سرمایه‌گذاری نیز توجه کنند؛ طوری که طی چند دهه اخیر این نوع سرمایه‌گذاری میان بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی رشد چشمگیری داشته است. آمارهای موجود نشان می‌دهد میزان سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی ایالات متحده آمریکا و انگلستان و بیشتر کشورهای عضو اتحادیه اروپا طی سه دهه اخیر به طور متوسط بیش از دوبرابر شده است (Geczy, 2021: 2-3). با وجود اهتمام صندوق‌های بازنشستگی بسیاری از کشورها به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه، در کشور ایران، نه تنها قوانین و مقررات به صراحت اشاره‌ای به سرمایه‌گذاری مسئولانه ندارند، بلکه رویکرد و رویه صندوق‌های بازنشستگی نیز در مورد رعایت یا عدم رعایت این اصل مشخص نیست.

با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری مسئولانه و ابهاماتی که در خصوص آن در نظام حقوقی ایران و رویه صندوق‌های بازنشستگی ایران وجود دارد، مقاله کنونی با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای با رویکرد تطبیقی به بررسی سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی و ملاحظات اخلاقی و چالش‌های آن خواهد پرداخت. در قسمت نخست مقاله مفهوم و مبانی سرمایه‌گذاری مسئولانه توضیح داده می‌شود و پس از آن رویکرد صندوق‌های بازنشستگی به آن شرح داده خواهد شد. در نهایت چالش‌های سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی بررسی و تحلیل می‌شود.

## ۲. مفهوم و مبانی سرمایه‌گذاری مسوولانه

در این قسمت به ترتیب درباره مفهوم و مؤلفه‌ها و مبانی توجیهی سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی توضیح داده می‌شود.

### ۲.۱. مفهوم سرمایه‌گذاری مسوولانه

سرمایه‌گذاری مسئولانه در یک بیان ساده به معنای تجمیع عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی در فرایند تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری (بلندمدت) و اداره فعالیت‌های مربوط به آن است (Ingram, 2015: 1-2). این نوع سرمایه‌گذاری تلفیق اهداف مالی سرمایه‌گذاران با نگرانی‌هایشان در زمینه مسایل اخلاقی و محیط زیستی و اجتماعی است (OECD, 2007: 5). در واقع، سرمایه‌گذاری مسئولانه، به عنوان یک شیوه از سرمایه‌گذاری، فرصت‌ها و مخاطرات فرامالی، شامل عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی (مطلوب)، را در انتخاب و مدیریت پرتفوی لحاظ می‌کند (Martini, 2021: 16875).

جهت اعمال اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه، باید عوامل سه‌گانه یادشده در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار ارزیابی شود و مورد تحقیق و بررسی جامع قرار گیرند، در رویه‌ها و سیاست‌های مالکیت گنجانده شوند، و در تخصیص دارایی و انتخاب سهام و ساختار سبد سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند. همچنین، شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز باید متعهد به رعایت این موارد سه‌گانه شوند (Hierzig, 2015: 9-10).

## ۲.۲. مؤلفه‌های سرمایه‌گذار مسوولانه

منظور از مؤلفه‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه<sup>۱</sup> اجزا یا شاخص‌هایی است که وجود یا رعایت آن‌ها در انتخاب پرتفوی یا فرایند تصمیم‌گیری یا شیوه مالکیت یک سرمایه‌گذاری به آن سرمایه‌گذاری وصف مسوولانه بودن می‌دهد. به زعم بیشتر نویسندگان، مهم‌ترین اجزای تعیین‌کننده در این زمینه عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حاکمیت شرکتی هستند.

هر یک از مؤلفه‌های سه‌گانه یادشده در بردارنده مصادیق متعدد است. منظور از مؤلفه محیط زیستی عوامل مربوط به محیط زیست طبیعی و انسانی است و حوزه‌هایی مانند کیفیت مدیریت محیط زیست، انتشار گازهای گلخانه‌ای، کارایی انرژی و منابع، تأمین مواد اولیه، تأثیر بر منابع طبیعی و زمین و اکوسیستم‌ها، ضایعات و بازیافت را شامل می‌شود (Della Croce, 2011: 9). در واقع در این موارد (که سرمایه‌گذاری سبز<sup>۲</sup> نیز نامیده می‌شود) سرمایه‌گذار در سرمایه‌گذاری مخاطرات محیط زیستی، همچون تغییرات آب‌وهوایی، استفاده از انرژی‌های ناسالم، اتلاف یا کاهش برخی از منابع طبیعی (مانند جنگل‌زدایی)، کاهش یا محدودیت دسترسی به آب سالم، و کاهش جمعیت گونه‌های گیاهی و جانوری را مورد توجه قرار می‌دهد (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۳). مثلاً، زمانی که صندوق بازنشستگی با هدف رعایت این مؤلفه اقدام به غربالگری (مثبت) گزینه‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سهام آن دسته از شرکت‌های تجاری می‌کند که کارخانه‌های وابسته به آن‌ها از انتشار گازهای گلخانه‌ای اجتناب می‌کنند گفته می‌شود اقدام به سرمایه‌گذاری مسوولانه کرده است.

مؤلفه دیگر سرمایه‌گذار مسوولانه مؤلفه اجتماعی است که رعایت آن عمدتاً دلالت بر مسوولیت اجتماعی<sup>۳</sup> سرمایه‌گذار دارد. معیارهای اجتماعی شامل مواردی چون حقوق بشر، حقوق استخدامی، حقوق سلامت، برده‌داری مدرن، کار کودکان، بهداشت و ایمنی شغلی، شرایط کار و روابط کارکنان، شیوه‌های تبعیض‌آمیز استخدام و ارتقا در رابطه با نژاد یا جنسیت، رفاه جامعه، و اختلافات کارگری می‌شود. بر مبنای همین مؤلفه، صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده سرمایه‌گذاری مسوولانه ممکن است از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی، صادره از سوی دولت‌هایی که ناقض حقوق بشر به شمار می‌آیند، اجتناب کنند. در نهایت، در خصوص مؤلفه دیگر، یعنی حاکمیت شرکتی، باید گفت این مورد عمدتاً به چگونگی ساختار و اداره سازمان و نحوه برخورد منصفانه با کارکنان ارتباط دارد و مهم‌ترین مصادیق آن عبارت‌اند از: رشوه و فساد، پاداش مدیر اجرایی، تنوع و ساختار هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، اعمال نفوذ سیاسی و استراتژی مالیاتی (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۳). در واقع، شرکت‌های مسوولیت‌پذیر اجتماعی که به خوبی اداره می‌شوند و حکمرانی مطلوب را رعایت می‌کنند کمتر مستعد چالش‌هایی چون فساد و رسوایی‌های مخرب و نفوذ هستند (Green, 2022: 2-5). بر همین مبنای صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده سرمایه‌گذاری مسوولانه، در صورت کشف و اثبات فساد در یک شرکت تجاری، ممکن است به طرد آن اقدام و سرمایه خود را از آن خارج کنند. اگرچه در مورد مؤلفه‌های بیان‌شده تا حد زیادی اتفاق نظر وجود دارد، در عمل در تفسیر برخی از مصادیق هر یک از آن‌ها ممکن است اختلاف نظر وجود داشته باشد؛ طوری که در حالی که از نظر یک صندوق یک مورد یا وضعیت مصداق نقض حقوق بشر است از نظر صندوق بازنشستگی موافق با موازین حقوق بشری نباشد. به همین جهت صندوق‌های بازنشستگی در زمینه همه مصادیق مرتبط با هر یک از مؤلفه‌ها حساسیت یکسان ندارند و در بسیاری موارد اقدام به اولویت‌بندی آن‌ها می‌کنند.

