



## Socially Responsible Investment Sukuk: A Systematic Review of the Scientific Literature

Reza Yarmohammadi\*  
Mohammad Tahidi\*\*\*

Ali Salehabadi\*\*  
Adel Azar\*\*\*\*



10.30497/ifr.2023.243025.1709

20.1001.1.22518290.1402.12.2.3.4



### Abstract

One of the recent developments in the Islamic securities market is the issuance of Socially Responsible Investment Sukuk (SRI), which focuses on environmental, social and governance (ESG) issues. Despite the dramatic growth of these papers over the past few years, only a handful of studies have addressed this issue. Therefore, the purpose of this study is to systematically review the literature on Islamic securities investment with social responsibility in order to provide comprehensive guidance for future research. A total of 383 articles from the Science and Scopus Network database were selected for analysis of bibliographic studies during the years 2000 to May 2021. The present study shows that the literature of SRI Sukuk is mainly in 10 areas: (1)definition of SRI Sukuk, (2)competitiveness, (3)types, (4)nature of risk and return, (5)terms and characteristics of plans and projects Eligible, (6)Defines strategies for selecting eligible projects, (7)Measures and indicators of effectiveness, (8)Potential actors, (9)Motivational policies and (10)Monitoring and reporting methods. However, there are very few studies on the criteria and indicators of effectiveness and the conditions and characteristics of eligible designs and projects of this type of sukuk. Research also shows that the United States, the United Kingdom, China, Germany, Australia, and Italy have done the most research on socially responsible investment sukuk.

### Keywords

Socially Responsible Investment Sukuk, Risk Sharing, Financing, Islamic Finance, Systematic Review of Literature.

JEL Classification: D81, E44, G23, G51.

\* PhD Student, Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

yarmohammadi@isu.ac.ir

0000-0001-8842-4489

\*\* Assistant Professor, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

ali.salehabadi@isu.ac.ir

0000-0003-1839-774X

\*\*\* Associate Professor, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

tohidi@isu.ac.ir

0000-0002-1289-1256

\*\*\*\* Professor, Management, Department of Industrial Management, Faculty of Management and Economics, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.

azara@modares.ac.ir

0000-0003-2123-7579

## اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی: مروری نظام‌مند بر ادبیات علمی

رضا یارمحمدی\*

محمد توحیدی\*\*\*

علی صالح‌آبادی\*\*

عادل آذر\*\*\*\*

### چکیده

یکی از پیشرفت‌های اخیر بازار اوراق بهادار اسلامی، انتشار «اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی» است که بر مسائل «زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی» تمرکز دارد. علی‌رغم رشد چشم‌گیر این اوراق در چند سال گذشته، تنها تعداد معدودی از مطالعات به این مسأله پرداخته‌اند. از این‌رو، هدف این مطالعه بررسی سامانمند ادبیات اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی به‌منظور ارائه راهنمایی جامع برای تحقیقات آینده است. در مجموع، تعداد ۳۸۳ مقاله از پایگاه شبکه علم و اسکوپوس برای تجزیه و تحلیل مطالعات کتاب‌شناسی در طول سال‌های ۲۰۰۰ تا می ۲۰۲۱ انتخاب شد. پژوهش حاضر نشان می‌دهد که ادبیات «اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی» عمدتاً در ۱۰ حوزه: (۱) تعریف «اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی»، (۲) رقابت‌پذیری، (۳) انواع، (۴) ماهیت ریسک و بازدهی، (۵) شرایط و ویژگی‌های طرح‌ها و طرح‌های واجد شرایط، (۶) راهبردهای موردنظر در انتخاب طرح‌های واجد شرایط، (۷) معیارها و شاخص‌های اثربخشی، (۸) بازیگران بالقوه، (۹) سیاست‌های انگیزشی و (۱۰) شیوه نظارت و گزارش‌دهی تعریف می‌شود. با وجود این، مطالعات در زمینه معیارها و شاخص‌های اثربخشی و شرایط و ویژگی‌های طرح‌های واجد شرایط این نوع اوراق بسیار اندک است. پژوهش‌ها همچنین نشان می‌دهند که کشورهای ایالات متحده آمریکا، انگلستان، چین، آلمان، استرالیا و ایتالیا بیشترین مطالعات را در زمینه اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی به‌عمل آورده‌اند.

**واژگان کلیدی:** اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی؛ تسهیم ریسک؛ تأمین مالی؛ مالی اسلامی؛ مرور نظام‌مند.

\* دانش‌آموخته دکتری، مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول).  
yarmohammadi@isu.ac.ir

\*\* استادیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.  
ali.salehabadi@isu.ac.ir

\*\*\* دانشیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران.  
tohidi@isu.ac.ir

\*\*\*\* استاد، مدیریت، گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.  
azara@modares.ac.ir

## مقدمه و بیان مسأله

رسیدن به جایگاه اول اقتصادی در سطح منطقه، آرمان اقتصادی چشم‌انداز بیست‌ساله جمهوری اسلامی ایران است. دستیابی به این آرمان، مستلزم رشد و توسعه اقتصادی است. یکی از عوامل تأثیرگذار بر توسعه اقتصادی، ارائه روش‌های متنوع تأمین مالی در بازارهای مالی کشور است.

