

# Feasibility of Issuing Social Impact Securities Compatible with the Principles of Imami Jurisprudence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran

**Mahdi Hallajan**

Master's degree student, Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadeq University, Tehran, Iran.  
Email: [hallajanmehdi@gmail.com](mailto:hallajanmehdi@gmail.com)

**Mohammad Tohidi** (Corresponding Author)

Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadeq University, Tehran, Iran  
Email: [tohidi@isu.ac.ir](mailto:tohidi@isu.ac.ir)



**Citation** Mahdi Hallajan, Mohammad Tohidi. [Feasibility of Issuing Social Impact Securities Compatible with the Principles of Imami Jurisprudence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran (AS) (Persian)]. *EGHTESAD-E ISLAMI (A Quarterly Journal on Islamic Economics)*. 2025; 25 (97): 103-141

**doi** [10.22034/iec.2025.2042065.2796](https://doi.org/10.22034/iec.2025.2042065.2796)

Received: 26 September 2024 , Accepted: 29 January 2025

## Abstract

Social impact investing refers to investments aimed at generating positive social outcomes alongside financial returns. In Western financial systems, Social Impact Bonds (SIBs) are commonly used to finance such projects, where investor returns are contingent upon the achievement of predefined social goals. However, due to the interest-based nature of conventional bonds, such instruments are generally impermissible under Islamic law. Moreover, tying investor returns to the level of social impact achieved raises jurisprudential questions that must be examined from a Shariah perspective. This research investigates the financial and jurisprudential feasibility of issuing Islamic Social Impact Sukuk as a Shariah-compliant alternative to conventional SIBs in the Iranian capital market. Adopting a qualitative research approach, the study is categorized as applied in purpose and descriptive-survey in method. Following a comparative review of social impact investment experiences in Western and Islamic countries, a conceptual framework for Islamic social impact Sukuk is proposed. Subsequently, various scenarios for linking returns to project outcomes are identified and analyzed using a descriptive-analytical method. Expert opinions were collected via structured questionnaires, and the best scenario was selected using the TOPSIS decision-making method. In the final phase, the Shariah compatibility of linking Sukuk returns to performance metrics was evaluated through expert interviews and focus group discussions. The findings confirm the feasibility of designing social impact Sukuk structures that comply with Islamic jurisprudential principles.

## Keywords

Islamic Financial Instruments (Sukuk), Social Impact Investing, Social Impact Bonds, Social Impact







## امکان سنجی مالی و فقهی انتشار اوراق بهادار اسلامی

### با تأثیر اجتماعی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

مهدی حلاجان

دانش آموخته کارشناسی ارشد، مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.  
Email: hallajanmehdi@gmail.com

محمد توحیدی (نویسنده مسئول).

دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران  
Email: tohidi@isu.ac.ir



**Citation** Mahdi Hallajan, Mohammad Tohidi. [Feasibility of Issuing Social Impact Securities Compatible with the Principles of Imami Jurisprudence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran (AS) (Persian)]. *EGHTESAD-E ISLAMI (A Quarterly Journal on Islamic Economics)*. 2025; 25 (97): 103-141  
**doi** [10.22034/icc.2025.2042065.2796](https://doi.org/10.22034/icc.2025.2042065.2796)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۵، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۱/۱۰

### چکیده

سرمایه‌گذاری با تأثیر اجتماعی به نوعی سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که هدف آن، ایجاد اثرگذاری اجتماعی مثبت در کنار دستیابی به بازدهی مالی است. در اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی، بازدهی کسب‌شده توسط سرمایه‌گذاران بر اساس میزان دستیابی به نتایج اجتماعی توافق‌شده محاسبه می‌شود. از نظر شرع مقدس اسلام با توجه به ماهیت ربوی اوراق قرضه، امکان استفاده از اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی در کشورهای اسلامی وجود ندارد، به‌علاوه گره‌زدن بازدهی اوراق به میزان دستیابی به نتایج و اثرات اجتماعی مورد نظر خود موضوعی است که لازم است از منظر فقهی تحلیل شود؛ بنابراین مسئله پژوهش حاضر بررسی امکان پیاده‌سازی و انتشار اوراق بهادار اسلامی با تأثیر اجتماعی - به عنوان جایگزین اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی - از منظر مالی و فقهی است. این پژوهش دارای رویکرد کیفی بوده که از منظر هدف کاربردی و از منظر نحوه گردآوری داده‌ها توصیفی پیمایشی محسوب می‌شود. در این پژوهش پس از مطالعه تجربه کشورهای غربی و اسلامی، یک الگوی مفهومی برای اوراق بهادار اسلامی با تأثیر اجتماعی ارائه شد، سپس سناریوهای مختلف پیوند بازدهی اوراق به نتایج پروژه به روش توصیفی - تحلیلی شناسایی و تحلیل شدند. در ادامه نظر خبرگان در مورد سناریوها از طریق پرسشنامه گردآوری و باروش تاپسیس بهترین سناریو انتخاب شد. در مرحله بعد نیز امکان مرتبط کردن بازدهی اوراق به عملکرد پروژه از منظر فقهی به روش توصیفی تحلیلی بررسی شد.

### واژگان کلیدی

ابزارهای مالی اسلامی (صُکوک)، سرمایه‌گذاری با تأثیر اجتماعی، اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی، صُکوک با تأثیر اجتماعی.



## مقدمه

سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی که در کشور مالزی با عنوان سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولانه (Sustainable and Responsible Investment) نیز شناخته می‌شود، یک اصطلاح عمومی است که هر نوع فرایند سرمایه‌گذاری را پوشش می‌دهد که اهداف مالی سرمایه‌گذاران را با دغدغه آنها در مورد مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) ترکیب می‌کند (Moghul & Sa-far-Aly, 2014). اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی (Social Impact Bond) (SIB) به عنوان یک ابزار تأمین مالی نوآورانه ذیل سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی برای تأمین مالی خدمات عمومی استفاده می‌شود و بازدهی این اوراق منوط به تحقق دستاوردها و نتایج اجتماعی پروژه است. در اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی، یک سرمایه‌گذار سرمایه را برای یک فعالیت اجتماعی در اختیار یک ارائه‌دهنده خدمات قرار می‌دهد. پس از اجرای پروژه، سرمایه‌گذار بازدهی را بر اساس نتیجه کسب‌شده نسبت به معیارهای از پیش تعیین‌شده دریافت خواهد کرد. اگر پروژه موفق شده باشد، سرمایه‌گذاران علاوه بر اصل پول خود، بهره متناسب با آن را نیز دریافت خواهند کرد؛ اما در صورتی که پروژه موفق نباشد و به اهداف خود نرسد، نه تنها بهره‌ای دریافت نخواهند کرد، بلکه اصل پول خود را نیز از دست خواهند داد. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران در واقع مشارکت خیرخواهانه خواهند داشت. برای ارزیابی نتایج حاصل‌شده معمولاً ارزیابان مستقلی انتخاب شده تا با نهایت دقت و با توجه به شاخصه‌های از پیش تعیین‌شده، میزان دستیابی پروژه به اهدافش را مشخص کنند (OECD, 2015). این اوراق در سال‌های اخیر در کشورهای متعددی منتشر شده و با استقبال سرمایه‌گذاران مواجه شده است؛ اما با توجه به ماهیت ربوی این اوراق، اوراق بهادار اسلامی (صکوک) با تأثیر اجتماعی به عنوان جایگزین اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی طراحی و در کشورهای اسلامی منتشر شده است. در این پژوهش تلاش خواهد شد ابتدا اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی

به طور کامل معرفی شود، سپس تجربه کشورهای اسلامی در طراحی و انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک) با تأثیر اجتماعی بررسی شود. در ادامه بر اساس بررسی انجام شده یک مدل مفهومی از اوراق ارائه شده و ابعاد مالی و فقهی آن جهت پیاده سازی در بازار سرمایه ایران بررسی خواهد شد.

### پیشینه تحقیق

پژوهش های صورت گرفته در این حوزه را می توان به دو بخش تقسیم بندی کرد: بخش اول پژوهش های مربوط به حوزه اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی (بخش متعارف) و بخش دوم پژوهش های حوزه صکوک با تأثیر (مسئولیت) اجتماعی (مطالعات اسلامی).

در حوزه اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی اسکونا میلیو و همکاران (Scogna-miglio, 2019) چهارچوبی برای ارزیابی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی با ترکیب ارزیابی های مالی و اجتماعی پیشنهاد می دهند و یک سیستم امتیازدهی کمی را برای مفهوم سازی و کمی کردن عدم قطعیت اجتماعی در زمینه اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی ارائه می کنند. کرو دیلیزا (Carè and De Lisa, 2019) تجزیه و تحلیلی روی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی در حوزه مراقبت های بهداشتی انجام داده و این اوراق را به عنوان روشی مناسب برای تأمین مالی برنامه های پیشگیرانه پیشنهاد می کنند. هیون استون و فون برگن (Hevenstone and Von Bergen, 2020) تجارب اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی را در پنج کشور بررسی کرده و سطوح شفافیت را بین پروژه های تأمین مالی شده با استفاده از اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی و پروژه هایی که با سایر اوراق بهادار تأمین مالی شده اند مقایسه می کنند. میلنر و مایر (Millner and Meyer, 2021) اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی (SIB) را به عنوان شکل منحصربه فردی از همکاری بین بخشی و یک روش نوآورانه تأمین مالی برای خدمات اجتماعی معرفی می کنند. این مطالعه که ریشه در تئوری نمایندگی و نظریه وابستگی به منابع دارد، تجزیه و تحلیل موردی

مفصلی از یک پروژه آزمایشی SIB در اتریش انجام می‌دهد. یافته‌های این پژوهش، چالش‌هایی را در همسویی منافع بین سهامداران مختلف در طول عمر پروژه نشان می‌دهد و بر پیچیدگی‌ها و هزینه‌های مرتبط با انتشار این اوراق تأکید می‌کند. کابلی و همکاران (Kabli, 2021) به استخراج یک مدل اولیه در مورد نقش اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی در جهان پس از کووید-۱۹ می‌پردازند. این مطالعه تحلیلی در مورد این اوراق ارائه می‌دهند که بر اساس ابعاد کلیدی زیر است: ۱. مشارکت و ترتیبات قراردادی؛ ۲. شرایط مالی و ۳. اندازه‌گیری و تأثیرگذاری. واکرو و همکاران (Walker, 2023) برای جریان‌سازی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی و تبدیل آنها به یک جزء کلیدی در اکوسیستم سرمایه‌گذاری اجتماعی (ESG) (Environmental, Social, and Governance)، بهبودهایی را در دو حوزه کلیدی پیشنهاد می‌کنند: ۱. بهبودهای داخلی (برای مثال، قراردادهای داخلی SIB، مربوط به اجرا، ساختار و اندازه‌گیری) و ۲. بهبودهای خارجی (برای مثال، قراردادهای خارجی SIB، مربوط به در دسترس بودن داده، زیرساخت و متغیرهای ردیابی شده).