## ۲.۳. مبانی توجیهی سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی

یکی از مسائل مهم در خصوص سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی دلایل و مبانی توجیه‌کننده این نوع سرمایه‌گذاری است. در واقع، موضوع این است که چرا صندوق‌های بازنشستگی مبادرت به سرمایه‌گذاری مسوولانه می‌کنند؟ در این خصوص، دیدگاه‌های مختلفی مطرح شده است. از نظر بیشتر نویسندگان، مهم‌ترین مبنای سرمایه‌گذاری مسوولانه اخلاق است. در واقع، زمانی که صندوق بازنشستگی می‌خواهد دارایی خود را سرمایه‌گذاری کند در درجه نخست به این موضوع توجه دارد که آیا آن سرمایه‌گذاری با ارزش‌های اخلاقی مورد قبول صندوق سازگاری دارد؟ چون در برخی موارد صندوق نمی‌خواهد در

1. responsible investment factors  
2. green investment  
3. socially responsible investment

صنایعی که فعالیت آن‌ها را غیر اخلاقی می‌پندارد، مانند صنعت دخانیات یا شرکت‌های قمار، سرمایه‌گذاری کند و این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را شرمسارانه می‌داند (Green, 2022: 2-5).

نگاه اخلاقی به سرمایه‌گذاری از گذشته تا امروز در برخی کشورها قابل مشاهده بوده و تا حد زیادی در اندیشه‌های مذهبی و آموزه‌های دینی، که از قرون گذشته وجود داشته، ریشه دارد. مثلاً در ایالات متحده آمریکا، پیش از انقلاب ۱۹۷۸ این کشور، بسیاری از سرمایه‌گذاران بنا به دلایل مذهبی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به تولید تنباکو و الکل و مانند این‌ها می‌پرداختند اجتناب می‌کردند (OECD, 2007: 4). از آن زمان تا امروز بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی این کشور نیز با رویکرد اخلاقی به غربالگری فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازند و در گزینه‌هایی که آن‌ها را «سهام گناه»<sup>۱</sup> یا «صنایع گناه»<sup>۲</sup> می‌پندارند سرمایه‌گذاری نمی‌کنند (Martini, 2021: 16881). در کشور نروژ نیز به موجب دستورالعمل اخلاقی مسئولیت سرمایه‌گذاری (که در سال ۲۰۰۴ توسط وزارت دارایی تنظیم و توسط دولت و پارلمان تأیید شده است) صندوق‌های بازنشستگی در سرمایه‌گذاری‌های خود مکلف به رعایت ملاحظات اخلاقی هستند (Schücking, 2014: 10-11). در مدیریت صندوق بازنشستگی دولتی جهانی نروژ<sup>۳</sup> دو تعهد اخلاقی همواره مورد توجه است؛ نخست، صندوق باید به گونه‌ای مدیریت شود که به دنبال ایجاد ارزش پایدار برای نسل‌های فعلی و آینده نروژی‌ها باشد و دوم، صندوق باید از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که موجب نقض جدی هنجارهای اخلاقی می‌شوند یا به آن‌ها کمک می‌کنند خودداری کند (Ministry of Finance, 2022: 1-3). مبنای اخلاقی سرمایه‌گذاری مسئولانه از سوی برخی سازمان‌های بین‌المللی نیز پذیرفته شده است؛ طوری که برخی سازمان‌ها، همانند سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری مسئولانه را جزء مسائل مربوط به اخلاق تجاری<sup>۴</sup> دانسته و ذیل این عنوان در مورد آن بحث کرده‌اند (OECD, 2007: 3).

دیدگاه‌ها و رویکردهای اخلاقی اشاره‌شده به سرمایه‌گذاری‌ها موجب شده برخی نویسندگان به جای اصطلاح سرمایه‌گذاری مسئولانه عبارت «سرمایه‌گذاری اخلاقی»<sup>۵</sup> را به کار برند. سرمایه‌گذاری اخلاقی، که یک اصطلاح نسبتاً گسترده است، به طور کلی، به این معنی است که سرمایه‌گذار هدف دیگری، غیر از بازگشت سرمایه خود، دارد. در واقع، یک سرمایه‌گذار اخلاقی عمدتاً هدفش این است که از قرار دادن پول خود در صنایعی مانند دخانیات یا تسلیحات یا قمار، که شناخته‌شده است، آسیب نبیند (Green, 2022: 2-5). در سرمایه‌گذاری اخلاقی، رویکرد غالب برای انتخاب سرمایه‌گذاری باورهای اخلاقی است؛ باورهایی در مورد اینکه چه چیزی از نظر اخلاقی درست یا نادرست است (Derbyshire pension Fund, 2020: 3) و در آن اقناع اخلاقی یک سازمان بر ملاحظات سرمایه‌گذاری آن اولویت دارد (Marcilio, 2015: 13).

اگرچه مهم‌ترین مبنای سرمایه‌گذاری مسئولانه اخلاق است، به کار بردن سرمایه‌گذاری اخلاقی به جای سرمایه‌گذاری مسئولانه از دو جهت محل انتقاد است. نخست آنکه سرمایه‌گذاری مسئولانه همواره به معنای سرمایه‌گذاری اخلاقی و محدود به آن نیست. زیرا سرمایه‌گذاری اخلاقی معمولاً به غربالگری یا طرد شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که مشغول فعالیت‌هایی هستند که از طرف سرمایه‌گذار غیر اخلاقی تلقی می‌شود یا فعالیت‌های آن‌ها مغایر با اعلامیه‌ها و کنوانسیون‌ها و موافقت‌نامه‌های بین‌المللی است (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۱۱). این در حالی است که سرمایه‌گذاری مسئولانه در همه موارد به ملاحظات اخلاقی سرمایه‌گذاری توجه ندارد. مثلاً توجه سرمایه‌گذار به وجود یا فقدان حکمرانی مطلوب و حاکمیت شرکتی در یک شرکت تجاری لزوماً به معنای رویکرد اخلاقی سرمایه‌گذار نیست. دوم آنکه به کار بردن عبارت «سرمایه‌گذاری اخلاقی» ممکن است این استنباط نادرست را ایجاد کند که سایر سرمایه‌گذاری‌ها (یعنی سرمایه‌گذاری‌هایی که در مورد مسئولانه بودن ادعایی ندارند) غیر اخلاقی به شمار می‌آیند (Martini, 2021: 16878).

در کنار گروه نخست از نویسندگان (که مبنای سرمایه‌گذاری مسئولانه را اخلاق می‌دانند)، برخی دیگر بر این باورند که سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی دارای مبانی اجتماعی نیز هستند؛ بدین معنی که سرمایه‌گذاری مسئولانه ابزاری

1. sin stocks  
2. sin industries  
3. the government pension fund global (gpfg)  
4. business ethics  
5. ethical investment

برای حل مشکلات اجتماعی و زیست‌محیطی جهان از طریق گسترش مؤثر سرمایه است. در واقع، هدف این است که به جای آنکه پول ذی‌نفعان در فعالیت‌های مخرب سرمایه‌گذاری شود از آن در انجام دادن فعالیت‌های مفید استفاده شود (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۶-۷) یا حداقل تا حد امکان آسیب کمتری به سرمایه‌گذار و اجتماع وارد کند (Green, 2022: 2-5).

از نظر این گروه، با توجه به اینکه همه سرمایه‌گذاری‌ها ناظر بر آینده است، باید آینده جهان را به عنوان یک کل در نظر گرفت، نه اینکه تنها بر ارزش پولی صندوق در وضعیت فعلی تمرکز شود. اگر در آینده، جهان مکان دلپذیری برای زندگی نباشد، داشتن سرمایه عظیم فایده چندانی نخواهد داشت. بنابراین سرمایه‌گذاری مسئولانه به ساخت دنیای سالم برای همه نسل‌ها، از جمله نسل آینده، توجه دارد (Green, 2022: 7-8).

به نظر می‌رسد این رویکرد را بتوان تا حد زیادی هم‌سو با تعهدات بین نسلی صندوق‌های بازنشستگی دانست که بر اساس آن شاغلان کنونی، از طریق پرداخت حق بیمه به صندوق، هزینه بازنشستگی شاغلان نسل گذشته (مستمری‌بگیران فعلی) را تقبل می‌کنند تا خود نیز بتوانند از این امکان در آینده (در زمان بازنشستگی) بهره‌مند شوند و این زنجیره تعهدات به همین ترتیب تا نسل‌های بعدی ادامه می‌یابد (رستمی، ۱۳۹۷: ۵۵).