پس از اجرای موفق ایده بانکداری بدون ربا در بسیاری از کشورهای اسلامی و بروز نوآوری‌های گوناگون در زمینه طراحی ابزارهای مالی، اندیشمندان مسلمان به فکر طراحی ابزارهای مالی اسلامی از طریق فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها<sup>۱</sup> افتادند و برای این منظور مطالعات گسترده‌ای در حوزه عقود شرعی و قابلیت آن‌ها برای ابزارسازی صورت گرفت. آن‌ها توانستند با رعایت ضوابط و مقررات شرعی متناسب با نیازهای جوامع اسلامی، انواع گوناگونی از ابزارهای مالی به نام اوراق را طراحی کنند. در سال‌های اخیر این ابزارها رشد چشم‌گیری داشته و بارها توسط شرکت‌ها و دولت‌ها طراحی و منتشر شده است. کشورهای اسلامی و حتی برخی کشورهای غیرمسلمان نیز در چند سال اخیر اقبال خوبی نسبت به طراحی و انتشار اوراق بهادار اسلامی نشان داده‌اند و حجم انتشار اوراق بهادار اسلامی در دنیا افزایش یافته است.

یکی از پیشرفت‌های اخیر بازار اوراق بهادار اسلامی، انتشار اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی<sup>۲</sup> است که بر مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی<sup>۳</sup> تمرکز دارد. منظور از سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی، ادغام ارزش‌های شخصی و دغدغه‌های اجتماعی با تصمیمات سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی، هم نیازهای مالی سرمایه‌گذار و هم تأثیر سرمایه‌گذاری بر جامعه را مدنظر قرار می‌دهد. علاوه بر این، کارایی اوراق در حوزه سرمایه‌گذاری‌های پایدار و مسئولانه، به تقویت معاملات آن نزد طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، علی‌الخصوص سرمایه‌گذاران خرد منجر می‌شود و چشم‌انداز این ابزار را برای دستیابی به اهداف والای شریعت روشن می‌نماید.

- 
1. Securitization
  2. Socially Responsible Investment Sukuk
  3. Environmental, Social and Government

اصطلاح سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی با تعابیر دیگری همچون؛ «سرمایه‌گذاری تأثیرگذار»، «سرمایه‌گذاری اخلاقی»، «سرمایه‌گذاری سبز» و «سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولیت‌پذیر» نیز شناخته می‌شود.

عوااید حاصل از انتشار اوراق بهادر اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی در طرح‌هایی که گذشته از سودآور بودن، فاکتورهای نظیر دوستی و سازگاری با محیط‌زیست یا منافع اجتماعی و انسانی نیز در آنها لحاظ می‌گردد، سرمایه‌گذاری می‌کند. به عبارتی، اوراق بهادر اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی می‌تواند باعث ایجاد هم‌گرایی و هم‌پوشانی در دو حوزه سرمایه‌گذاری منطبق با موازین شرعی و سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی شود (Losse & Geissdoerfer, 2021, pp. 1-3).

براساس گزارش ارائه‌شده توسط اتحادیه سرمایه‌گذاری پایدار جهانی<sup>۴</sup>، بازار سرمایه‌گذاری‌های پایدار و مسئولانه در جهان همواره در حال رشد بوده به‌گونه‌ای که سهم دارایی‌های سرمایه‌گذاری پایدار در اروپا، آمریکا، ژاپن، کانادا و استرالیا در ابتدای سال ۲۰۲۰ میلادی، معادل ۳۵.۳ تریلیون دلار بوده که افزایشی ۵۵ درصدی را طی ۴ سال گذشته (۲۰۱۶-۲۰۲۰) به نمایش می‌گذارد. همچنین، بازار اوراق سبز به‌واسطه بانک‌های تجاری و شرکت‌ها در سال ۲۰۱۴، رشد سرسام‌آوری را تجربه کرد به‌نحوی که در سال ۲۰۱۷، حجم آن دو برابر شد (Tang & Zhang, 2020, p. 5). همان‌طور که مشاهده می‌شود، آمارها حکایت از تمایل سرمایه‌گذاران و بانیان مختلف نسبت به انتشار اوراق بهادر اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی دارد.

علی‌رغم رشد چشم‌گیر این اوراق در چند سال گذشته، تنها تعداد معدودی از مطالعات به این مسأله پرداخته‌اند. برای مثال، وانگ و دیگران در سال ۲۰۲۱ میلادی، ادبیات علمی سرمایه‌گذاری‌های سبز را به‌صورت جامع و نظام‌مند مرور کرده‌اند، اما در این مقاله، تنها ادبیات مربوط به سرمایه‌گذاری‌های سبز به‌عنوان یکی از انواع سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی بررسی شده و به سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی به‌صورت کامل پرداخته نشده است (Wang et al., 2021, pp. 3-9).