اما در رابطه با صکوک با تأثیر اجتماعی پژوهش‌های چندانی صورت نگرفته و تنها تعداد محدودی بدان پرداخته‌اند. علی و همکاران (Ali, 2019) به بررسی روش‌های تأمین مالی جایگزین برای مؤسسات آموزش عالی از طریق صکوک سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی (SRI) و اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی (SIB) پرداخته‌اند. در شرایطی که عواید حاصل از صکوک برای فعالیت‌های درآمدزا استفاده شود، صکوک مبتنی بر وکالت و برای فعالیت‌های غیر درآمدزا، صکوک وقف نقدی موقت و دائمی پیشنهاد می‌شود. از نظر ساختار صکوک، بازده و بازپرداخت هر دو نوع صکوک به شاخص‌های کلیدی عملکرد (KPI) (Key Performance Indicator) بستگی دارد. رقیبسی و اوبلدی (Raghibi &

۱. شاخص‌هایی هستند که پیش از شروع پروژه تعریف شده و نرخ هدفی را برای پروژه تعیین می‌کنند. با ارزیابی میزان موفقیت پروژه در دستیابی به این شاخص‌ها می‌توان شیوه پرداخت بازدهی اوراق را تعیین کرد.

(Oubdi, 2021) به ارائه مدلی برای صکوک با تأثیر اجتماعی می‌پردازند که هر دو ویژگی سودمحور بودن و اصل تسهیم ریسک و حمایت اجتماعی - اقتصادی از جوامع مسلمان را شامل می‌شود. ساختار پیشنهادی مبتنی بر قرارداد مضاربه است. این ساختار شامل مشارکت بین یک سازمان غیردولتی (مضارب) و سرمایه‌گذاران (رب‌المال) است که در آن دولت می‌تواند به عنوان ضامن در نظر گرفته شود. /ازمان و همکاران (Azman, 2019) عنوان می‌کنند صکوک سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی سازوکارهای مالی هستند که نشان‌دهنده چهارچوب اخلاقی شریعت هستند؛ زیرا اصول زیربنایی آنها با مفاهیم موجود در مقاصد الشریعه و مصالح مطابقت دارد. فوگلی و کشمیندر (Foglie and Keshminder, 2022) بر کمبود دانش در مورد چالش‌ها و فرصت‌های مختلف در حوزه صکوک سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی تأکید می‌کنند. یافته‌های این پژوهش به چند چالش بزرگ در این اوراق اشاره می‌کند؛ از جمله عدم استانداردسازی به دلیل تفاسیر متفاوت از شریعت و فقدان سرمایه‌گذاران خرد که ناگزیر سبب کمبود نقدینگی در بازار ثانویه می‌شود.

با مرور پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص صکوک سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی به‌طور خاص صکوک سرمایه‌گذاری با تأثیر اجتماعی درمی‌یابیم که هنوز ابزاری که هم از لحاظ شرعی با مشکلی روبه‌رو نبوده و هم بتواند خلأ این مدل سرمایه‌گذاری را پر کند طراحی نشده است. اندک پیشنهادهایی نیز که در این زمینه توسط برخی پژوهشگران ارائه شده با مشکلات جدی مواجه است. در واقع عمده پژوهشگران تنها به پیشنهاد طراحی این ابزار بسنده کرده و اقدامی خاص برای آن صورت نداده‌اند. در این پژوهش تلاش خواهد شد با بهره‌گیری از پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه، به طراحی ابزاری پرداخته شود که بتواند در عمل، زمینه‌ساز رونق سرمایه‌گذاری‌های با تأثیر اجتماعی بوده و درعین حال از لحاظ مالی و فقهی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران قابل اجرا باشد.

## مبانی نظری پژوهش

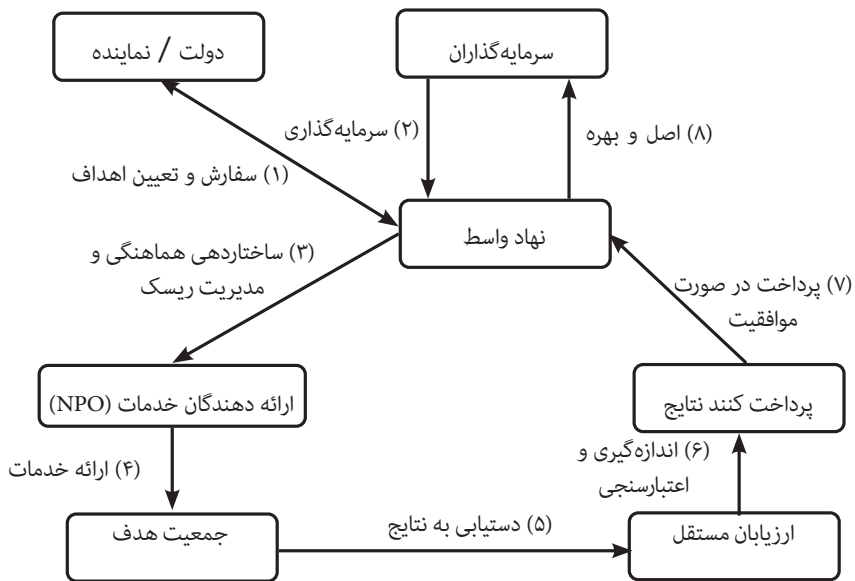
## ۳-۱. اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی

در یک اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی، یک سرمایه‌گذار سرمایه اولیه را برای یک فعالیت اجتماعی در اختیار یک ارائه‌دهنده خدمات قرار می‌دهد. پس از اجرای پروژه، سرمایه‌گذار بازدهی را بر اساس نتیجه کسب‌شده نسبت به معیارهای از پیش تعیین‌شده دریافت خواهد کرد. اگر پروژه موفق شده باشد معیارها و شاخص‌های توافق‌شده را کسب کند، سرمایه‌گذاران علاوه بر اصل پول خود، بهره متناسب با آن را نیز دریافت خواهند نمود؛ اما در صورتی که پروژه موفق نباشد و به اهداف خود نرسد، نه تنها بهره‌ای دریافت نخواهند کرد، بلکه اصل پول خود را نیز از دست خواهند داد. برای ارزیابی نتایج حاصل‌شده معمولاً ارزیابان مستقلی انتخاب شده تا با نهایت دقت و با توجه به شاخصه‌های از پیش تعیین‌شده، میزان دستیابی پروژه به اهدافش را مشخص کنند. از دیدگاه سازمان توسعه و همکاری اقتصادی (OECD) و سوشیال فایننس (Social Finance)، اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی یک سازوکار مالی نوآورانه است که در آن دولت‌ها یا کمیسیون‌ها با ارائه‌دهندگان خدمات اجتماعی، مانند شرکت‌های اجتماعی یا سازمان‌های غیرانتفاعی و سرمایه‌گذاران قراردادهایی را منعقد می‌کنند تا بدین وسیله پرداخت هزینه‌های یک‌سری فعالیت‌های اجتماعی را متقبل شوند (Social Finance, 2011; OECD, 2015). به گفته نیکولز و تامکینسون (Nicholls & Tomkinson, 2015) اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی یک روش نوآورانه برای تأمین مالی خدمات اجتماعی است که هدف آن بهبود یک نتیجه اجتماعی از طریق همکاری دولت، ارائه‌دهندگان خدمات و سرمایه‌گذاران خارجی است. مولگان و همکاران (Mulgan, 2011) اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی را طرح‌های پرداخت در ازای عملکرد می‌دانند که در آن سرمایه‌گذاران

خصوصی، انتفاعی یا اجتماعی - که به دنبال ترکیبی از بازده مالی و اجتماعی هستند - بخشی از سرمایه اولیه را برای ارائه خدمات عمومی فراهم می‌کنند و متعاقباً ممکن است نرخ بازدهی بر اساس نتایج را دریافت کنند. یکی از جذابیت‌های کلیدی این اوراق برای دولت‌ها این است که آنها فقط باید برای «آنچه مؤثر واقع شده است» بازپرداخت کنند؛ بدین معنا که اگر بر اساس ارزیابی‌های صورت گرفته پروژه به شاخص‌ها و اهداف از پیش تعیین شده برسد، بازدهی به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود و در غیر این صورت بانی پرداختی به سرمایه‌گذاران نخواهد داشت.

### ۳-۲. مدل عملیاتی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی

اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی شامل یک رویکرد مشترک بین ذی‌نفعان مختلف از بخش‌های عمومی، خصوصی و اجتماعی است. شکل ۱ مدل عملیاتی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی و رابطه بین ذی‌نفعان را نشان می‌دهد.

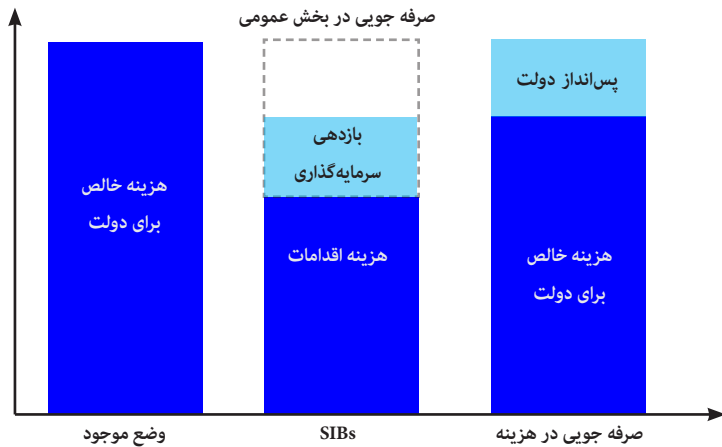


شکل ۱: مدل عملیاتی اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی اقتباس شده از (Hughes & Scherer, 2014)

همان‌طور که در شکل ۱ نشان داده شده است، ذی‌نفعان مختلفی درگیر در یک پروژه اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی هستند؛ اولاً، دولت یا نماینده دولت، حوزه اجتماعی مورد نظر را مشخص کرده با یک نهاد واسط مالی قرارداد می‌بندد که در آن اهداف معینی مشخص می‌شود. نهاد واسط با انتشار اوراق قرضه برای سرمایه‌گذاران خصوصی، سرمایه اولیه را جمع‌آوری می‌کند. این سرمایه‌گذاران با خرید اوراق قرضه در ازای پرداخت‌های آتی به اضافه بازده اضافی که به موفقیت برنامه بستگی دارد، سرمایه‌گذاری می‌کنند. وجوه به‌دست‌آمده از اوراق قرضه توسط نهاد واسط برای پرداخت به سازمان‌های غیرانتفاعی (NPO) که خدمات اجتماعی را برای جمعیت هدف ارائه می‌کنند، استفاده می‌شود. در انتها به منظور ارزیابی میزان موفقیت پروژه، ارزیاب‌های مستقل استخدام می‌شوند. آنها ارزیابی لازم را انجام داده و موفقیت یا شکست پروژه را به ذی‌نفعان گزارش می‌دهند. ارزیابی‌ها با درجه بالایی از دقت علمی، معمولاً شامل گروه‌های کنترل<sup>۱</sup> انجام می‌شود. پس از دریافت گزارش، می‌توان وجوه لازم را به سرمایه‌گذاران پرداخت کرد؛ با این حال، اگر برنامه موفق نباشد، سرمایه‌گذاران ممکن است هیچ بازدهی نداشته باشند (Warner, 2013).