بررسی‌های به‌عمل‌آمده نشان می‌دهد در عمل نیز مبنای اجتماعی سرمایه‌گذاری مسئولانه به‌ویژه در دو دهه اخیر، به دنبال افزایش چالش‌های ناشی از فرایند تغییرات آب‌وهوا و کاهش منابع طبیعی و تنوع زیستی (که افزایش تقاضای سازمان‌های دولتی و غیردولتی برای رفتار مسئولانه و هماهنگی بیشتر در سطح جهانی را به دنبال داشته است)، تقویت شده است (Martini, 2021: 16875)؛ طوری که آثار آن را در سرمایه‌گذاری‌های برخی صندوق‌های بازنشستگی می‌توان مشاهده کرد. مثلاً، مدیران صندوق بازنشستگی هلند (ABP) بر آن‌اند که سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و توسعه پایدار در فعالیت‌های تجاری خود توجه می‌کنند در بلندمدت بیشترین منفعت را برای سهامداران و جامعه و نیز برای ذی‌نفعان صندوق ایجاد خواهد کرد. از نظر آنان، مدیریت مسئولانه و بلندمدت صندوق بازنشستگی در کنار یک هدف مالی روشن تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاری هم برای نسل فعلی هم برای نسل‌های آینده سودمند باشد (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016).

اگرچه طرفداران مبنای اجتماعی سرمایه‌گذاری مسئولانه عمدتاً سعی می‌کنند سرمایه‌گذاری مسئولانه را بر اساس نفع کل جامعه (شامل نسل فعلی و آینده) توجیه کنند، برخی طرفداران این دیدگاه مبنای اجتماعی را محدود به موارد یادشده نمی‌دانند؛ از نظر آنان، برخی صندوق‌های بازنشستگی با سرمایه‌گذاری مسئولانه به دنبال کسب شهرت و اعتبار هستند که این خود یک مسئله اجتماعی است. در واقع این صندوق‌ها همانند سایر سرمایه‌گذاران با نشان دادن نگرانی خود برای محیط زیست و حقوق بشر به دنبال کسب شهرت اجتماعی هستند (Della Croce, 2011: 12) تا از این طریق، با جلب اعتماد اجتماعی، اعضا (یا بیمه‌پردازان) بیشتری را به سمت خود سوق دهند.

در نهایت، گروه سوم از نویسندگان مهم‌ترین دلیل و مبنای سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی را مبنای اقتصادی دانسته‌اند. مهم‌ترین مواردی که از سوی آنان به عنوان مبنای توجیه‌کننده سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی بیان شده بدین شرح است: **نخست**، سرمایه‌گذاری مسئولانه موجب افزایش بازده سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک آن می‌شود. از نظر این گروه سرمایه‌گذاری مسئولانه رویکردی به سرمایه‌گذاری است که هدف آن گنجاندن عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی در تصمیمات سرمایه‌گذاری با هدف مدیریت بهتر ریسک و ایجاد بازدهی پایدار و بلندمدت است.<sup>۱</sup> به زعم آن‌ها، سرمایه‌گذاری مسئولانه ابزاری برای افزایش بازدهی با تزریق بینش‌های جدید و آینده‌نگرانه در روند سرمایه‌گذاری است. هم‌سو با این نظر، برخی مدیران شرکت‌های بزرگ جهان نیز بر این باورند که سرمایه‌گذاری مسئولانه نقشی بسزا در سودآوری شرکت‌های آنان داشته است؛ از آن جهت که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند پول خود را در شرکت‌های مسئول سرمایه‌گذاری کنند (حسینی‌مقدم، ۱۳۹۶: ۵-۷). همچنین، در خصوص کاهش ریسک، این گروه بر این باورند که سهام شرکت‌هایی که در درجه بالایی از رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه قرار دارند با نوسانات کمتری همراه است و به طور بالقوه کمتر مستعد شوک‌های سیستماتیک اقتصادی هستند. در مقابل، شرکت‌هایی که از الگوهای رفتاری مطلوب در زمینه مراقبت از

محیط زیست و روابط کار و حاکمیت شرکتی پیروی نمی کنند خود را در معرض خطرات حقوقی و اجتماعی و مالی قرار می دهند که می تواند توانایی آن ها را برای ایجاد ارزش بلندمدت در دارایی هایشان به خطر بیندازد (Marcilio, 2015: 13). بررسی های به عمل آمده نشان می دهد شرکت هایی که از نظر رعایت اصل سرمایه گذاری مسئولانه در رتبه پایینی قرار دارند سه برابر بیشتر از شرکت های دارای بالاترین رتبه از این جهت کاهش قیمت سهام را تجربه می کنند. این موضوع در سال های گذشته در زمان بروز بحران ناشی از کرونا به اثبات رسیده است (Geczy, 2021: 7-9). این دیدگاه امروزه از سوی برخی صندوق های بازنشستگی نیز پذیرفته شده است. مثلاً، در سند مأموریت صندوق بازنشستگی هلند (ABP) بیان شده است هدف صندوق دستیابی به بازدهی بهینه برای مشتریان خود با حفظ مسئولیت ریسک است. بر اساس این وظیفه، صندوق توجه ویژه ای به سرمایه گذاری مسئولانه دارد. زیرا معتقد است این نوع سرمایه گذاری منجر به کاهش ریسک می شود و فرصت هایی را فراهم می کند تا با سرمایه گذاری در حوزه هایی که به راه حل های اجتماعی و زیست محیطی کمک می کند بازدهی خوبی به دست آید (ابراهیمی، ۱۴۰۰: ۲۱). دوم، بسیاری از صندوق های بازنشستگی به دلیل بهره مندی از کمک های مالی دولتی یا معافیت های قانونی تمایل به سرمایه گذاری مسئولانه دارند. زیرا امروزه در برخی کشورها بسیاری از نهادهای مالی که با هدف سرمایه گذاری مسئولانه مسائل زیست محیطی، مانند استفاده از انرژی کم کربن، را رعایت می کنند از یارانه های دولتی بهره مند می شوند یا مشمول معافیت مالیاتی می شوند (Green, 2022: 2-5). با توجه به اینکه این امتیازها و معافیت ها برای صندوق های بازنشستگی رعایت کننده اصل سرمایه گذاری مسئولانه مزیت مالی به دنبال دارد، یکی از دلایل مهم اقتصادی است که آن ها را به سمت سرمایه گذاری مسئولانه سوق داده است (Green, 2022: 7-8).