جکسون<sup>۵</sup> در سال ۲۰۱۳ میلادی، سؤالات، چالش‌ها، نوآوری‌ها و امکان ارزیابی نتایج حاصل از اوراق تأثیرگذار اجتماعی را مورد بررسی قرار داد. در این مقاله، اطلاعات مربوط به سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار گرفته است و تمرکز جغرافیایی این مطالعه عمدتاً اقتصادهای پیشرفته را شامل می‌شود (Jackson, 2013, pp. 611-615).

لوسی و گیسدورفر<sup>۶</sup> نیز در سال ۲۰۲۱ میلادی، ادبیات علمی سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی را به صورت جامع و نظام‌مند مرور کرده‌اند، اما در این مقاله نیز تنها ۳ کلیدواژه در رابطه با سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی در جستجوی ادبیات به کار رفته و سایر موضوعات مربوط به این حوزه مغفول واقع شده است (Losse & Geissdoerfer, 2021, pp. 1-3).

پژوهش حاضر، با بررسی پیشینه ادبیات علمی و خلأهای موجود، فرصتی برای مطالعات کاربردی پژوهشگران و دلالت‌های اجرایی برای متصدیان حاصل می‌کند. بر این اساس، سؤالات پژوهش بدین قرار است:

۱. تعریف اوراق بهادار اسلامی SRI چگونه است؟
۲. مزیت رقابتی اوراق بهادار اسلامی SRI نسبت به سایر اوراق چگونه است؟
۳. انواع اوراق بهادار اسلامی SRI کدام است؟
۴. ماهیت ریسک و بازدهی اوراق بهادار اسلامی SRI چگونه است؟
۵. شرایط و ویژگی‌های طرح‌های واجد شرایط اوراق بهادار اسلامی SRI چگونه باید باشد؟
۶. راهبردهای مورد نظر در انتخاب طرح‌های واجد شرایط اوراق بهادار اسلامی SRI چیست؟
۷. معیارها و شاخص‌های اثربخشی اوراق بهادار اسلامی SRI کدام است؟
۸. بازیگران بالقوه اوراق بهادار اسلامی SRI چه افراد، شرکت‌ها و نهادهایی هستند؟
۹. سیاست‌های انگیزشی مورد نیاز برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی SRI چیست؟
۱۰. ارزیابی و گزارش‌دهی در فرآیند انتشار اوراق بهادار اسلامی SRI چگونه است؟

5. Jackson

6. Losse & Geissdoerfer

ساختار مقاله بدین شکل است که در بخش دوم، پیشینه مطالعات سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی بیان شده است. در بخش بعد، روش مرور نظام‌مند و فرآیند اجرای آن توصیف شده است. در بخش چهارم، نتایج مرور، منطبق با سؤال‌های پژوهش به ترتیب و تفصیل شرح داده شده و خلأ نظری ادبیات علمی در ذیل هرکدام از سؤال‌های پژوهش تبیین شده است. در بخش پایانی نیز، جمع‌بندی مقاله آمده است.

### ۱. پیشینه مطالعات سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی

ریشه تاریخی سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی به صدها سال قبل بازمی‌گردد. در آن زمان، سرمایه‌گذاران مذهبی از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که فعالیت آن‌ها مرتبط با فروش محصولات الکل، دخانیات و بازی‌های غیرمجاز بود اجتناب می‌کردند.

برامکی یزدی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «جایگاه سرمایه اجتماعی در اقتصاد اسلامی و تأثیرات آن بر توسعه»، عنوان می‌کند دین اسلام به‌عنوان یک دین جامع باید به‌تمامی جوانب زندگی انسان توجه داشته و برای تمامی شئون آن برنامه داشته باشد. یکی از مهم‌ترین جنبه‌های زندگی بشری، معیشت است. دانشمندان مسلمان، از دستورات و مکتب اقتصادی اسلام با عنوان اقتصاد اسلامی نام می‌برند. همان‌گونه که در اسلام به جوانب اجتماعی زندگی انسان‌ها توجه خاصی شده است، اقتصاد اسلامی نیز باید به نظام‌های اجتماعی توجه داشته باشد. در این مقاله، ابتدا لزوم وجود مکتب اقتصادی برای اسلام صحبت می‌شود، پس از آنکه ضرورت وجود مکتب اقتصادی اسلام مورد تأیید واقع شد، به وجود سرمایه اجتماعی و اهمیت جایگاه آن در اقتصاد اسلامی پرداخته می‌شود. در ادامه به تأثیرات سرمایه اجتماعی در توسعه نیز اشاره می‌شود. در پایان نیز بیان شده که در واقع سرمایه اجتماعی حلقه واسطه میان اقتصاد اسلامی و توسعه است یا به‌عبارت‌دیگر سرمایه اجتماعی ابزار توسعه در اقتصاد اسلامی به‌شمار می‌آید.

عاقلی و صادقی (۱۳۸۰) نیز در مقاله‌ای با عنوان «روند تخریب زیست‌محیطی در ایران، کاربرد منطق فازی»، پس از پرداختن به مفهوم تخریب محیط‌زیست با ارائه شاخص‌هایی برای دو سری از منابع (تجدیدپذیر و تجدیدنپذیر) و سپس ترکیب این شاخص‌ها با انتساب سطوح همراهی فازی (توابع چند ارزشی) و الگوریتم فازی به‌صورت عدد و رقم، وضعیت کلی تخریب زیست‌محیطی را نشان می‌دهند.