موفقیت یک پروژه اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی منجر به صرفه‌جویی قابل توجهی در هزینه‌ها خواهد شد؛ زیرا این پروژه‌ها به جای درمان علائم، بر انجام اقدامات پیشگیرانه متمرکز است و به علت اصلی مشکل اجتماعی رسیدگی می‌کند و به این ترتیب هزینه‌های بلندمدت ارائه خدمات و پشتیبانی اجتماعی را کاهش می‌دهد (Barclay & Symons, 2013). شکل ۲ یک تصویر ساده در مورد چگونگی تحقق پس‌انداز عمومی از طریق اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی ارائه می‌دهد.

۱. گروه هدف به گروهی از افراد یا جوامعی اطلاق می‌شود که پروژه اجتماعی را دریافت می‌کنند. این گروه با گروه کنترل مقایسه می‌شود که گروهی متشکل از افراد یا جوامعی است مشابه گروه هدف با این تفاوت که پروژه را دریافت نمی‌کنند و تنها با هدف مقایسه برای سنجش موفقیت پروژه مورد بررسی قرار می‌گیرند.



شکل ۲: صرفه‌جویی در هزینه ناشی از یک پروژه موفق SIB (Azman & Ali, 2016)

در اوراق با تأثیر اجتماعی هدف اصلی تحقق یک رسالت اجتماعی است که اگر موفقیت‌آمیز باشد مشمول بازدهی نیز می‌شود. در مدل متعارف این اوراق (اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی)، پرداخت‌ها به صورت همه یا هیچ است؛ بدین معنی که اگر پروژه اجتماعی موفق باشد، بازدهی به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود و اگر موفق نشود سرمایه‌گذاران چیزی دریافت نمی‌کنند؛ بنابراین ریسک این اوراق بسیار بالا است؛ هرچند که در عمل با استقبال زیادی در کشورهای غربی مواجه شده است.

### ۳-۳. تجارب انتشار اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی در کشورهای مختلف

#### ۳-۳-۱. اوراق با تأثیر اجتماعی تکرار جرم در پیتربورو

اولین اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی در سال ۲۰۱۰ در انگلستان راه‌اندازی شد و هدف آن رسیدگی به موضوع تکرار جرم (جرم مجدد) بود. این پروژه توانست مبلغ ۵ میلیون پوند از سرمایه‌گذاران خصوصی و مؤسسات خیریه جمع‌آوری کند و بر کاهش میزان محکومیت در میان زندانیانی که در زندان پیتربورو در حال گذراندن دوران محکومیت کوتاه هستند متمرکز شد (Disley et al., 2011). این اوراق برای همکاری با وان سرویس (One Service)

طراحی شد و سه گروه متشکل از ۱۰۰۰ زندانی مرد را تحت نظر قرار داد تا با پشتیبانی‌های قبل و بعد از آزادی در زمینه مسکن، آموزش و اشتغال، والدین، سوء مصرف مواد و سلامت روان، آنها را حمایت کند. سوشیال فایننس، یک سازمان غیرانتفاعی، به عنوان نهاد واسط برای هماهنگی پروژه عمل کرد و از ۱۷ سرمایه‌گذار (عمدتاً خیریه‌ها و بنیادها) جذب سرمایه کرد. این سرمایه‌گذاران در صورتی که نرخ محکومیت مجدد در همه گروه‌ها، به‌طور متوسط ۷/۵ درصد یا بیشتر کاهش می‌یافت، مبلغی را دریافت می‌کردند.

اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی تکرار جرم در پیتربورو (Peterborough Recidivism Impact Bond) از چند جهت بسیار موفق بود؛ اول، نرخ محکومیت مجدد به‌طور متوسط ۹ درصد در بین گروه‌ها کاهش یافت و سبب بازپرداخت کامل برای همه سرمایه‌گذاران به اضافه بهره ۳ درصد در سال شد؛ دوم، این پروژه منجر به خدمات مستمر و مداومی شد که پس از پایان اجرای آزمایشی آن در پیتربورو به کار خود ادامه دادند؛ سوم، ارزیابی‌های پروژه نشان داد که ارائه‌دهنده خدمات، دریافت که تأمین مالی از طریق این اوراق که تمرکز آن بر پرداخت‌های مبتنی بر نتایج است، به او این امکان را می‌دهد که برای دستیابی به اهداف اعلام شده و دریافت بازخورد بهتر از ناظران پروژه خدمات بهتری ارائه کرده و به‌طور مداوم به اصلاح امور بپردازد (Tortorice et al., 2020).

### ۳-۲. اوراق قرضه با تأثیر (توسعه) اجتماعی آموزش دختران

اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی آموزش دختران (Educate Girls Development Impact Bond) در سال ۲۰۱۵ در راجستان هند، با هدف رسیدگی به مسائل مربوط به دسترسی به امکانات تحصیلی و میزان ثبت‌نام و حضور دختران در مدارس توسط یک سازمان غیردولتی محلی به نام اجوکیت گرلز (Educate Girls) راه‌اندازی شد. در این منطقه روستایی که کشاورزی شکل اصلی امرارمعاش است، در زمان انتشار اوراق از هر ده دختر

یازده تا چهارده ساله، یک نفر به دلایلی مانند کمک به درآمد خانواده یا مراقبت از خواهر و برادر از تحصیل باز می ماند. کیفیت آموزش دختران، یک نگرانی ویژه در روستاهای راجستان است؛ جایی که در سال ۲۰۱۱ نرخ باسوادی زنان تنها ۵۲ درصد (کمتر از میانگین ملی ۶۵ درصد برای زنان) و در مقابل برای مردان ۷۹ درصد بود.

این پروژه با سرمایه اولیه ۲۷۰,۰۰۰ دلار از بنیاد یوبی اس اپتیموس (UBS Optimus) که در نقش ارائه دهنده خدمات در این پروژه همکاری می کرد، شروع به فعالیت نمود. شرکت اینستیلیو (Instiglio)، پشتیبانی و مدیریت عملکرد این اوراق را در طول دوره انتشار ارائه کرد و ارزیابی نتایج نهایی توسط شرکت آی دی اینسایت (IDinsight) صورت گرفت. بنیاد صندوق سرمایه گذاری کودکان (Children's Investment Fund Foundation) CIFF) پرداخت کننده نتیجه بود؛ به این معنی که آنها مسئول بازپرداخت سرمایه به یوبی اس اپتیموس بر اساس نتایج به دست آمده بودند. در این حالت، بازپرداخت شامل مبلغ اصلی سرمایه گذاری و همچنین نرخ بازده داخلی اضافی ۱۵ درصد می شود. این بدان معناست که یوبی اس اپتیموس علاوه بر مبلغ اولیه ای که در پروژه سرمایه گذاری کرده است، سودی معادل ۱۵ درصد دریافت خواهد کرد.

این سرمایه گذاری بر دو معیار عملکرد متمرکز بود: نرخ ثبت نام دانش آموزان در مدارس و سطح یادگیری. اولین معیار مربوط به ثبت نام دختران ۷ تا ۱۴ ساله خارج از مدرسه است و تنها ۲۰ درصد از کل پرداختی نتیجه را به خود اختصاص می دهد. هدف از این معیار، ثبت نام ۷۹ درصد از دختران خارج از مدرسه در طول سه سال است و پرداخت به یوبی اس اپتیموس بر اساس میزان دستیابی به این هدف خواهد بود. در سال اول، پروژه تقریباً در نیمه راه رسیدن به این هدف بود و طی آن ۳۸ درصد از دختران خارج از مدرسه ثبت نام کردند و در سال دوم، هدف تقریباً با نرخ

ثبت نام ۷۳ درصد محقق شد. تا پایان سال سوم، از هدف فراتر رفت و ۷۶۸ دختر یا ۹۲ درصد را ثبت نام کرد. این میزان ثبت نام به طور مستقل توسط آیدی اینسایت تأیید شد.

۸۰ درصد دیگر از پرداخت نتیجه بر اساس نتایج یادگیری دانش آموزان بود که با استفاده از آزمون «گزارش سالانه وضعیت آموزش» (ASER) (Annual Status of Education Report) برای دروس ریاضی و زبان های انگلیسی و هندی اندازه گیری شد. آزمون ASER برای هر موضوع نمره ای بین A تا E اختصاص می دهد و بدین ترتیب نتایج یادگیری برای دختران و پسران اندازه گیری شد. آیدی اینسایت با استفاده از یک آزمایش تصادفی کنترل شده<sup>۱</sup> پیشرفت این آزمون را برای افرادی که پروژه را دریافت می کردند در مقابل گروه کنترل، مقایسه کرد. هدف پروژه در طول سه سال افزایش جمعی ۵۵۹۲ سطح یادگیری برای دانش آموزان دریافت کننده پروژه، بالاتر از گروه کنترل بود («۵۵۹۲ سطح یادگیری» به افزایش جمعی در تعداد پیشرفت های یادگیری دانش آموزانی که پروژه را دریافت کرده اند، نسبت به کسانی که این پروژه را دریافت نکرده اند، اشاره دارد). دستیابی به این هدف در دو سال اول بسیار دشوارتر بود و تنها ۵۲ درصد آن تا پایان سال دوم محقق شد. سال آخر، این پروژه شاهد افزایش قابل توجهی در نتایج یادگیری دانش آموزان بود. تا پایان سال سوم، این گروه هدف، آزمون خود را ۸۹۴۰ سطح یادگیری بیشتر از گروه کنترل، معادل ۱۶۰ درصد میزان هدف گذاری شده بهبود بخشیدند.

این پروژه موفق شد نتایجی را به دست آورد که از اهداف تعیین شده برای ثبت نام و نتایج یادگیری فراتر رود و بنیاد یوبی اس اپتیموس به طور تمام و کمال بازدهی مورد انتظار خود را کسب کرد. این موفقیت درس های ارزشمندی را

۱. در آزمایش تصادفی کنترل شده، مشارکت کنندگان در آزمایش به صورت تصادفی به حداقل دو گروه تقسیم می شوند: گروه اول که تحت درمان قرار می گیرند و گروه دوم، گروه کنترل (شاهد) است که برای مقایسه به کار می روند.

برای مخاطبان جهانی که علاقه‌مند به ارتقای آموزش از طریق مکانیسم‌های تأمین مالی نوآورانه مانند اوراق قرضه با تأثیر اجتماعی هستند، ارائه کرده است. سود برای سرمایه‌گذار اجتماعی (UBSOP) از بازده پرداخت شده توسط پرداخت‌کننده نتیجه (CIFF) پس از دستیابی موفقیت‌آمیز به نتایج آموزشی خاص حاصل می‌شود. این بازده اساساً پاداشی برای پذیرش ریسک مالی مرتبط با پروژه است. در مورد پرداخت‌کننده نتیجه (CIFF)، سود آنها در تأثیر اجتماعی مثبت به دست آمده نهفته است. CIFF با سرمایه‌گذاری در برنامه Educate Girls به بهبود آموزش دختران در هند کمک می‌کند. این امر می‌تواند به منافع بلندمدت مختلفی برای جامعه منجر شود؛ مانند کاهش فقر، کاهش بزهکاری اجتماعی، افزایش رشد اقتصادی و بهبود عدالت اجتماعی که این موارد سبب ایجاد پس‌اندازهایی برای نهادهای صاحب مسئولیت می‌شود (Boggild-Jones & Gustafsson-Wright, 2022). همچنین برخی نهادها مانند نهادهای خیرخواهانه - برای مثال در کشور ایران جمعیت هلال احمر - می‌توانند با استفاده از این اوراق، از گروه‌های مختلف مردمی جهت انجام بهتر و سریع‌تر پروژه‌های اجتماعی کمک گیرند.