### ۳. رویکرد صندوق های بازنشستگی به سرمایه گذاری مسئولانه

اگرچه اصل سرمایه گذاری مسئولانه صندوق های بازنشستگی در اسناد بین المللی متعدد مورد تأکید قرار گرفته و بسیاری از نویسندگان نیز آن را دارای منافع متعدد دانسته اند، صندوق های بازنشستگی در رعایت این اصل رویکرد مشابهی ندارند. در یک تقسیم بندی کلی صندوق های بازنشستگی را از نظر میزان توجه به اصل سرمایه گذاری مسئولانه می توان به سه گروه تقسیم کرد. **گروه نخست** صندوق های بازنشستگی صندوق های فعال در کشورهایی هستند که برخی جلوه های سرمایه گذاری مسئولانه در نظام حقوقی آن ها در قوانین به رسمیت شناخته شده است. در این کشورها عمده تاً قواعد راهنمای کافی و مناسب برای سرمایه گذاری مسئولانه وجود ندارد و فقط قواعد راهنمای محدودی در مورد آنچه باید در یک سیاست سرمایه گذاری مسئولانه انجام شود موجود است (Hampole, 2019: 3-4). بر همین مبنای، فعالان اقتصادی، از جمله صندوق های بازنشستگی، با مفهوم سرمایه گذاری مسئولانه تا حدی آشنا هستند و عمده تاً جهت رعایت اصل سرمایه گذاری مسئولانه در ارتباط با سرمایه گذاری در دارایی هایی که تجارت در آن ها با آموزه های اخلاقی یا مذهبی مغایرت دارد رویکرد سلبی دارند. این رویکرد در میان برخی صندوق های بازنشستگی فعال در کشورهای اروپای شرقی و برخی از کشورهای در حال توسعه قابل مشاهده است. مثلاً، رویه عملی صندوق های بازنشستگی برخی کشورهای اروپایی غیر عضو اتحادیه اروپا نشان می دهد این صندوق ها از سرمایه گذاری (اعم از داخلی و خارجی) در سهام شرکت های تولید کننده الکل، دخانیات، سلاح های بیولوژیکی یا شیمیایی یا انرژی هسته ای یا نقض کننده حقوق بشر به طور فاحش، تا حد امکان، اجتناب می کنند. مثلاً در سال های گذشته برخی صندوق های بازنشستگی کشور اوکراین، به دلیل ممنوعیت های تعیین شده در دستورالعمل سرمایه گذاری صندوق های بازنشستگی، در سرمایه گذاری های خارجی خود به طرد سهام آن دسته از شرکت های وابسته به دولت که در تولید سلاح های شیمیایی نقش داشته اند اقدام کرده اند (Toteva, 2022: 88-89).

**گروه دوم** صندوق هایی هستند که به مسئولانه بودن سرمایه گذاری نگاه سختگیرانه تری دارند. این صندوق ها عمده تاً متعلق به کشورهایی هستند که قوانین و مقررات مفصل و جامعی در خصوص سرمایه گذاری مسئولانه دارند. به همین جهت، این صندوق های بازنشستگی صرفاً به عدم سرمایه گذاری یا خروج سرمایه خود از شرکت هایی که به طور آشکار ناقض ارزش های اخلاقی یا حقوق بشری هستند اکتفا نمی کنند؛ بلکه با هدف سرمایه گذاری مسئولانه دارای یک نظام ارزیابی دقیق و پیچیده و

مستمر هستند. این رویکرد در میان بیشتر صندوق‌های بازنشستگی فعال در قلمرو ایالات متحده آمریکا، کشورهای عضو اتحادیه اروپا، و انگلستان قابل مشاهده است. در نظام حقوقی آمریکا سرمایه‌گذاری مسئولانه به‌صراحت در اساسنامه بیشتر صندوق‌های بازنشستگی مورد اشاره قرار گرفته و این صندوق‌ها به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه توجه روزافزون دارند؛ طوری که بر اساس گزارش *وال استریت ژورنال* بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی این کشور در دهه‌های اخیر به طور قابل توجهی علاقه خود را از سرمایه‌گذاری صرف در سهام در حال رشد به سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی<sup>۱</sup> تغییر داده‌اند. این صندوق‌ها عمدتاً پس از بررسی و ارزیابی دارایی‌ها و فعالیت‌های تجاری مبادرت به سرمایه‌گذاری (داخلی یا خارجی) می‌کنند. علاوه بر این موارد، که معیار سرمایه‌گذاری عمدتاً موضوعی است، معیار مکانی نیز برای برخی از صندوق‌های بازنشستگی آمریکا اهمیت دارد؛ طوری که از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که در یک کشور خاص (مثلاً کشورهای دارای رژیم‌های تروریستی یا سرکوبگر) مستقرند یا با آن کشور تجارت می‌کنند، به‌ویژه به دلایل حقوق بشری، امتناع می‌ورزند (Geczy, 2021: 2-3).

چنین رویکرد سختگیرانه‌ای میان صندوق‌های بازنشستگی کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز قابل مشاهده است. در این خصوص، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ را به عنوان نمونه می‌توان ذکر کرد. در نروژ دستورالعمل اخلاقی مسئولیت سرمایه‌گذاری (مصوب ۲۰۰۴) معیارهای مبنای حذف یا تحت نظر قرار دادن شرکت‌ها (به عنوان گزینه‌های سرمایه‌گذاری) را بیان می‌کند. از جمله این معیارها، تجارت در محصولات است که از نظر اخلاقی قابل قبول نیستند- مانند تنباکو، حشیش، انواع خاصی از سلاح‌ها، زغال سنگ- یا رفتارهایی که نقض فاحش اخلاق به شمار می‌آیند- مانند نقض حقوق بشر، فروش سلاح‌های مورد استفاده برای نقض قوانین بین‌المللی بشردوستانه، فساد و سایر جرایم مالی، آسیب‌های زیست‌محیطی، انتشار گازهای گلخانه‌ای (Ministry of Finance, 2022: 1-3). با هدف اجرای این دستورالعمل، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ به منظور رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه در سرمایه‌گذاری‌های خود به ارزیابی دقیق و جامع شرکت‌های تجاری، از حیث رعایت عوامل محیط زیستی و حقوق بشری، می‌پردازد. مثلاً به دنبال کودتای نظامی میانمار، در فوریه ۲۰۲۱، شورای این صندوق زمان و منابع را برای ارزیابی شرکت‌هایی که با نیروهای مسلح این کشور (در قالب سرمایه‌گذاری مشترک یا به‌اصطلاح قراردادهای «ساخت عملیات و انتقال») همکاری تجاری داشته‌اند اختصاص داده است. همچنین، این صندوق که قسمت زیادی از دارایی‌های آن به سرمایه‌گذاری غیر مستقیم خارجی اختصاص یافته و سهامدار برخی از شرکت‌های بزرگ آسیایی است، در دهه‌های اخیر، سرمایه خود را از شرکت‌های نقض‌کننده حقوق محیط زیست (مانند شرکت‌هایی که با سوخت فسیلی زغال سنگ کار می‌کنند) و تولیدکننده دخانیات و تسلیحات خارج کرده است (Schücking, 2014: 10-11). علاوه بر این، صندوق بازنشستگی دولتی نروژ تا کنون، بنا به دلایل اجتماعی، از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که متهم به نقض حقوق کار (مانند کار اجباری)، نقض حقوق مردمان بومی، و نقض جدی یا سیستماتیک حقوق بشر بوده‌اند اجتناب ورزیده یا سرمایه خود را از این شرکت‌ها خارج کرده است. مثلاً در سال ۲۰۲۱ این صندوق سرمایه خود را از یک شرکت فعال در سودان جنوبی، که در مناطق درگیری‌های مسلحانه غیر بین‌المللی با متخاصمان نقض‌کننده حقوق بشر مشارکت تجاری داشته، خارج کرده است و سهام این شرکت به طور کلی از گزینه‌های سرمایه‌گذاری صندوق کنار گذاشته شده است (Council on Ethics for the Norwegian Government, Pension Fund Global, 2022: 21-23).

صندوق بازنشستگی هلند نیز جزء صندوق‌هایی است که رویکرد سختگیرانه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری مسئولانه دارد. این صندوق هرگز در شرکت‌های خارجی که در تولید سلاح هسته‌ای، مهمات، مین‌های ضدنفر، یا سلاح‌های بیولوژیکی و شیمیایی مشارکت دارند یا مظنون به نقض قواعد حقوق بشری هستند سرمایه‌گذاری خارجی نمی‌کند. صندوق بازنشستگی هلند همچنین از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی کشورهایی که مشمول تحریم تسلیحاتی سازمان ملل متحد می‌شوند تا کنون اجتناب کرده است (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016).