ریشه‌های جنبش سرمایه‌گذاری اجتماعی مدرن را می‌توان در دهه ۱۹۶۰ میلادی جستجو کرد. یعنی زمانی که عوامل قدرتمند اجتماعی از جمله عوامل زیست‌محیطی و فعالیت‌های ضد جنگ، در نگرش جامعه به ایمان، ارزش‌ها و روابط فی‌مابین، تحول اساسی ایجاد نمود. در آن دوران، موضوعات گوناگون همچون نگرانی در مورد بروز جنگ سرد و نابرابری زنان مورد توجه قرار گرفت. بعدها کلیسای متدیسم<sup>۷</sup> نیز از سرمایه‌گذاری در تسلیحات نظامی، الکل، قمار و دخانیات ممانعت به عمل آورد. این نگرانی‌ها در دهه ۱۹۸۰ به‌طور چشم‌گیری افزایش یافت، تا آنجا که تظاهرات گسترده‌ای برای مقابله با تبعیض نژادی شکل گرفت (Trelstad, 2016, p. 5).

بعدها وزارت دارایی در سال ۲۰۰۲ میلادی، گروهی تشکیل داد که وظیفه آن تصویب قوانین و مقررات در راستای سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی بود. این گزارش با عنوان (گزارش گراور<sup>۸</sup>) در جولای ۲۰۰۳ ارائه شد و مجموعه‌ای از ارزش‌های اخلاقی پذیرفته شده بین‌المللی مرتبط با حقوق بشر، حاکمیت شرکتی و حفاظت از محیط‌زیست را براساس اصول سازمان ملل متحد و اصول OECD شناسایی می‌کرد (Wirth, 2018, p. 9).

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی، اعتماد عمومی به صنعت مالی به شدت تحت تأثیر قرار گرفت و یکی از استراتژی‌هایی که سرمایه‌گذاران اتخاذ کردند، سرمایه‌گذاری در طرح‌های با مسئولیت اجتماعی بود.

اصطلاح سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی بین سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۱۲ میلادی، به «سرمایه‌گذاری‌های ترکیبی»<sup>۹</sup> یا «سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی از طریق شرکت‌های اجتماعی» یا «سرمایه‌گذاری‌های بشردوستانه خطرپذیر»<sup>۱۰</sup> اشاره داشت. به عبارت دیگر، تعاریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی بین سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۱۲، معمولاً کلی و گسترده بوده و عمدتاً بر تمایز آن با مؤسسات خیریه و سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیز تأکید می‌نمود.

تعریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی از سال ۲۰۱۶ میلادی با پیچیدگی‌هایی همراه شد. نویسندگان، این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را با ترکیب مؤلفه‌های ذی‌نفعان، سود و

7. Methodist Church

8. Graver Report

9. Blended Value Investing

10. Venture Philanthropy



انگیزه‌های اجتماعی تعریف می‌نمایند. برای مثال، کوین و مونیر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۷م) بر نقش فعال سرمایه‌گذاران تأثیرگذار در حین مدیریت سرمایه‌گذاری‌هایشان اشاره می‌کنند. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود تعاریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی در ابتدا بسیار گسترده بوده، اما در سال‌های اخیر مشخص‌تر و قابل‌سنجش‌تر شده است (Agrawal & Hockerts, 2021, pp. 164-175).

## ۲. روش پژوهش

به‌منظور بررسی مطالب علمی منتشرشده در زمینه اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی، از روش «مرور نظام‌مند بر ادبیات» استفاده شده که منابع پیشین را به‌دقت جمع‌آوری می‌کند و پیشنهادهایی را برای پژوهش‌های آینده طرح می‌کند. این روش، به‌صورت کاملاً شفاف و منظم و با ارائه نتایج منسجم و جامع، شناخت نسبت به یک پدیده را در متون علمی افزایش می‌دهد و اقدامات اجرایی در دنیای واقعی را جهت‌دهی می‌کند (Strauss et al, 1998)

برای انجام این روش، دستورالعملی نوشته می‌شود، بر آن اساس، دستور جستجو تعریف‌شده و جستجوی مقاله‌ها آغاز می‌شود. برای آنکه فرآیند نگارش مقاله‌ها مرور نظام‌مند، به‌صورت صحیح پیش رود، از بازبینی پریزما که شامل ۱۷ بخش است، استفاده می‌شود تا موارد ترجیحی در گزارش مقاله‌های مروری مورد استفاده قرار گیرد (Shamseer et al, 2015, pp. 320-334; Moher et al, 2015, p. 1)