### ۳-۴. اوراق بهادار اسلامی (صکوک) با تأثیر (مسئولیت) اجتماعی

صکوک با تأثیر اجتماعی یکی از انواع سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی است که در کنار تلاش برای حداکثرکردن سود سرمایه‌گذاران، به دنبال رسیدن به اهداف اجتماعی نیز هستند (Raghbi & Oubdi, 2021). در ادامه نمونه‌هایی از این نوع صکوک ذکر می‌شود.

### ۳-۴-۱. صکوک SRI خزانه: صکوک احسان

در ماه می ۲۰۱۵ اولین صکوک با مسئولیت اجتماعی (صکوک احسان) (Ihsan Sukuk) توسط خزانه برهاد مالزی، در کشور مالزی منتشر شد. این اوراق که اولین صکوک با مسئولیت اجتماعی مالزی و احتمالاً اولین صکوک با مسئولیت اجتماعی در جهان است، با ارزش اسمی یک میلیارد رینگیت با

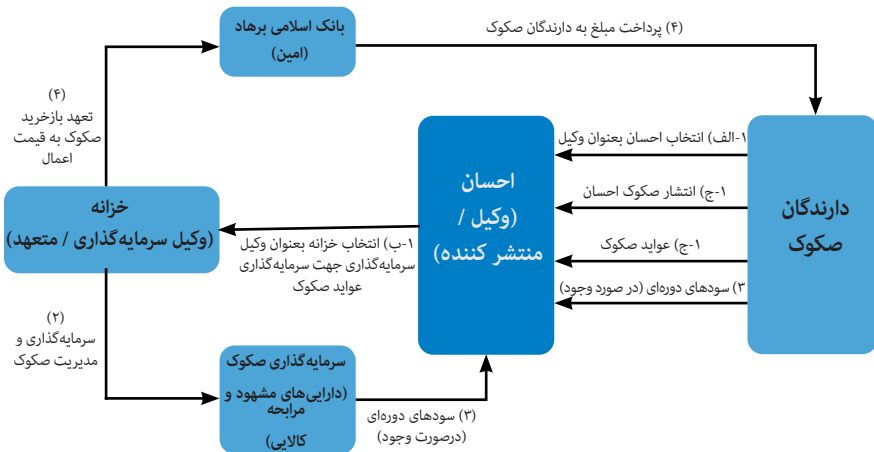
سررسید ۲۵ سال برای تأمین مالی آموزش منتشر شد. این اوراق رتبه اعتباری AAA را از مؤسسه رتبه‌بندی رام برهاد (RAM Rating Service) (Berhad) اخذ کرد که نشان‌دهنده نقش خزانه به عنوان متعهد اعتبار این صکوک است (Khazanah Nasional, 2015). این صکوک دارای بازدهی ۴/۳ درصدی سالانه برای یک دوره ۷ ساله است (The Star Online, 2015). بانک اسلامی برهاد (Commerce International Merchant Bankers (CIMB)) و مشاوران امانی برهاد (Amanie Advisors Bhd) به صورت مشترک به عنوان مشاوران شریعت انتخاب شدند و تأمین سرمایه برهاد به عنوان نهاد اصلی تنظیم و مدیریت صکوک تعیین شد. صکوک بر اساس قرارداد وکاله فی الاستثمار (وکالت در سرمایه‌گذاری)، مطابق دستورالعمل صکوک کمیسیون اوراق بهادار مالزی (۲۰۱۴) طراحی شده است (Azman & Ali, 2016).

وجوه جمع‌آوری شده از صکوک به یک سازمان غیرانتفاعی به نام بنیاد امیر (Yayasan AMIR) تخصیص داده می‌شود تا طرح «مدرسه اعتماد» خزانه را مدیریت کند. این برنامه شکلی از مشارکت عمومی - خصوصی با دولت برای بهبود دسترسی به آموزش باکیفیت در مالزی است. این صکوک از مدل پرداخت به ازای موفقیت با ویژگی سود گام‌به‌گام پیروی می‌کند که در آن میزان تأثیرگذاری پروژه از طریق چندین شاخص کلیدی عملکرد (KPI) اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص‌ها برای صکوک احسان به شرح زیر است (CIMB, 2015):

۱. حداقل ۲۰ مدرسه ذیل برنامه مدارس اعتماد بنیاد امیر برای یک دوره پنج ساله انتخاب می‌شوند.
۲. حداقل ۵۰ درصد از معلمان مدارس منتخب در ارزیابی‌های پس از دوره، به سطح زمان آغاز دوره یا بالاتر دست می‌یابند.
۳. حداقل ۵۰ درصد از مدیران مدارس در ارزیابی‌های پس از دوره، به سطح آغاز دوره یا بالاتر دست می‌یابند.

پس از اجرای پروژه، یک ارزیاب مستقل به بررسی دقیق عملکرد پروژه خواهد پرداخت که آیا با به کارگیری منابع حاصل از صکوک احسان، این سه شاخص کلیدی عملکرد به وقوع پیوسته است یا خیر. سیاست صکوک احسان به گونه‌ای بود که در صورتی که پروژه نتواند به شاخص‌های خود دست یابد، بازدهی بالاتر (۴/۶ درصد) به دارندگان صکوک تعلق می‌گیرد؛ در حالی که در صورت دستیابی به موفقیت، بازدهی (۴/۳ درصد) نصیب سرمایه‌گذاران خواهد شد که این به معنای پاداش موفقیتی است که سرمایه‌گذاران به بانی خواهند داد.

بر اساس رتبه‌بندی رام (۲۰۱۵) صکوک احسان دارای چندین هدف استراتژیک است که شامل توسعه رهبری و مدیریت با کیفیت بالا، بهبود کیفیت یادگیری و تدریس، به حداکثر رساندن پیشرفت و پتانسیل دانش‌آموزان و همچنین تقویت مشارکت والدین، جامعه و سایر ذینفعان است. مدل عملیاتی صکوک احسان مالزی در شکل ۳ نشان داده شده است.



شکل ۳: مدل عملیاتی صکوک احسان (OECD, 2015)

روابط حقوقی در این اوراق به شرح زیر است (CIMB, 2015):

۱. دارندگان صکوک، احسان را به عنوان وکیل برای مدیریت درآمد صکوک منصوب می‌کنند. در ادامه احسان، خزانه را به عنوان عامل سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاری وجوه دریافتی منصوب می‌کند. در همان زمان، احسان (ناشر) صکوک را برای سرمایه‌گذاران در ازای پرداخت قیمت آن، صادر می‌کند.

۲. خزانه به عنوان عامل سرمایه‌گذاری وجوه دریافتی را در دارایی‌های مشهود و قرارداد مرابحه کالایی سرمایه‌گذاری خواهد کرد. این سرمایه‌گذاری‌ها به‌طور کامل توسط خزانه مدیریت می‌شود.

۳. پرداخت‌های دوره‌ای از طریق احسان به دارندگان صکوک صورت می‌گیرد. این پرداخت‌ها (در صورت وجود) به شرایط از پیش توافق‌شده بستگی دارد. در صورتی که اوراق از مدل فاقد پرداخت دوره‌ای باشد، بازده حاصل از سرمایه‌گذاری تا سقف بازده مورد انتظار (بازده صکوک احسان) باید به صورت یک‌باره در تاریخ سررسید یا انحلال توزیع شود.

۴. خزانه به بانک اسلامی برهاد (امین) اختیار می‌دهد تا بازخرید صکوک را با قیمت اعمال تعهد کند. خزانه نسبت به خرید منفعت دارندگان صکوک در دارایی‌های مشهود اقدام می‌کند. این تراست پس از اجرای تعهد بازخرید منحل می‌شود.

## روش انجام پژوهش

در بخش امکان‌سنجی مالی، ابتدا بر اساس مبانی نظری و تجارب کشورها، یک مدل مفهومی از اوراق با تأثیر اجتماعی ارائه می‌شود. سپس ارکان مکمل - علاوه بر ارکان موجود انتشار اوراق مالی اسلامی در ایران - جهت اضافه‌شدن به ساختار اوراق با تأثیر اجتماعی بررسی می‌شود. در مرحله بعد سناریوهای مختلف پرداخت بازدهی در اوراق با تأثیر اجتماعی استخراج و

به روش توصیفی - تحلیلی ارزیابی می‌شود. سپس نظر خبرگان مالی در مورد این سناریوها به روش پرسشنامه جمع‌آوری و به روش تاپسیس بهترین سناریو از منظر خبرگان انتخاب می‌شود. در مرحله بعد نیز امکان‌سنجی فقهی اوراق با روش توصیفی - تحلیلی صورت می‌گیرد.

#### ۴-۱. جامعه و نمونه در امکان‌سنجی مالی

جامعه مدنظر در امکان‌سنجی مالی، محققان و فعالان حوزه مالی، اقتصادی و بازار سرمایه هستند. نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت هدفمند و غیرتصادفی و با توجه به معیارهایی چون حداقل تحصیلات کارشناسی ارشد، مدرک تحصیلی مرتبط، سابقه کاری مرتبط و میزان در دسترس بودن صورت گرفته است. در ادامه مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان مالی به تفکیک مدرک تحصیلی، رشته تخصصی، جنسیت و سابقه کاری ذکر شده است (جدول ۱).

جدول ۱: مشخصات جامعه‌شناختی خبرگان مالی

ردیف	جنسیت	مدرک تحصیلی	رشته تحصیلی	سابقه کاری
خبره ۱	مرد	دکتری	مدیریت مالی	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۲	مرد	دکتری	مدیریت مالی	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۳	مرد	دکتری	مدیریت مالی	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۴	مرد	دکتری	مدیریت مالی	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۵	مرد	دکتری	اقتصاد مالی	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۶	زن	دکتری	مدیریت مالی	۵ تا ۱۰ سال
خبره ۷	مرد	دکتری	مدیریت مالی	۵ تا ۱۰ سال
خبره ۸	مرد	دکتری	فقه و حقوق اقتصادی	۵ تا ۱۰ سال
خبره ۹	مرد	دانشجوی دکتری	بانکداری	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۱۰	مرد	دانشجوی دکتری	مالی بانکداری	۵ تا ۱۰ سال
خبره ۱۱	مرد	دانشجوی دکتری	مهندسی مالی	کمتر از ۵ سال
خبره ۱۲	مرد	دانشجوی دکتری	مهندسی مالی	کمتر از ۵ سال

ردیف	جنسیت	مدرک تحصیلی	رشته تحصیلی	سابقه کاری
خبره ۱۳	مرد	دانشجوی دکتری	مدیریت مالی	کمتر از ۵ سال
خبره ۱۴	مرد	دانشجوی دکتری	مدیریت مالی	کمتر از ۵ سال
خبره ۱۵	مرد	دانشجوی دکتری	مدیریت مالی	کمتر از ۵ سال
خبره ۱۶	مرد	دانشجوی دکتری	اقتصاد	کمتر از ۵ سال
خبره ۱۷	مرد	کارشناسی ارشد	مدیریت مالی	بیشتر از ۲۰ سال
خبره ۱۸	زن	کارشناسی ارشد	حسابداری	بیشتر از ۲۰ سال
خبره ۱۹	زن	کارشناسی ارشد	حسابداری	۱۰ تا ۲۰ سال
خبره ۲۰	مرد	کارشناسی ارشد	مدیریت مالی	۵ تا ۱۰ سال

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

## یافته‌های پژوهش

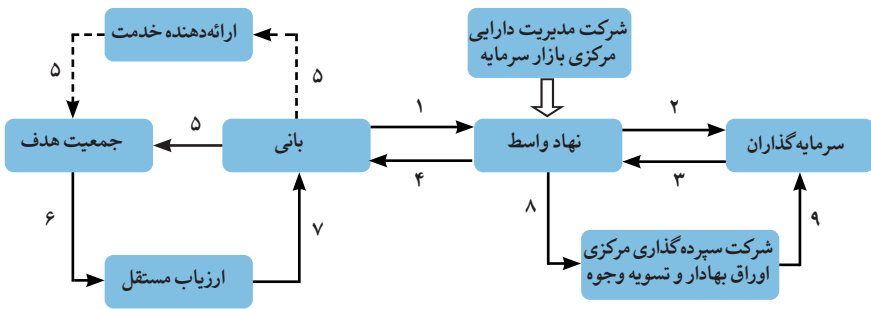
### ۵-۱. امکان‌سنجی مالی

در بخش امکان‌سنجی مالی ابتدا بر اساس مطالعات انجام‌شده و بررسی مدل‌های منتشره در کشورهای غربی و اسلامی، یک مدل مفهومی از اوراق با تأثیر اجتماعی ارائه شده، سپس سناریوهای مختلف پرداخت بازدهی و ارتباط آن با نرخ هدف ارائه می‌شود و در نهایت بر اساس نظر خبرگان بهترین سناریوی پرداخت انتخاب می‌شود.