در انگلستان نیز نظام ارزیابی دقیقی برای بررسی مسئولانه بودن سرمایه‌گذاری وجود دارد. در این کشور، با هدف اجرای اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه، صندوق‌های بازنشستگی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فعالیت منفی- نظیر تولید اسلحه یا مواد مخدر یا



نقض قواعد برابری اجتماعی- را حذف و شرکت‌های با فعالیت مثبت- مانند حفاظت از محیط زیست و حمایت از حقوق بشر- را جهت سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی می‌کنند (London Stock Exchange, 2022). در زمینه رعایت سرمایه‌گذاری مسئولانه میان صندوق‌های بازنشستگی انگلستان به طور مصداقی می‌توان از صندوق بازنشستگی اون<sup>۱</sup> نام برد. این صندوق جهت سرمایه‌گذاری مسئولانه همواره به تغییرات اقلیمی توجه دارد؛ طوری که حداقل ۳۰ درصد از کل دارایی‌های خود را در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کرده است که پایبند رعایت کاهش آلودگی‌های آب‌وهوایی هستند (Avon Pension Fund, 2023: 7).

**گروه سوم** صندوق‌هایی هستند که در سرمایه‌گذاری‌های خود توجه چندانی به اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ندارند. این رویکرد ریشه در عوامل متعددی دارد که برخی از آن‌ها بدین شرح است: **نخست**، برخی از صندوق‌هایی که چنین رویکردی دارند متعلق به نظام تأمین اجتماعی کشورهایی هستند که در نظام حقوقی آن‌ها قوانین و مقررات در زمینه سرمایه‌گذاری مسئولانه قاعده حقوقی خاصی پیش‌بینی نکرده‌اند؛ به همین جهت صندوق‌ها نه آشنایی چندانی با سرمایه‌گذاری مسئولانه دارند نه خود را برای سرمایه‌گذاری مسئولانه با هیچ الزام قانونی مواجه می‌دانند. **دوم**، برای برخی صندوق‌های بازنشستگی سودآوری سرمایه‌گذاری اولویت نخست است و این صندوق‌ها رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه را مسئله‌ای دست‌وپاگیر و مانع جذب سود حداکثری می‌دانند. البته برخی از این صندوق‌ها صندوق‌هایی هستند که در بحران مالی شدید به سر می‌برند و در چنین وضعیتی فقط به خروج از بحران اقتصادی از طریق سرمایه‌گذاری پربازده می‌اندیشند. **سوم**، برخی دیگر از صندوق‌های دارای این رویکرد صندوق‌های فعال در کشورهایی هستند که بازار سرمایه محدود دارند و به همین جهت گزینه‌های سرمایه‌گذاری در بازار داخلی آن‌ها محدود است. با توجه به اینکه رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب حذف برخی گزینه‌های سرمایه‌گذاری (به دلیل رعایت عوامل زیست‌محیطی یا اجتماعی یا حکمرانی) شود و بدین طریق گزینه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از پیش محدود کند، برای صندوق‌های بازنشستگی فعال در کشورهای با بازار سرمایه محدود محدودیتی مضاعف به شمار می‌آید و به همین دلیل این صندوق‌ها تمایلی به رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ندارند. نمونه‌های متعددی از این صندوق‌ها را می‌توان در کشورهای خاورمیانه (مانند عراق، سوریه، افغانستان، پاکستان) و بیشتر کشورهای افریقای (مانند تانزانیا، نامیبیا، اوگاندا) مشاهده کرد (Ford, 2022).

با توجه به این رویکردها این سؤال مطرح می‌شود که رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران به سرمایه‌گذاری مسئولانه کدام‌یک از موارد یادشده است؟

بررسی‌ها نشان می‌دهد در نظام حقوقی ایران در هیچ‌یک از قوانین و مقررات مرتبط با صندوق‌های بازنشستگی، از جمله اساسنامه صندوق‌های بازنشستگی، به موضوع سرمایه‌گذاری مسئولانه یا همان سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی اشاره نشده است. حتی «آیین‌نامه (ضوابط کلی) نحوه مدیریت وجوه، ذخایر، و سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و عمومی غیر دولتی فعال در قلمروهای مختلف نظام تأمین اجتماعی و سازمان‌ها، مؤسسات، و صندوق‌های بیمه اجتماعی و بازنشستگی کشور» (مصوب ۱۳۹۸ شورای عالی تأمین اجتماعی)، که جامع‌ترین و جدیدترین مقرره موجود در زمینه سرمایه‌گذاری‌های دستگاه‌های اجرایی دولتی و غیر دولتی به شمار می‌آید، هیچ اشاره‌ای به سرمایه‌گذاری مسئولانه ندارد.

با توجه به اینکه در قوانین و مقررات مربوط به بورس نیز شرکت‌ها از این منظر طبقه‌بندی نشده‌اند، برای برخی سرمایه‌گذاران که ممکن است تمایل به سرمایه‌گذاری مسئولانه داشته باشند نقشه راهی برای سرمایه‌گذاری مسئولانه وجود ندارد. اگرچه سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر جهت سرمایه‌گذاری مسئولانه پاره‌ای اقدامات (همچون عدم پذیرش شرکت‌های نقض‌کننده الزامات محیط زیستی و اخراج شرکت‌های تولیدکننده محصولات سرطان‌زا) انجام داده است (حسینی‌مقدم، ۱۳۹۶: ۵ - ۷)، بررسی‌ها نشان می‌دهد در عمل سرمایه‌گذاران، اعم از سرمایه‌گذاران فردی و نهادی (مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها)، به دلایل یادشده، هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، عمدتاً به معیارهایی چون بازدهی و ریسک توجه می‌کنند و به معیارهای زیست‌محیطی و اجتماعی و حتی معیارهای حاکمیت شرکتی

توجه چندانی ندارند. حتی در عمل صندوق‌های بازنشستگی ایران (همانند سایر فعالان اقتصادی) ادعایی درباره تمایل به هیچ نوع از سرمایه‌گذاری مسئولانه ندارند.

به همین جهت، وضعیت نظام حقوقی ایران از جهت کم‌توجهی به سرمایه‌گذاری مسئولانه قابل انتقاد به نظر می‌رسد و این موضوع ایجاد سازکارهای این نوع سرمایه‌گذاری را در اصلاحات آتی قوانین و مقررات، به‌ویژه آیین‌نامه ضوابط سرمایه‌گذاری (مصوب ۱۳۹۸) و اساسنامه صندوق‌های بازنشستگی، ضروری می‌کند.

#### ۴. چالش‌های سرمایه‌گذاری مسوولانه صندوق‌های بازنشستگی

با وجود آنکه سرمایه‌گذاری مسئولانه منافع فراوانی به همراه دارد، تا کنون همواره مورد استقبال همه صندوق‌های بازنشستگی واقع نشده است. مهم‌ترین دلیل این موضوع را باید چالش‌ها و مشکلات پیش روی سرمایه‌گذاری مسئولانه - شامل فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسئولانه، دشواری انتخاب پرتفوی، هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری مسئولانه - دانست که در این قسمت به تحلیل و بررسی هر یک پرداخته می‌شود.

##### ۴.۱. فقدان دانش لازم برای سرمایه‌گذاری مسوولانه

برخی نویسندگان یکی از مشکلات اساسی سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی را عدم دانش کافی صندوق‌ها در مورد این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها دانسته‌اند. از نظر آنان اگرچه بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری مسئولانه، مانند خطرات کلان تغییرات آب‌وهوایی، آگاه‌اند، عموماً بر این باورند که برای سرمایه‌گذاری مسئولانه فاقد داده‌های کافی جهت انتخاب یا تغییر پرتفوی خود هستند (Della Croce, 2011: 12).