در پژوهش حاضر برای جستجوی مقاله‌ها، از هر دو پایگاه اصلی نمایه مقاله‌های علمی، یعنی شبکه علم<sup>۱۲</sup> و اسکوپوس<sup>۱۳</sup> استفاده شده است. همچنین، مقاله‌های علمی و مروری منتشر شده به زبان انگلیسی از سال ۲۰۰۰ تا می ۲۰۲۱ بدون محدودیت جغرافیایی و با استفاده از کلیدواژه‌ها/ اصطلاحات ۱- اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی به همراه شیوه‌های گوناگون نگارش این کلمه مانند؛ اوراق سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولیت‌پذیر، اوراق اجتماعی، اوراق تأثیرگذار اجتماعی؛ ۲) کلیدواژه‌های مرتبط با اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی که از این لفظ استفاده نکرده اما دربرگیرنده همان مفهوم است، همچون: اوراق سبز، اوراق قرضه سبز، اوراق قرضه با مسئولیت اجتماعی،

11. Quinn & Munir

12. Web of science

13. Scopus



اوراق قرضه اجتماعی، اوراق قرضه تأثیرگذار اجتماعی، اوراق قرضه مهاجرتی، اوراق وقف، اوراق قرض الحسنه، اوراق قرضه اسلامی SRI، اوراق قرضه اسلامی با مسئولیت اجتماعی، اوراق قرضه اسلامی پایدار و مسئولیت‌پذیر، اوراق قرضه اسلامی تأثیرگذار اجتماعی و اوراق قرضه اسلامی اجتماعی؛ (۳) کلیدواژه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی مانند؛ سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار، سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی، سرمایه‌گذاری‌های سبز، سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی، سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی اسلامی و سرمایه‌گذاری‌های پایدار و مسئولیت‌پذیر اسلامی در عنوان، چکیده و واژگان کلیدی موردبررسی قرار گرفت و در مجموع ۳۸۱۴ مقاله پدید آمد. در مرحله دوم، چکیده مقاله‌ها توسط نویسنده موردبررسی قرار گرفت و تعداد ۳۴۳۲ مقاله به دلایلی همچون؛ عدم ارتباط با عنوان مقاله یا نامرتب بودن با سؤال‌های پژوهش از فهرست مقاله‌ها حذف شدند و در نهایت تعداد ۳۸۲ مقاله باقیمانده برای مطالعات کتاب‌شناسی به‌صورت کامل موردبررسی قرار گرفت. شیوه جستجوی ادبیات علمی در شکل (۱)، نمایش داده شده است.

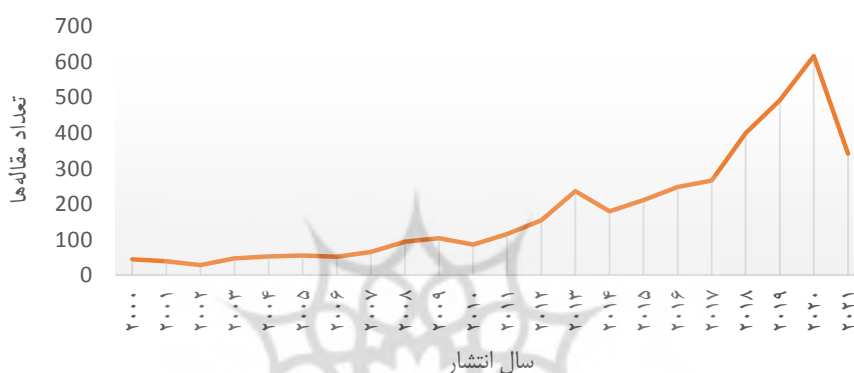


شکل (۱): شیوه جستجوی ادبیات علمی

### ۳. یافته‌های پژوهش

#### ۳-۱. تحلیل توصیفی مقاله‌ها

در نمودار (۱)، تعداد مقاله‌های منتخب این مطالعه براساس سال انتشار و در جدول (۱)، پراکندگی مقاله‌ها براساس نشریه همراه شاخص H نمایش داده شده است.



نمودار (۱): توصیف مقاله‌ها براساس سال انتشار

همان‌طور که از نمودار (۱) مشخص است، روند انتشار مقاله‌ها در چند سال اخیر به شدت رشد یافته و این اتفاق، نوپا بودن موضوع پژوهش را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، این تعداد مقاله منتشرشده در این مدت کوتاه، نشان‌دهنده اهمیت موضوع برای جامعه علمی است.

جدول (۱): توزیع آماری نشریات پراستناد همراه با شاخص H

h-index	تعداد استناد	DOI	نشریه	سال	نویسنده(گان)
161	658	10.1016/j.jbankfin.2007.12.039	Banking and Finance	2008	Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C.

h-index	تعداد استناد	DOI	نشریه	سال	نویسنده (گان)
299	620	6261.2008.01391.x	Finance	2008	Chava, S., Roberts, M.R.
161	504	10.1016/j.jbankfin.2004.06.035	Banking and Finance	2005	Bauer, R., Koedijk, K., Otten, R.
99	479	10.1108/09513570410567791	Accounting, Auditing & Accountability	2004	Adams, C.A.
121	367	10.2307/2676219	Financial and Quantitative Analysis	2001	Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J.
187	343	10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99	Business Ethics	2004	Sparkes, R., Cowton, C.J.
161	283	10.1016/j.jbankfin.2013.04.023	Banking and Finance	2003	Wu, M.-W., Shen, C.-H.
199	256	10.1016/j.biocon.2012.07.014	Biological Conservation	2003	Barua, M., Bhagwat, S.A., Jadhav, S.
53	253	10.1007/s11948-015-9652-2	Science and Engineering Ethics	2006	Mittelstadt, B.D., Floridi, L.

h-index	تعداد استناد	DOI	نشریه	سال	نویسنده(گان)
256	294	10.1016/j.jfineco.2011.07.001	Financial Economics	2001	Kumar, A., Page, J.K., Spalt, O.G.