#### ۵-۱-۱. ارائه مدل مفهومی انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی

این اوراق همانند سایر اوراق بهادار اسلامی موجود در بازار سرمایه کشور دارای ارکانی چون بانی، نهاد واسط، عامل فروش و عامل پرداخت است؛ اما تفاوت مهم این اوراق، داشتن نرخ هدف و برخورداری از ارکان ویژه‌ای از جمله ارائه‌دهنده خدمت اجتماعی و ارزیاب مستقل است. در صورتی که دولت به عنوان بانی اقدام به انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی کند، می‌تواند با توجه به موضوع انتشار اوراق، وظیفه اجرای پروژه را به نهاد دیگری

تحت عنوان «ارائه‌دهنده خدمت اجتماعی» تفویض کند. این نهاد در حوزه موضوع انتشار اوراق دارای تخصص و مسئولیت بوده و می‌تواند به نحو سازمان‌یافته‌تری اهداف پروژه اجتماعی را دنبال کند. همچنین برای ارزیابی میزان موفقیت بانی یا ارائه‌دهنده خدمت، نهادی ثالث به نام «ارزیاب مستقل» به کار گرفته خواهد شد تا موفقیت یا عدم موفقیت در رسیدن به نرخ هدف و میزان بازپرداخت سرمایه‌گذاران تعیین شود.



شکل ۴: مدل مفهومی انتشار اوراق اسلامی (صکوک) با تأثیر اجتماعی (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

با توجه به مدل مفهومی ارائه‌شده در شکل ۴ ابتدا بانی درخواست انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی را به نهاد واسط داده و سپس نهاد واسط با انتشار اوراق، مبالغ جمع‌آوری‌شده را به بانی تحویل می‌دهد. بانی نیز مستقیماً و یا از طریق ارائه‌دهنده خدمت، به ارائه خدمت موردنظر به جمعیت هدف می‌پردازد. هنگام فرارسیدن سررسید اوراق، ارزیاب مستقل به بررسی موفقیت یا عدم موفقیت بانی در رسیدن به نرخ هدف خواهد پرداخت و آن را به بانی گزارش خواهد کرد. بانی نیز موظف است مطابق گزارش اخذشده از ارزیاب مستقل، به وسیله نهاد واسط اصل و سود اوراق را از طریق عامل پرداخت به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید. در این اوراق ارکان مختلف همچون بانی یا عامل فروش و عامل پرداخت و ... مطابق با پروژه موردنظر و با توجه به دستورالعمل انتشار آن اوراق تعیین خواهد شد.

### ۵-۱-۲. بررسی نحوه پرداخت بازدهی و ارتباط آن با نرخ هدف

به طور کلی می‌توان شش سناریوی مختلف جهت بازپرداخت اوراق با تأثیر اجتماعی در نظر گرفت. هر کدام از این سناریوها دارای مزایا و معایبی هستند. در این بخش از پژوهش تلاش خواهد شد تحلیل دقیقی از منظر مالی حول هر کدام از سناریوها ارائه شود.

### ۵-۱-۲-۱. سناریوی اول: پرداخت بازدهی صرفاً در صورت موفقیت پروژه

این شیوه بازپرداخت، تمام ریسک مالی را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند و هیچ‌گونه تضمینی بابت بازپرداخت اصل و سود اوراق ارائه نمی‌دهد؛ لذا عدم اطمینان ایجاد شده برای سرمایه‌گذاران سبب خواهد شد جذابیت این اوراق تا حد قابل توجهی کاهش پیدا کرده و سرمایه‌گذارانی با درجه ریسک کم و متوسط را از دایره خود خارج سازد. نکته قابل توجه دیگر این است که چنین سناریویی زمینه‌ساز افزایش مخاطرات اخلاقی خواهد شد؛ زیرا بانی فقط در صورت موفقیت در رسیدن به نرخ هدف وظیفه دارد بازپرداخت اوراق را انجام دهد. در چنین شرایطی این احتمال وجود دارد بانی با کم‌کاری یا کمتر نشان‌دادن نتیجه نسبت به واقعیت، تلاش کند پروژه را شکست‌خورده قلمداد کند تا از زیر بار مسئولیت بازپرداخت اصل و سود اوراق شانه خالی کند.

### ۵-۱-۲-۲. سناریوی دوم: پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت موفقیت و پرداخت حداقلی در صورت شکست

در این سناریو عمده ریسک مالی به سرمایه‌گذار منتقل خواهد شد. هر چند نسبت به سناریوی اول - که پرداخت بازدهی صرفاً در صورت موفقیت پروژه صورت می‌گرفت - دارای وضعیت بهتری است؛ اما بازهم سرمایه‌گذاران اطمینانی بابت نرخ بازده مورد انتظار خود ندارند و ممکن است در بهترین حالت، سرمایه‌گذاری آنها با بازپرداخت حداقلی همراه شود. از طرف دیگر این سناریو از لحاظ بازاری جذابیت چندانی برای سرمایه‌گذاران ندارد؛ زیرا

سبب کاهش مخاطرات اخلاقی نمی‌شود و مانند سناریوی اول، بانی می‌تواند با کم‌کاری یا کمتر نشان دادن موفقیت پروژه نسبت به واقعیت، از پرداخت حداکثری فرار کند؛ بدون اینکه مانعی - از لحاظ ترجیحات و منافع مالی - در مقابل خود احساس کند.

۱-۲-۳. سناریوی سوم: پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت شکست و پرداخت حداقلی در صورت موفقیت

در سناریوی سوم بانی می‌داند که در صورت نرسیدن به اهداف تعیین شده، باید تماماً مطالبات سرمایه‌گذاران را پرداخت کند. سرمایه‌گذاران نیز این اطمینان را دارند که بانی تمام تلاش خود را به کار خواهد بست تا به اهداف تعیین شده برسد. در این سناریو برخلاف قبلی‌ها، بانی راهی برای فرار از موفقیت یا کمتر جلوه دادن نتیجه در مقابل خود نمی‌بیند؛ زیرا نتیجه آن، پرداخت حداکثری برای او خواهد بود. بانی در صورت موفقیت، مبلغ کمتری پرداخت خواهد کرد که در واقع این مبلغ تخفیفی است که سرمایه‌گذاران اجتماعی از محل اصل پول یا سود خود به عنوان پاداش موفقیت به بانی می‌بخشند تا در پروژه‌های اجتماعی هزینه شود. این سناریو در جهت کاهش حداکثری مخاطرات اخلاقی موفق عمل می‌کند و از نظر بازاری هم دایره وسیع‌تری از سرمایه‌گذاران را با درجات ریسک متفاوت جذب خواهد کرد. همچنین از لحاظ سهولت اجرا و اندازه‌گیری نتایج نسبت به برخی سناریوها (سناریوی ۴ - الف و ۴ - ب) ترجیح دارد؛ لذا این سناریو می‌تواند یکی از شیوه‌های مناسب بازپرداخت باشد.

۱-۲-۴. سناریوی چهارم: پرداخت چندگانه متناسب با میزان دستیابی به  $kpi$

برای این سناریو می‌توان دو حالت «از کم به زیاد» و «از زیاد به کم» در نظر گرفت. به این صورت که ابتدا میزان دستیابی به اهداف را به صورت بازه‌هایی جداگانه تعریف کرده و سپس متناسب با دستیابی به آن، بازپرداخت به صورت صعودی (مشابه سناریوی دوم) یا نزولی (مشابه

سناریوی سوم) صورت گیرد؛ برای مثال در «حالت الف» که بازپرداخت به صورت مستقیم است، بازه سود بین ۱۰ تا ۲۰ درصد تعیین می‌شود. در صورت رسیدن به صفر درصد از هدف، به میزان ۱۰ درصد بازپرداخت صورت گیرد و در صورتی که تحقق هدف در بازه صفر تا ۱۰ درصد باشد، به میزان ۱۱ درصد بازپرداخت صورت گیرد و همین روند تا بازه ۹۱ تا ۱۰۰ درصد تحقق هدف که معادل بازپرداخت سود ۲۰ درصد است ادامه پیدا کند. یا در «حالت ب» که بازپرداخت به صورت بالعکس و نزولی است، کاملاً عکس حالت قبلی عمل شود؛ برای مثال در صورتی که تحقق هدف معادل صفر درصد باشد، بازپرداخت ۲۰ درصدی صورت گیرد و روند به همین ترتیب ادامه پیدا کند تا بازه ۹۱ تا ۱۰۰ که بازپرداخت ۱۰ درصدی انجام خواهد شد.

در سناریوی ۴- الف، بانی محدودیتی برای کم‌کاری یا کمتر نشان‌دادن نتیجه پروژه نسبت به واقعیت در مقابل خود احساس نمی‌کند؛ هرچند این مشکل در سناریوی ۴- ب اصلاح شده است، اما بازهم سناریوی چهارم در هر دو حالت الف و ب با چالش‌هایی مواجه است. در سناریوی چهارم سرمایه‌گذاران اطمینانی بابت میزان سود دریافتی خود نداشته و فاصله حداقل و حداکثر سود بالقوه بسیار زیاد است. در این سناریو می‌توان بازه پرداخت‌ها را بین بازه ۱۸ تا ۲۰ درصد در نظر گرفت تا فاصله حداقل و حداکثر سود بالقوه کمتر شده و در انگیزه سرمایه‌گذاران نیز خللی وارد نشود. از طرفی اندازه‌گیری میزان حصول موفقیت در این سناریوها دشوار و چالش‌برانگیز خواهد بود؛ لذا هم ریسک سرمایه‌گذاران افزایش خواهد یافت و هم از نظر اجرا و اندازه‌گیری نتایج با دشواری مواجه خواهیم بود. در نتیجه این سناریو اگرچه مشکلات بسیاری از سناریوها را ندارد، اما نسبت به سناریوی سوم دارای جذابیت کمتری است.