به نظر می‌رسد این عدم آگاهی دلایل متعددی داشته باشد که به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود. نخست، شناسایی شرکت‌های با سرمایه‌گذاری مسئولانه مستلزم بررسی دقیق دارایی‌های همه شرکت‌های منتخب برای سرمایه‌گذاری است. در واقع باید دیده شود چه مقدار از دارایی یک شرکت (هدف سرمایه‌گذاری) بر مبنای رعایت سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی یا اجتماعی یا زیست‌محیطی به دست آمده است. احراز این مسئله مستلزم بررسی جامع است که دشواری‌های خاص خود را دارد؛ از آن جهت که در برخی موارد شرکت‌ها بدون باور واقعی به سرمایه‌گذاری مسئولانه تنها ادعای سرمایه‌گذاری مسئولانه دارند و حتی در این زمینه مبادرت به اغراق می‌کنند (Green, 2022: 7-8). به همین جهت، تشخیص شرکت‌هایی که به طور واقعی اصل مسئولانه بودن سرمایه‌گذاری را رعایت می‌کنند دشوار است. این دشواری‌ها زمانی که هدف سرمایه‌گذاری سهام شرکت‌های تجاری فعال در قلمرو کشورهای دیگر باشد بیشتر می‌شود. زیرا جمع‌آوری داده‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری مسئولانه شرکتی که در قلمرو کشور دیگر فعال است دشوارتر است (Geczy, 2021: 7-9). دوم، عدم آگاهی تا حد زیادی به عدم افشای اطلاعات از سوی برخی شرکت‌ها بازمی‌گردد. زیرا همه شرکت‌های تجاری به طور داوطلبانه اطلاعات مربوط به عملکرد رعایت معیارهای محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی خود را منتشر نمی‌کنند. چون افشای نقض اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب کاهش ارزش سهام آن‌ها و خروج برخی از سرمایه‌گذاران شود (Geczy, 2021: 7-9). این موضوع برای صندوق‌های بازنشستگی، که تمایل به سرمایه‌گذاری خارجی مسئولانه دارند، یک چالش جدی‌تر محسوب می‌شود.

چالش عدم افشای اطلاعات موجب شده اتحادیه اروپا در یک برنامه چندساله برای افزایش افشای اطلاعات محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی توسط شرکت‌ها تلاش کند. در قلمرو این سازمان، افزایش افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها به دولت‌ها و سازمان‌های مستقل (مانند صندوق‌های بازنشستگی) و سهامداران این امکان را داده است که شرایط شرکت‌ها را بر اساس ملاحظات محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی درک کنند (Hammond, 2021: 4).

##### ۴.۲. دشواری انتخاب پرتفوی

انتخاب پرتفوی برای یک صندوق بازنشستگی رعایت‌کننده معیارهای محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی به طور کلی فرایندی پیچیده‌تر از انتخاب پرتفوی برای یک صندوق معمولی دارد. نخستین علت این موضوع آن است که هیچ رویکرد یکسانی در

مورد سرمایه‌گذاری مسئولانه وجود ندارد (Hampole, 2019: 3-4) و تاکنون توافق جهانی در مورد چگونگی تعریف عوامل محیطی و اجتماعی و حاکمیتی صورت نگرفته است. در حالی که انواع استانداردها و معیارهای سرمایه‌گذاری مسئولانه در طول چندین دهه گذشته توسعه یافته‌اند، آن‌ها همیشه در مورد اینکه چه عواملی باید در نظر گرفته شوند و چگونه آن عوامل را به طور دقیق تعریف کنند و چه ارزش و بهایی باید به هر عامل داده شود توافق ندارند (Hammond, 2021: 4). به همین جهت، سیاست سرمایه‌گذاری مسئولانه متناسب با مشخصات سرمایه‌گذاری و باورهای صندوق است که در بسیاری موارد از یک صندوق به صندوق دیگر متفاوت است (Hampole, 2019: 3-4).

در مواردی که موضوع سرمایه‌گذاری مسئولانه سهام شرکت‌های تجاری است، این چالش بیشتر نمود می‌یابد؛ از آن جهت که رتبه‌بندی‌های عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی به طور گسترده متفاوت است؛ طوری که یک شرکت ممکن است بر اساس برخی معیارها (حسب مورد معیار محیط زیستی یا اجتماعی یا حکمرانی) رتبه بالایی دریافت کند، اما در برخی معیارهای دیگر به دلیل امتیاز کمتر در مرتبه پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها باشد (Geczy, 2021: 7-9).

این موضوع موجب می‌شود برآوردهای متفاوتی از سوی مخاطبان (سهامداران فعلی و بالقوه) ایجاد شود؛ طوری که برخی یک مورد خاص را در حد اعلا رعایت سرمایه‌گذاری مسئولانه بدانند و برخی دیگر چنین دیدگاهی نداشته باشند. بر همین اساس ممکن است شرکت‌هایی که داخل در ۱۰ درصد برتر برای یک رتبه‌دهنده هستند در پایین‌ترین جایگاه از نظر رتبه‌دهنده دیگر باشند. مثلاً صندوق بازنشستگی ATP (بزرگ‌ترین صندوق بازنشستگی دانمارک) در زمینه سرمایه‌گذاری مسئولانه با در نظر گرفتن عوامل زیست‌محیطی (سرمایه‌گذاری سبز) یک صندوق بازنشستگی پیشرو است و در رتبه بالایی نسبت به هم‌تایان خود قرار دارد؛ در حالی که در مورد معیارهای دیگر نسبت به برخی دیگر از صندوق‌های بازنشستگی رعایت‌کننده اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه در رتبه پایین‌تری قرار دارد (Della Croce, 2011: 7). بر این اساس می‌توان گفت تفاوت در معیارها و رتبه‌بندی‌ها برای صندوق‌هایی که به دنبال رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه هستند در انتخاب پرتفوی نوعی پیچیدگی و سردرگمی ایجاد می‌کند.

**دومین** دلیل دشواری انتخاب پرتفوی به ضرورت رعایت هم‌زمان سایر اصول سرمایه‌گذاری بازمی‌گردد. در سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی امنیت و سودآوری مهم‌ترین اصولی هستند که باید همواره مورد توجه قرار گیرند. به همین جهت، صندوق‌هایی که می‌خواهند اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه را رعایت کنند باید هم عوامل محیط زیستی، اجتماعی، حکمرانی و هم ریسک یا بازده سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند. بر همین اساس باید اطمینان حاصل شود که در نظر گرفتن عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی موجب افزایش ریسک نخواهد شد. زیرا سرمایه‌گذاری مسئولانه انتخاب سرمایه‌گذار را برای سرمایه‌گذاری محدود می‌کند که ممکن است به تنوع کمتر در پرتفوی منجر شود و تنوع کمتر می‌تواند به معنای ریسک بالاتر باشد (Green, 2022: 7-8). این موضوع در کشورهایی که بازار سرمایه محدود دارند موجب محدودتر شدن گزینه‌های سرمایه‌گذاری و بالاتر رفتن ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود.

علاوه بر این، رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب تعارض با بازدهی یا اهداف سودآوری سرمایه‌گذاری شود. عمدتاً هدف سرمایه‌گذاری صندوق‌ها دستیابی به بالاترین بازده ممکن، با توجه به سطح قابل قبول ریسک، است. به همین جهت در محدوده این هدف وجوه باید به طور مسئولانه مدیریت شوند (Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland, 2016). نادیده گرفتن این موضوع، از نظر برخی نویسندگان، مغایر با وظیفه امانتداری صندوق‌های بازنشستگی به شمار می‌آید (Geczy, 2021: 2-3).

حتی به زعم برخی نویسندگان موافق با این دیدگاه سرمایه‌گذاری مسئولان، اصل مستقلی نیست؛ بلکه در فرایند تصمیمات متخذه حوزه سرمایه‌گذاری باید در ذیل اهداف اساسی امنیت و سودآوری قرار گیرد. در جایی که چنین سرمایه‌گذاری‌هایی از طرف دولت یا هیئت مدیره طرح تأمین اجتماعی مفید تلقی می‌شود، در حالی که بازده احتمالی حاصله کمتر از متوسط بازده عادی بازار باشد، سرمایه‌گذاری یادشده باید به گونه‌ای ساماندهی شود که برای اجتناب از تداخل با مسئولیت‌ها و تعهدات طرح تأمین اجتماعی در مورد وجوه امانی در تعارض قرار نگیرد (جلیلی، ۱۳۸۸: ۲۴).