### ۲-۳. تحلیل محتوایی مقاله‌ها

در این قسمت، وضعیت محتوایی هریک از مقاله‌های انتخابی براساس سؤال‌های موردبحث به تفصیل بیان شده است.

#### - پاسخ سؤال ۱): تعریف اوراق SRI

اصطلاح سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی با تعابیر دیگری همچون: «سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار»، «سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی»، «سرمایه‌گذاری‌های سبز» و «سرمایه‌گذاری‌های پایدار و مسئولیت‌پذیر» نیز شناخته می‌شود. ریشه این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به قرن ۱۸ میلادی (۱۷۵۸ شمسی) بازمی‌گردد. یعنی زمانی که اعضای یک جامعه مذهبی به نام «کواکرها»<sup>۱۴</sup> شروع به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های گزینشی با منع مشارکت در تجارت بردگان به دلیل مغایرت آن‌ها با ارزش‌های اخلاقی نمودند. متعاقباً اعضای این فرقه، دستور حذف شرکت‌هایی که فعالیت آن‌ها مغایر با موازین شرعی بود و می‌توانست به محیط‌زیست آسیب رساند را صادر نمودند. در ادامه، وسلی<sup>۱۵</sup> یکی از بنیان‌گذاران متدیسم (فرقه پروتستان مسیحی) در مورد نحوه استفاده از منابع مالی تأکید می‌کند که عواید حاصل از انتشار اوراق باید در طرح‌های سرمایه‌گذاری شود که به صنایع دیگر آسیب نرساند (Kassim & Abdullah, 2017, pp. 187-192).

این نوع سرمایه‌گذاری‌ها طبق تعریف GIIN<sup>۱۶</sup>، سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که باهدف ایجاد تأثیرات مثبت قابل‌اندازه‌گیری اجتماعی و زیست‌محیطی همراه با بازده مالی، انجام می‌شوند و بسته به نوع مأموریت، چشم‌انداز و عملیات خود درجات و انواع مختلفی از

14. Quakers

15. Wesley

۱۶. شبکه سرمایه‌گذاری تأثیرگذار در جهان

ارزش‌های اقتصادی و اجتماعی را فراهم می‌کنند. (Meyskens & Bird, 2015, pp. 158-163). در جدول (۲)، تعاریف گوناگون سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی شرح داده شده است.

**جدول (۲): فهرست تعاریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی توسط محققان مختلف**

مطالعه	تعریف
Rizzello et al., (2016); Rebecca & Shah (2016); Rizzi, Pellegrini, & Battaglia (2018)	ارائه مدل‌هایی از سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار با در نظر گرفتن نهادهای دولتی، سرمایه‌گذاری‌های خصوصی، سرمایه‌گذاران اثربخش و نتایج تأثیر هریک.
Roundy, Holzhauser, & Dai (2017)	سرمایه‌گذاران تأثیرگذار هم‌زمان به دنبال کسب بازده مالی و تأثیرات اجتماعی هستند.
Quinn & Munir (2017)	این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به دنبال حل مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی باهدف کسب بازده مالی بوده و رویکردی پیشگیرانه داشته و به دنبال سرمایه‌گذاری در فعالیت‌هایی هستند که تأثیرات مثبت اجتماعی داشته باشند.
Glanzel & Scheuerle, (2016)	سرمایه‌گذاری‌هایی که اثرات اجتماعی و زیست‌محیطی آنها قابل اندازه‌گیری بوده و بازده مالی به دنبال دارند.
Weber (2016)	تعاریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار بر دو اصل زیر استوار است: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ اصل ارزش ترکیبی: هم‌زمان می‌توان به بازده مالی و تأثیرات اجتماعی دست یافت.</li> <li>▪ اصل بازده مالی پایدار: در بلندمدت بازده مالی پایداری نصیب سرمایه‌گذاران خواهد شد.</li> </ul>
Tekula & Shah (2016)	این نوع سرمایه‌گذاری‌ها دو هدف اصلی کسب بازده و تأثیرات اجتماعی را دنبال می‌کنند.
Daggers & Nicholls (2016)	سرمایه‌گذاری تأثیرگذار اجتماعی به «سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی» و «سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار» اشاره دارد. تعریف کلی از SII بدین صورت است: سرمایه‌گذاری در سازمان‌هایی که هدفشان عمدتاً