۵-۱-۲-۵. سناریوی پنجم: پرداخت اصل و سود در صورت موفقیت و پرداخت اصل در صورت شکست

این سناریو نیز بیشتر به کاهش ریسک بانمی کمک می‌کند و همان چالش‌های سناریوهای قبلی از جمله ریسک بالا برای سرمایه‌گذار و امکان بروز مخاطرات اخلاقی (کم‌کاری یا کمتر از حد واقع نشان دادن نتیجه) از جانب بانمی را به همراه دارد. هرچند از لحاظ اجرا و اندازه‌گیری نتایج با دشواری خاصی مواجه نیست، اما به لحاظ جذب سرمایه‌گذار و کاهش مخاطرات اخلاقی توفیق چندانی نخواهد داشت.

۵-۱-۲-۶. سناریوی ششم: پرداخت اصل در صورت موفقیت و پرداخت اصل و سود در صورت شکست

این سناریو از لحاظ بازاری چندان جذابیتی برای سرمایه‌گذار نخواهد داشت؛ هرچند نسبت به سناریوی پنجم در راستای کاهش مخاطرات اخلاقی بهتر عمل کرده است؛ اما در صورت موفقیت بانمی در رسیدن به نرخ هدف، سرمایه‌گذاران تمامی سود خود را از دست می‌دهند و فقط اصل پول را دریافت خواهند کرد که به‌طور حتم سبب کاهش علاقه سرمایه‌گذاران به این اوراق خواهد شد.

۵-۱-۳. انتخاب بهترین سناریو با توجه به نظر خبرگان

در این مرحله، یک پرسشنامه طراحی و میان خبرگان مدنظر که دارای تخصص کافی در این زمینه هستند توزیع شد. در پرسشنامه از خبرگان خواسته شد هر ۶ سناریو را با توجه به سه معیار «کاهش مخاطرات اخلاقی»، «سهولت اجرای سناریو و اندازه‌گیری نرخ هدف» و «جذابیت برای سرمایه‌گذار» با اعداد ۱ تا ۹ نمره‌دهی کنند. در ادامه جهت برای انجام روش تاپسیس، ابتدا ماتریس تصمیم تشکیل شد.

جدول ۲: تشکیل ماتریس تصمیم

معیارها سناریوها	کاهش مخاطرات اخلاقی	سهولت اجرای سناریو و اندازه گیری نرخ هدف	جذابیت برای سرمایه گذار
سناریوی ۱	۲/۷	۶/۴	۲/۹
سناریوی ۲	۴/۲	۶/۶	۵/۴
سناریوی ۳	۷/۱	۶/۸	۷/۱
سناریوی ۴ - الف	۵/۰	۴/۴	۴/۹
سناریوی ۴ - ب	۷/۴	۴/۵	۶/۲
سناریوی ۵	۳/۸	۶/۵	۴/۴
سناریوی ۶	۶/۳	۶/۱	۵/۵

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها، میانگین نمرات خبرگان به هر یک از سناریوها با توجه به معیارهای مدنظر، به شرح جدول ۲ محاسبه شد.

جدول ۳: ماتریس تصمیم نرمال

معیارها سناریوها	کاهش مخاطرات اخلاقی	سهولت اجرا سناریو و اندازه گیری نرخ هدف	جذابیت برای سرمایه گذار
سناریوی ۱	۰/۲۰	۰/۴۰	۰/۲۱
سناریوی ۲	۰/۳۱	۰/۴۲	۰/۳۸
سناریوی ۳	۰/۵۲	۰/۴۳	۰/۵۰
سناریوی ۴ - الف	۰/۳۶	۰/۲۸	۰/۳۴
سناریوی ۴ - ب	۰/۵۴	۰/۲۸	۰/۴۴
سناریوی ۵	۰/۲۸	۰/۴۱	۰/۳۱
سناریوی ۶	۰/۴۶	۰/۳۹	۰/۳۹

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

در مرحله بعد، بی‌مقیاس کردن ماتریس تصمیم (نرمال‌سازی ماتریس تصمیم) انجام شد (جدول ۳). در این پژوهش، فرض بر هم‌وزن بودن معیارها گذاشته شده است؛ لذا ماتریس بی‌مقیاس وزن‌دار همان ماتریس تصمیم نرمال‌شده است. در ادامه مقدار بهترین ایدئال و بدترین ایدئال تعیین شد (جدول ۴).

جدول ۴: تعیین بهترین و بدترین ایدئال

مقدار بهترین ایدئال +V	۰/۵۴	۰/۴۳	۰/۵۰
مقدار بدترین ایدئال -V	۰/۲۰	۰/۲۸	۰/۲۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

سپس، فاصله هر سناریو از بهترین ایدئال (+d) و بدترین ایدئال (-d) آن محاسبه شد (جدول ۵).

جدول ۵: فاصله هر سناریو از بهترین و بدترین ایدئال

سناریو	+d	-d
سناریوی ۱	۰/۴۵	۰/۱۳
سناریوی ۲	۰/۲۶	۰/۲۵
سناریوی ۳	۰/۰۲	۰/۴۶
سناریوی ۴- الف	۰/۲۸	۰/۲۲
سناریوی ۴- ب	۰/۱۶	۰/۴۲
سناریوی ۵	۰/۳۲	۰/۱۹
سناریوی ۶	۰/۱۴	۰/۳۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

و در نهایت با محاسبه شاخص شباهت (CL)، رتبه‌بندی سناریوها مشخص شد (جدول ۶).

جدول ۶: رتبه‌بندی نهایی سناریوها

رتبه	شاخص شباهت CL	مجموع -d و +d	-d	+d	
۷	۰/۲۲	۰/۵۸	۰/۱۳	۰/۴۵	سناریوی ۱
۴	۰/۴۹	۰/۵۱	۰/۲۵	۰/۲۶	سناریوی ۲
۱	۰/۹۶	۰/۴۸	۰/۴۶	۰/۰۲	سناریوی ۳
۵	۰/۴۴	۰/۵۰	۰/۲۲	۰/۲۸	سناریوی ۴- الف
۲	۰/۷۳	۰/۵۷	۰/۴۲	۰/۱۶	سناریوی ۴- ب
۶	۰/۳۷	۰/۵۱	۰/۱۹	۰/۳۲	سناریوی ۵
۳	۰/۷۰	۰/۴۸	۰/۳۴	۰/۱۴	سناریوی ۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

بدین ترتیب سناریوی سوم (پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت شکست و پرداخت حداقلی در صورت موفقیت) با نظر خبرگان به عنوان بهترین سناریو و پس از آن سناریوی ۴- ب (پرداخت چندگانه متناسب با میزان دستیابی به نرخ هدف به صورت نزولی و بالعکس) در رده دوم قرار گرفت. همچنین سناریوی اول (پرداخت بازدهی صرفاً در صورت موفقیت پروژه) به عنوان ضعیف‌ترین سناریو در رده هفتم قرار گرفت.

۲-۵. امکان‌سنجی فقهی انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

در این بخش از پژوهش به امکان‌سنجی فقهی به‌کارگیری اوراق با تأثیر اجتماعی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران پرداخته خواهد شد و مطابقت یا عدم مطابقت هر یک از سناریوهای پیشنهادشده با ضوابط عمومی قراردادها بررسی خواهد شد.

۲-۵-۱. تحلیل فقهی سناریوهای پرداخت

۲-۵-۱-۱. تحلیل فقهی سناریوی اول: پرداخت بازدهی صرفاً در صورت موفقیت پروژه در این سناریو، ریسک به طرز نابرابری میان سرمایه‌گذاران و بانی توزیع

می‌شود و تقریباً تمامی ریسک مالی به خریداران اوراق منتقل می‌شود و می‌تواند سبب اجحاف در حق سرمایه‌گذاران باشد؛ لذا می‌توان گفت این مدل پرداختی ممکن است با ضابطه فقهی «ممنوعیت ضرر» در تناقض باشد. چالش دیگر این سناریو این است که سرمایه‌گذار اطمینانی ندارد که بانی تمام تلاش خود را به کار خواهد بست تا به نرخ هدف پروژه دست پیدا کند. در این سناریو سرمایه‌گذاران هیچ‌گونه اطمینانی بابت بازگشت سرمایه خود ندارند و بانی نیز ممکن است شرایط را فراهم ببیند تا با کم‌کاری یا کمتر نشان دادن نتیجه نسبت به واقعیت به نوعی از پرداخت سود به سرمایه‌گذاران فرار کند؛ بدون اینکه عامل بازدارنده‌ای را در مقابل خود احساس کند که این مسئله می‌تواند زمینه‌ساز فریب سرمایه‌گذاران باشد؛ لذا در این سناریو ممکن است تدلیس و فریب نیز وجود داشته باشد که قابل تطبیق با قاعده فقهی «ممنوعیت تدلیس<sup>۱</sup> و غرور<sup>۲</sup>» است. این احتمال وجود دارد بانی برای فرار از پرداخت، کم‌کاری کند یا با ایجاد ظاهری فریبنده، اظهار عدم موفقیت پروژه کند؛ لذا می‌تواند این سناریو را مشمول «قاعده غرور» کند. از طرف دیگر در صورتی که این سناریو برای اوراق مبتنی بر عقود مشارکتی نظیر اوراق مشارکت پیاده شود، با توجه به اینکه ماهیت عقود مشارکتی، مشارکت در سود و زیان است، بنابراین چه‌بسا چنین سناریویی با عقود مشارکتی سازگار باشد؛ بدین معنا که اگر پروژه موفق و سودآور باشد، میزان سود به نسبت مورد توافق میان شرکا تقسیم شود و اگر پروژه موفق و سودآور نباشد، طرفین در عدم‌المنفع و خسارت احتمالی سهیم باشند. تضمین اصل سرمایه (تعهد جبران خسارت) توسط

۱. تدلیس آن است که یکی از دو طرف عقد کارهای فریبنده و نیرنگ‌آمیز انجام دهد، یا این کارها با آگاهی او صورت گیرد و به سبب آن کارها، کالای مورد معامله یا شخص طرف عقد، فاقد عیب یا نقص موجود یا واجد کمال غیرموجود نمایانده شود و با اغوای طرف دیگر عقد، وی به انعقاد آن برانگیخته شود.

۲. هرگاه از شخصی عملی صادر گردد که سبب فریب‌خوردن شخص دیگر بشود و از این رهگذر، ضرر و زبانی متوجه او گردد، شخص نخست به موجب این قاعده ضامن است و باید از عهده خسارت وارد برآید. شخص اول را «غاز» (فریب‌دهنده) و شخص دوم را «مغرور» (فریب‌خورده) و این قاعده را «قاعده غرور» می‌گویند.

یکی از شرکا در قرارداد مشارکت به صورت شرط ضمن عقد از نظر مشهور فقیهان امامیه صحیح است. امام خمینی (ره) در این زمینه می‌فرماید: «اگر شرکا قرار بگذارند که همه استفاده را یک نفر ببرد صحیح نیست؛ اما اگر قرار بگذارند تمام ضرر یا بیشتر آن را یکی از آنان بدهد، شرکت و قرارداد هر دو صحیح است» (موسوی خمینی، ۱۳۹۱، مسئله ۲۱۴۷).