بر اساس این دیدگاه، اصل مسئولانه بودن باید همسو و با در نظر گرفتن اصل امنیت و سودآوری در نظر گرفته شود. در واقع این دیدگاه که قائل به یک سلسله مراتب بین اصول است دلالت بر آن دارد که اگر اصل مسئولانه بود، بدون توجه به اصل امنیت و سودآوری اعمال شود، در برخی موارد، ممکن است صندوق سرمایه‌گذاری دارای سود قابل توجه را از دست بدهد و در برخی موارد دیگر ممکن است امنیت سرمایه‌گذاری به خطر بیفتد.

بر مبنای همین دیدگاه، در عمل نیز بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ابتدا شرکت‌هایی را هدف قرار می‌دهند که سودآور هستند و تنها پس از آن اعتبار رعایت سرمایه‌گذاری مسئولانه آن‌ها را در نظر می‌گیرند، نه آنکه بدون توجه به سودآوری، به طور یک‌بعدی، تنها به رعایت عوامل زیست‌محیطی و اجتماعی و حکمرانی توجه کنند. مدیران بسیاری از صندوق‌های بازنشستگی بر این باورند که توجه صرف یک‌بعدی به سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب شود یک صندوق متعهد به سرمایه‌گذاری مسئولانه همیشه نتواند حداکثر سود را دنبال کند و حتی در کوتاه‌مدت ممکن است سهام آن از شرکت‌های بی‌توجه به سرمایه‌گذاری مسئولانه عقب بماند (Green, 2022: 7-8). این موضوع یافتن توازن مناسب میان وظیفه امانتداری و رعایت عوامل زیست‌محیطی و اجتماعی و حکمرانی را برای مدیران صندوق با چالش همراه می‌کند و انتخاب پرتفوی مناسب را که به طور هم‌زمان هر دو اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه و سودآوری را تأمین کند دشوار می‌کند (Geczy, 2021: 6-7).

### ۳.۴. هزینه‌بر بودن

از نظر برخی نویسندگان، رعایت اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است موجب افزایش هزینه‌های صندوق شود و از جهات متعدد بار مالی مضاعفی را بر آن تحمیل کند (Adler, 2009: 74-75). نخستین مورد از مواردی که یک سرمایه‌گذاری مسئولانه را هزینه‌بر می‌کند مسائل مدیریتی است؛ از آن جهت که سرمایه‌گذاری مسئولانه مستلزم جست‌وجوی دقیق و جامع در مورد گزینه‌های متعدد سرمایه‌گذاری به منظور دستیابی به اطلاعات موثق است، به‌ویژه در مواردی که سرمایه‌گذاری خارجی غیرمستقیم جزء گزینه‌های سرمایه‌گذاری یک صندوق باشد. در همین زمینه مدیران صندوق‌ها باید زمان و هزینه بیشتری را برای تحقیق در مورد شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند صرف کنند. این اقدامات (نسبت به سرمایه‌گذاری‌های معمولی) عمدتاً به هزینه‌های مدیریتی بیشتری نیاز دارند (Green, 2022: 7-8). علاوه بر این، اجرای اصل سرمایه‌گذاری مسئولانه که باید در کنار عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی به اصول دیگری چون امنیت و سودآوری نیز توجه کند نیازمند به‌کارگیری مدیران بسیار ماهر در زمینه سرمایه‌گذاری‌ها است؛ طوری که قادر به راهبری همه اصول سرمایه‌گذاری باشند. تجربه نشان داده است استفاده از چنین مدیرانی عمدتاً مستلزم صرف هزینه‌های بیشتر نسبت به جذب سایر مدیران است (Adler, 2009: 74-75).

دومین مورد قابل بیان آن است که توجه به سرمایه‌گذاری مسئولانه ممکن است در برخی موارد تعهداتی را ایجاد کند که صندوق بازنشستگی از نظر مالی آمادگی اجرای آن را نداشته باشد (Hampole, 2019: 3-4) یا هزینه پیش‌بینی نشده‌ای را به صندوق تحمیل کند. مثلاً، زمانی که صندوق با نقض فاحش حقوق بشر از سوی شرکت خارجی که در سهام آن سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی کرده است مواجه می‌شود و تصمیم می‌گیرد سرمایه خود را از آن خارج کند، با هدف رعایت بازدهی سرمایه‌گذاری، به طور معمول باید به انتخاب گزینه سرمایه‌گذاری مناسب‌تر از آن یا حداقل همانند آن مبادرت کند. این در حالی است که ممکن است صندوق در آن بازه زمانی نتواند چنین گزینه‌ای را بیابد. در واقع، در صورت یافتن گزینه سرمایه‌گذاری جایگزین مناسب، از این حیث، صندوق ممکن است متضرر شود. این ضرر در مواردی که بازار سرمایه محدود است و نظام اقتصادی در وضعیت افزایش تورم به سر می‌برد، با توجه به کاهش تدریجی ارزش نقدینگی، مشهودتر است.

در حال حاضر، هزینه‌بر بودن سرمایه‌گذاری مسئولانه برای آن دسته از صندوق‌های بازنشستگی که در بحران مالی به سر می‌برند یک چالش اساسی به شمار می‌آید؛ طوری که می‌توان گفت یکی از دلایل اجتناب این صندوق‌ها از گرایش به سمت سرمایه‌گذاری مسئولانه است.

با توجه به تأثیری که سرمایه‌گذاری مسئولانه بر هزینه‌های صندوق بازنشستگی دارد، امروزه در بسیاری از کشورها صندوق‌ها ملزم به کنترل هزینه‌های سرمایه‌گذاری هستند و نمی‌توانند در سرمایه‌گذاری مسئولانه راه افراط در پیش گیرند؛ یعنی

آن‌ها عموماً نمی‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری را صرفاً بر اساس یک وضع اخلاقی، بدون توجه به ملاحظات مالی، اتخاذ کنند. در صورتی که آن‌ها بخواهند چنین کاری کنند باید تضمین کنند شیوه خواسته‌شده توسط آن‌ها موجب نقض وظیفه امانتداری آن‌ها در ارتباط با ذی‌نفعان نیست (UK National Association of Pension Funds, 2013: 4).

با توجه به چالش‌های بیان‌شده، این سؤال مطرح می‌شود که صندوق‌های بازنشستگی ایران در صورتی که در آینده قصد سرمایه‌گذاری مسئولانه داشته باشند با کدام‌یک از چالش‌های فوق مواجه خواهند بود؟

در پاسخ باید گفت صندوق‌های بازنشستگی فعال در ایران در درجه نخست فاقد دانش و اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری مسئولانه هستند. چون از یک سو به جهت عدم توجه مقنن ایرانی به سرمایه‌گذاری مسئولانه مباحث حقوقی این موضوع برای مدیران صندوق‌های بازنشستگی ایران ناآشناست و در تجویز یا عدم تجویز این نوع سرمایه‌گذاری از سوی برخی از آنان تردید وجود دارد. از دیگر سو یکی از عوامل پایه‌ای برای امکان سرمایه‌گذاری مسئولانه آگاهی کامل صندوق‌ها از سبد دارایی شرکت‌های تجاری (به عنوان مهم‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری صندوق‌ها در ایران) است؛ حال آنکه در ایران بسیاری از شرکت‌های تجاری اصل شفافیت اطلاعات را رعایت نمی‌کنند و عملکرد مالی و نوع و میزان دارایی آن‌ها به طور دقیق مشخص نیست. در خصوص چالش دیگر، یعنی دشواری انتخاب پرتفوی، باید گفت در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی ایران در سرمایه‌گذاری‌های خود با مشکل محدودیت بازار سرمایه مواجه هستند؛ طوری که به دلیل محدود بودن گزینه‌های سرمایه‌گذاری و فراهم نبودن بسترهای سرمایه‌گذاری بین‌المللی انتخاب پرتفوی مناسب که بازدهی کافی را به همراه داشته باشد برای آن‌ها یک چالش به شمار می‌آید (رستمی و حبیب‌نژاد، ۱۳۹۶: ۱۰۶-۱۰۸). بدون تردید، سرمایه‌گذاری مسئولانه که موجب اجتناب از سرمایه‌گذاری در برخی گزینه‌های سرمایه‌گذاری یا خارج کردن سرمایه از برخی دارایی‌ها (مانند سهام برخی شرکت‌ها) خواهد شد سبب محدودیت و دشواری بیشتر در انتخاب پرتفوی خواهد شد. در نهایت در خصوص چالش هزینه‌بر بودن می‌توان گفت بیشتر صندوق‌های بازنشستگی ایران از نظر استانداردهای سازمان بین‌المللی کار ورشکسته‌اند یا در آستانه ورشکستگی قرار دارند. به همین جهت، هر اقدامی که موجب افزایش هزینه‌های آن‌ها شود بر وضعیت بحرانی آن‌ها خواهد افزود. بنابراین در صورتی که سرمایه‌گذاری مسئولانه با حمایت‌ها و مشوق‌های دولتی (مانند معافیت‌های مالی) همراه نباشد تا افزایش هزینه‌های ناشی از سرمایه‌گذاری مسئولانه را جبران کند بحران مالی صندوق‌ها را عمیق‌تر خواهد کرد. شاید بتوان گفت مورد اخیر مهم‌ترین چالش و دلیل عدم تمایل صندوق‌های بازنشستگی ایران به سرمایه‌گذاری مسئولانه باشد. زیرا صندوق‌های فعال در ایران با توجه به وضعیت بحرانی که دارند از ترس ابتلا به وضعیت بحرانی‌تر عمدتاً حاضر نیستند برای منافع ناشی از سرمایه‌گذاری مسئولانه که آن‌ها را محتمل و نه حتمی می‌دانند متقبل هزینه‌های قطعی شوند.