مطالعه	تعریف
	ایجاد ارزش اجتماعی یا زیست‌محیطی بوده و در سررسید، اصل سرمایه به همراه بازده مالی به سرمایه‌گذار خواهد رسید.
Rajan, Koserwal, & Keerthana (2014)	این نوع سرمایه‌گذاران به بازده مالی و بازده اجتماعی اهمیت داده و افق زمانی طولانی‌تری را دنبال می‌کنند.
GIIN (2013)	سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار، سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که در شرکت‌ها، سازمان‌ها و صندوق‌ها باهدف ایجاد تأثیر اجتماعی و زیست‌محیطی قابل‌اندازه‌گیری در کنار بازده مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند.
Jackson (2013b)	بسیج منابع برای سرمایه‌گذاری‌هایی باهدف ایجاد تأثیر اجتماعی مثبت در کنار بازده مالی است. دو مؤلفه کلیدی این تعریف، اول، قصد سرمایه‌گذار برای دستیابی به چنین تأثیراتی است و دوم، شواهد ملموس از خود تأثیرات و نتایج آن است.
Hebb (2013)	سرمایه‌گذاری تأثیرگذار زیرمجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری مسئولانه است. سرمایه‌گذار در این نوع سرمایه‌گذاری، برای دستیابی به اثرات اجتماعی و زیست‌محیطی علاوه بر بازده مالی سرمایه‌گذاری می‌کند.
Moore, Westley, & Brodhead (2012)	تأمین مالی اجتماعی چیزی بیش از جریان پول به طرح‌های اجتماعی یا زیست‌محیطی است.
Battilana et al. (2012)	مدلهایی ترکیبی از ایجاد ارزش اجتماعی و درآمد تجاری.
Rangan et al. (2011)	این نوع سرمایه‌گذاری‌ها هم منافع اجتماعی یا زیست‌محیطی ایجاد می‌کنند و هم منافع مالی.
Nicholls (2010)	سرمایه‌گذاری اجتماعی نوعی نوآوری است که بر روابط منطق سرمایه‌گذاری (تمرکز بر نتایج سرمایه‌گذاری) و عقلانیت سرمایه‌گذاران نظارت می‌کند.
Bugg-levine & Goldstein (2009)	کمک به حل مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی در حین ایجاد بازده مالی.
Pepin (2005)	سرمایه‌گذاران تأثیرگذار تمایل به برقراری ارتباط با کارآفرین اجتماعی

مطالعه	تعریف
	و در نظر گرفتن منابع انسانی و مالی برای دستیابی به اهداف مدل کسب و کار می‌باشند.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، تعریف سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار اجتماعی از سال ۲۰۱۶ میلادی با پیچیدگی‌هایی همراه شد؛ به‌گونه‌ای که نویسندگان، این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را با ترکیب مؤلفه‌های ذی‌نفعان، سود و انگیزه‌های اجتماعی تعریف می‌نمایند (Agrawal & Hockerts, 2021, pp. 153-181).

یکی از پیشرفت‌های اخیر بازار اوراق بهادار اسلامی، انتشار «اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی» است که بر مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تمرکز دارد. منظور از سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی، ادغام ارزش‌های شخصی و دغدغه‌های اجتماعی با تصمیمات سرمایه‌گذاری است.

در تعریف اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی می‌توان گفت که این اوراق، قراردادهایی بین سرمایه‌گذاران، ارائه‌دهندگان خدمات و دولت‌هاست که باهدف کاهش مشکلات اجتماعی و ارائه بازده به سرمایه‌گذاران و ایجاد منافع برای دولت‌ها منتشر می‌شود. (Afik, Katz, Levy & Yosef, 2021, pp. 272-275).

چارچوب اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی در سال ۲۰۱۴ میلادی توسط گروه اوراق بهادار مالزی باهدف ارتقای سطح دانش سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی در زمینه سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی و اخلاقی به تصویب رسید. چارچوب مذکور بیان می‌کند که عواید حاصل از انتشار اوراق SRI، به‌منظور تأمین مالی طرح‌های واجد شرایط باهدف حفاظت از محیط‌زیست و منابع طبیعی، صرفه‌جویی در مصرف انرژی، ترویج استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر، کاهش انتشار گازهای گلخانه‌ای یا بهبود کیفیت زندگی در جامعه به‌کار می‌رود (Zain & Sori, 2020, p. 2). در رابطه با سرمایه‌گذاران این نوع اوراق نیز اکثر محققان از این فرض حمایت می‌کنند که سرمایه‌گذاران اوراق SRI محدود به کسانی هستند که در حال حاضر حداقل در یک محصول SRI یا صندوق اخلاقی سرمایه‌گذاری می‌کنند. یک تعریف محدودتر نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری باید تحت تأثیر ملاحظات اجتماعی باشد. تعریف



دیگری که از سرمایه‌گذاران SRI وجود دارد شامل هر سرمایه‌گذاری است که تاکنون سرمایه‌گذاری SRI انجام داده باشد (Wins & Zwergel, 2015, p. 13). همان‌گونه که مشاهده می‌شود، تعریف واحدی از اوراق SRI در سطح جهانی وجود ندارد و محققان تعاریف گوناگونی از این نوع اوراق ارائه نموده‌اند که وجه مشترک آن‌ها مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی است.