سایر فقیهان متأخر نظیر آیت‌الله اراکی، آیت‌الله خویی، آیت‌الله خامنه‌ای، آیت‌الله تبریزی، آیت‌الله نوری، آیت‌الله فاضل لنکرانی، آیت‌الله مکارم شیرازی و آیت‌الله زنجانی نیز چنین شرطی را صحیح دانسته‌اند (بنی‌هاشمی خمینی، ۱۳۹۵، مسئله ۲۱۴۷).

بر این اساس در اوراق مشارکت بانی می‌تواند کل خسارت را تقبل نماید. در اوراق مشارکت پرداخت سود انتظاری است؛ بدین معنا که هر مقداری سود محقق شد باید بین طرفین تقسیم شود. اینکه در اوراق مشارکت ترتیباتی برای پرداخت سود قائل شویم و منوط به شرایط خاصی مثلاً موفقیت و شکست پروژه حداکثر و حداقلی تعیین کنیم، به عنوان شرط ضمن عقد مشارکت دارای اشکال است و از نظر مشهور فقیهان چنین شرطی باطل است؛ چون خلاف مقتضای عقد مشارکت است، اما تضمین سود انتظاری (ابرازی) و یا تعیین حداقل و حداکثر سود انتظاری ذیل یک عقد خارج لازم (مثلاً صلح) می‌تواند راهکاری شرعی برای تعهد پرداخت حداقل نرخ سود باشد. در ماده ۱۱ فرم یکنواخت قرارداد مشارکت مدنی بانکی مصوب شصت و پنجمین جلسه شورای پول و اعتبار بانک مرکزی به نوعی به تضمین اصل و سود تسهیلات مشارکت مدنی توسط مشتری بانک در قالب عقد خارج لازم (صلح) اشاره شده است:

«شریک با امضای این قرارداد متعهد گردید مدیریت منابع و مصارف موضوع مشارکت را به نحوی به انجام رساند که در پایان دوره مشارکت، سهم‌الشرکه متعلقه بانک/ مؤسسه اعتباری به علاوه سود ابرازی موضوع

مشارکت، اعلامی از سوی شریک، مندرج در برگ درخواست تسهیلات مورخ ... به حساب بانک/ مؤسسه اعتباری منظور گردد. در غیر این صورت شریک ملتزم و متعهد گردید سهم شرکت متعلقه بانک/ مؤسسه اعتباری به علاوه سود ابرازی موضوع مشارکت و ضرر و زیان وارده به بانک/ مؤسسه اعتباری را صلح و تبرعاً از اموال خود تأمین و پرداخت نماید».

شورای نگهبان نیز در جلسه مورخ ۱۳۹۶/۰۶/۱۵ ماده ۱۱ را خلاف موازین شرع تشخیص نداد (شورای نگهبان، ۱۳۹۶، شماره ۲۵۶۳/۱۰۲/۹۶). در توضیح آن ذکر کرده است که:

«شرط ضمن العقودی است که شریک بدان ملزم می شود و مفاد آن خلاف کتاب و سنت نیست؛ شرطی است جائز و لازم الوفا و مفاد آن و التزام به انجامش خلاف شرع و قانون اساسی نیست».

۲-۱-۲-۵. تحلیل فقهی سناریوی دوم: پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت موفقیت و پرداخت حداقلی در صورت شکست

این سناریو برای عقود مشارکتی (ابزارهای با بازدهی انتظاری) از لحاظ فقهی منطقی به نظر می رسد. در این حالت اگر بانی ضمن یک عقد خارج لازم (صلح) متعهد شود که در صورت موفقیت، مثلاً ۲۰ درصد پرداخت کرده و در صورت شکست ۱۸ درصد را تبرعاً و از اموال خود جبران نماید، از لحاظ فقهی مشکلی وجود ندارد. در غیر این صورت باید دقیقاً مطابق میزان تحقق اهداف، بازپرداخت صورت گیرد که همان سناریوی چهارم خواهد بود که در ادامه توضیح داده خواهد شد. همچنین در صورتی که بازدهی پروژه بالاتر از ۲۰ درصد اندازه گیری شود، مازاد سود اندازه گیری شده به عنوان کارمزد موفقیت بانی به وی تعلق خواهد یافت؛ اما برای استفاده در حوزه عقود مبادله ای (ابزارهای با بازدهی معین) پرداخت حداکثری در صورت موفقیت در این عقود، منطقی و شرعی است و پرداخت حداقلی در این عقود در صورتی معنی دارد که سرمایه گذار ذیل همان عقد یا ضمن یک عقد

خارج لازم (صلح) متعهد شود که در صورت شکست بانی، بخشی از طلب خود (اصل یا سود) را به وی ببخشد. به نظر می‌رسد چنین شرطی، شرایط صحت شامل مقدور بودن، معلوم بودن، منجز بودن، داشتن منفعت عقلایی، موافق مقتضای عقد و موافق کتاب و سنت را داراست؛ بنابراین شرطی صحیح و لازم‌الاجرا است؛ مثلاً در اوراق مرابحه بانی وجوه جمع‌آوری شده را صرف خرید چرخ خیاطی برای زنان سرپرست خانوار می‌کند و هدف‌گذاری هم بدین صورت است که بعد از یک سال ۵۰ درصد زنان تحت پوشش به خود کفایی مالی (حداقل درآمد ماهانه ۱۰ میلیون تومان) برسند. بانی متعهد می‌شود در صورت دستیابی به هدف مورد نظر، اقساط مشخص شده (مثلاً ۲۳ درصد) را طی زمان‌بندی مشخص به سرمایه‌گذاران پرداخت نماید، اما اگر هدف مورد نظر محقق نشد، سرمایه‌گذاران ذیل عقد مرابحه یا ذیل عقد خارج لازم (صلح) می‌پذیرند که مبلغ اقساط کمتری (مثلاً ۲۰ درصد) دریافت کنند و به نوعی مابه‌التفاوت را به بانی تبرع نمایند.

اما نکته قابل توجه این است که در این سناریو بانی شرایط را فراهم می‌بیند تا با کم‌کاری یا کمتر نشان‌دادن نتیجه نسبت به واقعیت به نوعی از پرداخت حداکثری سود به سرمایه‌گذاران فرار کند؛ بدون اینکه عامل بازدارنده‌ای را در مقابل خود احساس کند. این شرایط و عدم وجود موانع بازدارنده برای کاهش مخاطرات اخلاقی می‌تواند زمینه‌ساز اهمال یا خیانت در امانت شود. همچنین در عقود مبادله‌ای نیز سرمایه‌گذاران طبعاً علاقه نخواهند داشت در صورت شکست بانی به وی تخفیف دهند؛ لذا در عمل نمی‌توان موفقیتی برای این سناریو متصور شد؛ اما در مجموع نمی‌توان از لحاظ فقهی به این سناریو اشکالی وارد کرد.

۵-۲-۱-۳. تحلیل فقهی سناریوی سوم: پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت شکست و پرداخت حداقلی در صورت موفقیت

در این سناریو در عقود مبادله‌ای و در صورت شکست، بازپرداخت به

صورت کامل انجام خواهد پذیرفت و در صورت موفقیت، سرمایه‌گذاران با شرطی ضمن عقد متعهد شده‌اند بخشی از طلب خود را به عنوان پاداش موفقیت به بانی تخفیف دهند تا در پروژه‌های اجتماعی سرمایه‌گذاری شود. در عقود مشارکتی نیز سرمایه‌گذاران (مردم) در هنگام خرید اوراق ضمن یک عقد خارج لازم می‌پذیرند در صورتی که دولت بتواند به اهداف از پیش تعیین شده خود برسد، درصدی از سهم خود از سود محقق شده خود را به دولت در جهت کمک و حمایت از پروژه اجتماعی ببخشند؛ یعنی مثلاً به جای ۲۰ درصد سود محقق شده، ۱۸ درصد دریافت می‌کنند و ۲ درصد از سهم خود را به دولت می‌بخشند. در مقابل بانی نیز متعهد می‌شود در صورتی که به اهداف خود نرسد، تمامی مطالبات سرمایه‌گذاران (اصل سرمایه و سود ابرازی ۲۰ درصد) را تبرعاً و از اموال خود جبران نماید. در این سناریو ریسک مالی به نحو متوازی توزیع شده است. این سناریو از نظر ضوابط عمومی قراردادها با مشکلی مواجه نیست.

۵-۲-۱-۴. تحلیل فقهی سناریوی چهارم: پرداخت چندگانه متناسب با میزان دستیابی به kpi (نرخ هدف)

برای حالت الف (بازپرداخت به صورت صعودی و مستقیم) در زمینه عقود مشارکتی، پرداخت متناسب با دستیابی به اهداف پروژه کاملاً منطقی و شرعی است. در عقود مبادله‌ای نیز می‌توان این‌گونه تصور کرد که سرمایه‌گذاران با شرطی ضمن عقد متعهد شوند که با توجه به میزان موفقیت بانی در دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده، سود متناظر با آن را مطابق بازه‌های تعیین شده دریافت کرده و مابقی را جهت استفاده در پروژه‌های اجتماعی به بانی بخشیده یا تخفیف دهند؛ برای مثال اگر نرخ سود اوراق مباحه ۲۰ درصد باشد و نرخ هدف اوراق کاهش ۲۰ درصدی اعتیاد در یک سال آتی باشد و بانی بتواند نرخ اعتیاد را در مدت یک سال در کلان‌شهر تهران به میزان ۱۰ درصد کاهش دهد، در نتیجه بانی توانسته

است به ۵۰ درصد هدف خود دست پیدا کند، لذا سرمایه گذاران مطابق بازه‌های تعیین شده، ۱۵ درصد سود دریافت کرده و ۵ درصد را به بانی می‌بخشند تا در پروژه اجتماعی هزینه کند.

برای حالت ب (بازپرداخت به صورت نزولی و بالعکس) در عقود مبادله‌ای، سرمایه گذاران با شرطی ضمن عقد تعهد می‌دهند به ازای میزان موفقیت بانی در تحقق اهداف، مطابق بازه‌های تعیین شده، از مطالبات خود به بانی تخفیف دهند؛ برای مثال اگر بانی موفق شود ۲۰ درصد از اهداف از پیش تعیین شده را محقق سازد، سرمایه گذاران ۱۸ درصد سود دریافت می‌کنند و ۲ درصد را به بانی می‌بخشند و با افزایش موفقیت بانی، میزان تخفیف سرمایه گذار به وی افزایش خواهد یافت. در عقود مشارکتی نیز با فرض سود ابرازی ۲۰ درصد اوراق و تعهد بانی ضمن یک عقد خارج لازم به پرداخت سود ۲۰ درصد (در صورت لزوم از محل دارایی‌های خود)، سرمایه گذاران نیز ضمن همان عقد خارج لازم تعهد می‌دهند به هر میزان که بانی به موفقیت برسد، به میزان متناظر آن در بازه‌های تعیین شده، در سود خود به بانی تخفیف دهند؛ برای مثال در صورتی که بانی به ۲۰ درصد از اهداف خود برسد، ۱۸ درصد از سود ابرازی را پرداخت خواهد کرد. هرچند هر دو حالت سناریوی ۴ از نظر بازاری و سهولت اجرا و حتی مخاطرات اخلاقی با چالش‌هایی روبه‌رو هستند، اما از نظر فقهی خالی از اشکال به نظر می‌رسند.