## ۵. نتیجه

سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی که یکی از مهم‌ترین سازکارهای تأمین منابع مالی آن‌ها به شمار می‌آید از اصول متعددی پیروی می‌کند. یکی از این اصول که در نظام حقوق بین‌الملل و قوانین بسیاری از کشورها مورد توجه قرار گرفته است اصل مسئولانه بودن سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری مسئولانه که به معنای انتخاب سبد سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن عوامل محیط زیستی و اجتماعی و حکمرانی است در نظام حقوقی ایران در قوانین و مقررات مورد توجه قرار نگرفته است. به همین جهت رویکرد نظام حقوقی ایران در این زمینه مبهم است. این ابهام که از یک سو بر میزان آگاهی و آشنایی مدیران صندوق‌های بازنشستگی ایران بر این نوع سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و از دیگر سو بر رویه و رویکرد صندوق‌های بازنشستگی ایران در مورد پذیرش یا عدم پذیرش سرمایه‌گذاری مسئولانه تأثیر نهاده است قابل انتقاد به نظر می‌رسد. با توجه به سکوت نظام حقوقی ایران در زمینه سرمایه‌گذاری مسئولانه صندوق‌های بازنشستگی، توجه به موضوع در اصلاحات آتی قوانین و مقررات ضروری به نظر می‌رسد. در این زمینه پیشنهاد می‌شود نهادهایی که صلاحیت وضع مقرره در ارتباط با صندوق‌های بازنشستگی را دارند (مانند هیئت دولت و شورای عالی رفاه و تأمین اجتماعی) با بهره‌گیری از اسناد برخی سازمان‌های بین‌المللی همچون اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی و تجارب کشورهای پیش‌رو در زمینه سرمایه‌گذاری مسئولانه (مانند ایالات متحده آمریکا و کشورهای عضو

اتحادیه اروپا) نسبت به وضع دستورالعملی جامع در این زمینه با عنوان «قواعد راهنمای سرمایه‌گذاری مسئولانه» اقدام کنند. در این دستورالعمل پیشنهادی، علاوه بر تبیین مفهوم و مبانی و اهداف سرمایه‌گذاری مسئولانه، لازم است مصادیق سرمایه‌گذاری مسئولانه (معیارهای محیط زیستی، اجتماعی، و حکمرانی مطلوب) به طور کامل تبیین شود و سازکارهای حمایت دولت از این نوع سرمایه‌گذاری تعیین شود.



## منابع

- ابراهیمی، نسرين (۱۴۰۰). سرمایه‌گذاری مسئولانه در صندوق‌های بازنشستگی. تهران: مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا.
- جلیلی، طیبه (۱۳۸۸). سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی؛ الزامات-تجارب جهانی. تهران: سازمان بازنشستگی کشوری.
- حسینی‌مقدم، روح‌الله (۱۳۹۶). رویکرد بورس اوراق بهادار تهران در ارتقای جایگاه سرمایه‌گذاری مسئولانه. بورس، ش ۱۴۶، ۵-۷.
- رستمی، مرتضی (۱۳۹۷). الگوی حقوقی شایسته صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی ایران. تهران: میزان.
- رستمی، مرتضی و حبیب‌نژاد، سید احمد (۱۳۹۶). «بررسی سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی ایران در پرتو اصول سرمایه‌گذاری». حقوق خصوصی، ۱۴(۱)، ۹۵-۱۱۴.
- Adler, T. & Kritzman, M. (2009). The Cost of Socially Responsible Investing. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 35, No. 1.
- Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global; Annual Report 2021; Human rights, war and conflict, 2022.
- Della Croce, Raffaele et al. (2011). *The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives*. Paris: OECD Publishing.
- Ford, N. (2022). African pension funds lead the way on environmental, social and governance (ESG) principles.
- Geczy, Christopher & Others (2021). How Far Could Pension Funds Drive Sustainable Investing?. *Knowledge at Wharton Journal*, University of Pennsylvania.
- Green, N. (2022). Ethical and ESG fund investing: your complete guide. Available at: <https://www.unbiased.co.uk/discover/personal-finance/savings-investing/ethical-investing>
- Hampole, N. & Korngold, D. (2019). ESG in Private Equity: How to Write a Responsible Investment Policy.
- Hierzig, S. (2015). Swiss Pension Funds and Responsible Investment.
- Ingram, D. (2015). A Guide to Responsible Investment Reporting in Public Equity, Version 1.
- Marcilio, R., Flavio (2015). *Socially Responsible Investments of Pension Funds in Brazil*. International Labour Organization. First published.
- Martini, A. (2021). Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. *Environment, Development and Sustainability*, No. 23.
- Schücking, H., Dirty & Dangerous (2014). *T Nree eemmm eessoo F ttttt ttt ss*. Published by urgewald, Framtiden i våre hender and Greenpeace Norway.
- Ebrahimi, N. (2021). *Responsible investment in pension funds*. Tehran: Saba Retirement Strategies Institute. (in Persian).
- Jalili, T. (2008). Investment of pension funds; Requirements-global experiences. Tehran: National Pension Organization. (in Persian).
- Rostami, M. (2017). *The appropriate legal model of pension funds in Iran's social security system*. Tehran: Mizan. (in Persian).
- Hosseini Moghadam, Ruholeh (2016). Tehran Stock Exchange's approach in promoting the position of responsible investment. *Stock Exchange Magazine*, No. 146, 5-7. (in Persian).
- Rostami, M. & Habib-Nejad, S. A. (2016). Investigation of Iranian pension fund investment in the light of investment principles. *Journal of Private Law*, 14(1), 95-114. (in Persian).

## Documents

- Avon Pension Fund (2022). Annual Responsible Investment Report; 2021-2022.
- Derbyshire pension Fund (2020). Responsible Investment Framework, Approved 4 November.
- Hammond, B. & Oeeeeee A. (2021). Pensions and ESG: An Institutional and Historical Perspective, Prepared for presentation at the Pension Research Council Symposium, April 29-30.
- Ministry of Finance (2022). Ethical guidelines Responsible Investing.
- OECD (2007). Recent Trends and Regulatory Implications of Socially Responsible Investment Investment for Pension Funds.
- OECD (2007). The UN Principles for Responsible Investment and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises.
- Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland (ABP), (2016)
- UK National Association of Pension Funds (2013). Responsible Investment Guide.
- World Bank (2015). World Bank Group Pension Plan Signs on to Principles for Responsible Investment.