۵-۲-۱-۵. تحلیل فقهی سناریوی پنجم: پرداخت اصل و سود در صورت موفقیت و پرداخت اصل در صورت شکست

در عقود مشارکتی، پرداخت اصل و سود در صورت موفقیت منطقی و شرعی است؛ اما لازمه پرداخت اصل در صورت شکست این است که بانی با شرطی ضمن عقد متعهد شود که در صورت شکست، زیان حاصل شده را متحمل شود و اصل پول سرمایه گذاران را از اموال خود جبران نماید.

همچنین بانی ضمن یک عقد خارج لازم باید متعهد شود در صورتی که میزان موفقیت حاصله، کمتر از سود ابرازی (مثلاً ۲۰ درصد) باشد، میزان کسری ایجادشده را تبرعاً و از اموال خود جبران نماید. همچنین در صورتی که بازدهی پروژه بالاتر از سود ابرازی ۲۰ درصد اندازه‌گیری شود، مازاد سود اندازه‌گیری‌شده به عنوان کارمزد موفقیت بانی به وی تعلق خواهد یافت. در عقود مبادله‌ای نیز پرداخت اصل و سود در صورت موفقیت، منطقی و شرعی است و پرداخت صرفاً اصل پول در صورت شکست مستلزم رضایت سرمایه‌گذار و تعهد وی با شرطی ضمن عقد است که در صورت شکست بانی، سود خود را بر وی ببخشد.

#### ۵-۲-۱-۶. تحلیل فقهی سناریوی ششم: پرداخت اصل در صورت موفقیت و پرداخت اصل و سود در صورت شکست

در عقود مبادله‌ای پرداخت اصل و سود در صورت شکست با مشکل شرعی مواجه نیست؛ زیرا در هر صورت وظیفه بانی بازپرداخت کامل سرمایه‌گذاران است. همچنین برای حالت موفقیت، سرمایه‌گذاران با شرطی ضمن عقد تعهد می‌دهند در صورت موفقیت بانی، تنها اصل پول خود را دریافت کرده و سود خود را به بانی ببخشند. در عقود مشارکتی نیز بانی با شرطی ضمن عقد تعهد می‌دهد در صورت شکست، اصل پول (زیان سرمایه‌گذاران) را جبران نموده و در کنار آن ضمن یک عقد خارج لازم متعهد می‌شود، سود سرمایه‌گذاران را تبرعاً و از اموال خود جبران نماید. سرمایه‌گذاران نیز ضمن یک عقد خارج لازم متعهد می‌شوند در صورت موفقیت بانی در تحقق نرخ هدف، تنها اصل پول خود را دریافت نمایند و سود خود را به بانی ببخشند.

#### نتایج و پیشنهادها

در این پژوهش ابتدا بر اساس مطالعات انجام‌شده و بررسی مدل‌های منتشره در کشورهای غربی و اسلامی، یک مدل مفهومی از اوراق بهادار

اسلامی با تأثیر اجتماعی ارائه شده، سپس سناریوهای مختلف پرداخت بازدهی و ارتباط آن با نرخ هدف ارائه شد و در نهایت بر اساس نظر خبرگان بهترین سناریوی پرداخت (سناریوی سوم: پرداخت دوگانه: پرداخت حداکثری در صورت شکست و پرداخت حداقلی در صورت موفقیت) انتخاب شد. در ادامه امکان‌سنجی فقهی اوراق و مطابقت یا عدم مطابقت هر یک از سناریوهای پیشنهادشده با ضوابط عمومی قراردادهای بررسی شد که در نتیجه مشخص شد سناریوهای برگزیده شده توسط خبرگان با موازین فقهی مطابقت دارند. با توجه به مباحث مطرح شده و امکان‌سنجی‌های صورت گرفته، این نتیجه به دست آمد که انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران امکان‌پذیر است و از نظر مالی و فقهی با چالشی مواجه نیست؛ هرچند با اصلاح و اضافه کردن برخی قوانین، زمینه انتشار هرچه بهتر این اوراق فراهم خواهد شد و این ابزار می‌تواند نقشی مهم در تأمین مالی پروژه‌های اجتماعی و دستیابی به اهداف توسعه پایدار داشته باشد.

## ۶-۱. پیشنهادهای عملیاتی

برای هدفمند کردن انتشار اوراق با تأثیر اجتماعی و تعیین بازار هدف پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

توصیه می‌شود با تهیه دستورالعمل و تعیین الزامات مشخص، تمام یا درصدی از بودجه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از طریق این ابزار به صورت هدفمند تخصیص یابد. بر اساس ماده ۳۹ و ماده ۴۰ «دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار» شرکت‌ها باید با رویکرد توسعه پایدار و ایجاد سازوکاری برای سنجش و ارزیابی توان ایجاد ارزش در کوتاه‌مدت و بلندمدت، اطلاعات لازم در زمینه مسائل مالی، اقتصادی، زیست‌محیطی و اجتماعی را در پایگاه اینترنتی خود ارائه نمایند. همچنین شرکت باید در گزارش تفسیری و گزارش فعالیت هیئت مدیره خود

در یک سرفصل مشخص به‌طور جداگانه تحت عنوان گزارش پایداری به افشای مخارج صورت‌گرفته در این خصوص بپردازد و در مجمع عمومی عادی به صاحبان سهام ارائه نماید.

ایجاد مشوق‌های مالیاتی می‌تواند سبب جذابیت بیشتر اوراق برای سرمایه‌گذاران نهادی شود.

دولت می‌تواند با تعیین جوایزی، سالانه از بهترین شرکت‌ها و نهادهایی که در این حوزه سرمایه‌گذاری کرده‌اند تجلیل کند. همچنین با پرداخت یارانه یا اعطای وام با شرایط مناسب بازپرداخت، زمینه را برای مشارکت هرچه بیشتر در اوراق با تأثیر اجتماعی فراهم کند.

زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازنشستگی و ... در این نوع اوراق فراهم شود.

## ۶-۲. پیشنهاد های پژوهشی

موضوعات پژوهشی زیر به پژوهشگران این حوزه پیشنهاد می‌شود:  
روش‌های اندازه‌گیری تأثیر اجتماعی جهت افزایش دقت و شفافیت اوراق؛

راهکارهای حمایتی و انگیزشی برای تقویت بازار اوراق با تأثیر اجتماعی؛  
شناسایی مخاطرات اخلاقی در اوراق با تأثیر اجتماعی و راهکارهای مقابله با آن؛

ریسک‌های اوراق با تأثیر اجتماعی در بازار سرمایه ایران و راهکارهای مدیریت آنها؛

کاربردهای فناوری زنجیره بلوکی در فرایند انتشار و معاملات اوراق با تأثیر اجتماعی؛

طراحی الگوی عملیاتی صندوق با تأثیر اجتماعی.

## منابع و مأخذ

بنی‌هاشمی خمینی، محمدحسن (۱۳۹۵). رساله توضیح المسائل مراجع. قم، دفتر انتشارات اسلامی.

موسوی خمینی، روح‌الله (۱۳۹۱). رساله توضیح المسائل، تهران، مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).

Ali, E. R. A. E., Azman, S. M. M. S., Zain, N. R. M., Hassan, R., & Kassim, S. (2019). Potential development of SRI Sukuk models for higher learning institutions in Malaysia based on Wakalah and Waqf. *Journal of Islamic Finance*, No.8.

Azman, S. M. M. B. S., & Ali, E. R. A. E. (2016). Potential role of social impact bond and socially responsible investment Sukuk as financial tools that can help address issues of poverty and socio-economic insecurity. *Intellectual Discourse*, No.24.

Azman, S. M. M. S., Haneef, M. A., Ali, E. R. a. E., & Ismail, S. (2019). Achieving the Maqasid of Islamic Finance through Social Impact Bonds (SIB) and Sustainable and Responsible Investment (SRI) Sukuk. In *Proceedings of the 7th ASEAN Universities International Conference on Islamic Finance*.

Introduction to social .Barclay, L., & Symons, T (۲۰۱۳).

.impact bonds workshop. Social Finance Boggild-Jones, I., & Gustafsson-Wright, E. (2022). World's first development impact bond for education shows successful achievement of outcomes in its final year. Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/education-plus-development/2018/07/13/worlds-first-development-impact-bond-for-education-shows-successful-achievement-of-outcomes-in-its-final-year/>

Carè, R., & De Lisa, R. (2019). Social impact bonds for a sustainable welfare state: The role of enabling factors. *Sustainability*, 11(10).

Disley, E., Rubin, J., Scraggs, E., Burrowes, N., & Culley, D. (2011). Lessons learned from the planning and early implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough. In *RAND Corporation eBooks*.

Foglie, A. D., & Keshminder, J. (2022). Challenges and opportunities of SRI sukuk toward financial system sustainability: a bibliometric and systematic literature review. *International Journal of Emerging Markets*, 19(10).

Hevenstone, D., & von Bergen, M. (2020). Public-private partnerships in Social Impact Bonds: facilitating competition or hindering transparency?. *Public Money & Management*, 40(3).

- Hughes, J., & Scherer, J. (2014). Foundations for social impact bonds: How and why philanthropy is catalyzing the development of a new market. *Social Finance*, No.56.
- Kabli, A., Rizzello, A., & Trotta, A. (2021). Roadmapping New Impact Bonds in a Post-COVID World: Insights from Case Studies in the Education Sector. *Sustainability*, 13(8).
- Khazanah Nasional. (2015). Khazanah to issue first ringgit-denominated sustainable and responsible investment sukuk.
- Millner, R., & Meyer, M. (2021). Collaborative governance in social impact bonds: Aligning interests within divergent accountabilities?. *Public Management Review*, 24(5).
- Ministry of Finance Malaysia. (2013). The 2014 budget. Government of Malaysia.
- Moghul, U. F., & Safar-Aly, S. H. K. (2014). Green Sukuk: The introduction of Islam's environmental ethics to contemporary Islamic finance. *The Georgetown International Environmental Law Review*, 27(1).
- Mulgan, G., Reeder, N., Aylott, M., & Bo'sher, L. (2011). Social impact investment: The challenge and opportunity of social impact bonds. US, Young Foundation.
- Nicholls, A., & Tomkinson, E. (2015). The Peterborough Pilot Social Impact Bond. In *Oxford University Press eBooks*.
- OECD. (2015). Social impact bonds: Promises and pitfalls. Summary report of the OECD experts seminar, Paris, France.
- Raghibi, A., & Oubdi, L. (2021). A Proposed Model for Social Impact Sukuk. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 8(2).
- RAM Ratings. (2015). Credit FAQs: Rating Khazanah's Sukuk Ihsan. *RAM Holdings*.
- Scognamiglio, E., Di Lorenzo, E., Sibillo, M., & Trotta, A. (2019). Social uncertainty evaluation in Social Impact Bonds: Review and framework. *Research in International Business and Finance*, No.47.
- Social Finance. (2011). A technical guide to developing social impact bonds. Social Finance.
- The Star Online. (2015). Khazanah's RM100m sustainable sukuk priced at 4.3%.
- Tortorice, D. L., Bloom, D. E., Kirby, P., & Regan, J. (2020). A theory of social impact bonds. Social Science Research Network.

Walker, T., Goubran, S., Karami, M., Dumont-Bergeron, A., Schwartz, T., & Vico, K. (2023). Mainstreaming social impact bonds: A critical analysis. *Finance Research Letters*, No.53, 103546.

Warner, M. E. (2013). Private finance for public goods: social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 16(4).