#### - پاسخ سؤال ۲): مزیت رقابتی اوراق SRI

پژوهش‌ها در این زمینه به دودسته تقسیم می‌شوند: دسته اول، مطالعاتی است که مزیت اوراق SRI را از دید ناشران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران ارزیابی می‌کنند و دسته دوم، مطالعاتی است که مزیت این نوع سرمایه‌گذاری‌ها را نسبت به سایر ابزارهای مالی از جمله اوراق قرضه متعارف، صندوق‌های خطرپذیر و... موردبررسی قرار می‌دهند. در رابطه با مطالعات دسته اول می‌توان گفت که پژوهش‌های زیادی در این زمینه انجام شده که به ترتیب مورد اشاره قرار گرفته‌اند.

مزیت آن برای ناشران بدین صورت است که سررسید این اوراق با سررسیدهای بلندمدت طرح هم‌خوانی داشته و هزینه‌های مالی بدهی را کاهش می‌دهد. همچنین، اوراق مذکور به عملکرد مالی شرکت و بهبود محیط‌زیست نیز کمک می‌کند. مزیت آن برای سرمایه‌گذاران نیز بدین صورت است که می‌توانند از طریق اطلاعات دریافتی از ناشران، از نحوه مدیریت منابع مالی خود مطلع شده و با سرمایه‌گذاری در مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی به جامعه کمک کنند (Deschryver & De Mariz, 2020, pp. 1-2). استفاده از این اوراق (به‌عنوان یک ابزار مالی) برای سیاست‌گذاران نیز جذاب است، زیرا دولت‌ها برای کاهش گرمایش جهانی به منابع مالی بلندمدت نیاز داشته و این ابزار به‌خوبی می‌تواند نیاز مذکور را رفع کند.

یکی از دلایل اصلی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در طرح‌های اخلاقی و اجتماعی، کسب شهرت و به دنبال آن سودآوری برای آن‌هاست. استانویک<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۸)، کینگ و لنوکس<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۱) و التویجری و دیگران<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۴) نشان می‌دهند که بهبود عملکرد زیست‌محیطی،

17. Stanwick

18. King & Lenox

19. Al-Tuwajjri et al

عملکرد مالی شرکت را نیز ارتقاء می‌دهد. (Nakamura, 2015, p. 5). در حقیقت، در رابطه با اوراق SRI یک سؤال اساسی این است که آیا هدف یک شرکت حداکثر کردن ارزش سهامداران است یا بالابردن ارزش اجتماعی؟ اقتصاد کلاسیک بیان می‌کند که هیچ تعارضی بین این دو هدف وجود ندارد. در بازارهای کامل و رقابتی، زمانی که شرکت‌ها سود خود را به حداکثر می‌رسانند، تخصیص بهینه منابع پارتو<sup>۲۰</sup> بوده و رفاه اجتماعی نیز به حداکثر میزان خود می‌رسد. (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008, pp. 1723-1730).

در شکل (۲)، مزیت‌های انتشار اوراق SRI برای ناشران، سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی نمایش داده شده است.



شکل (۲): مزیت‌های انتشار اوراق SRI برای ناشران، سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی  
منبع: (Kajiita & Murote Kang'ethe, 2020, pp. 132-141).

در رابطه با مطالعات دسته دوم نیز تحقیقات اخیر نشان می‌دهد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی به‌عنوان نوعی از سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی نسبت به

صندوق‌های متعارف در طول دوران بحران مالی و پس‌از آن، به دلیل در نظر گرفتن نقش بیمه برای سرمایه‌گذاران، عملکرد بهتری داشته‌اند. در واقع، شرکت‌های اخلاقی می‌توانند نشانه‌های مثبتی را روانه بازار کنند. زیرا آن‌ها بر پایداری و کیفیت مدیریت تمرکز می‌کنند و این امر سبب می‌شود شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی به آن‌ها تمایل نشان دهند (Jansson & Biel, 2011, pp. 135-142)

رنه‌بوگ، ترهوست و ژانگ<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۶م)، در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری SRI در مقایسه با سرمایه‌گذاران متعارف کمتر تحت تأثیر عملکرد مالی گذشته قرار می‌گیرند. در واقع، حامیان سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی معتقد هستند به‌کارگیری معیارهای مالی و اخلاقی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری نه تنها بازده مالی به دنبال دارد بلکه به توسعه محیط اجتماعی نیز می‌انجامد.

#### - پاسخ سؤال ۳: انواع اوراق SRI

انواع اوراق SRI براساس ادبیات علمی به سه دسته «اوراق سبز»، «اوراق مهاجرتی (دیاسپورا)» و «اوراق وقف و اوراق تأثیرگذار اجتماعی»<sup>۲۲</sup> تقسیم می‌شوند که در ادامه به معرفی هر یک پرداخته شده است. همچنین، تأمین مالی جمعی نیز به‌عنوان یکی از شیوه‌های تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی مورد بررسی قرار گرفته است.

#### - اوراق سبز

اوراق سبز، اوراق بهادار با درآمد ثابتی است که به‌منظور تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های کم‌کربن یا به‌طور کلی سرمایه‌گذاری‌های سازگار با محیط‌زیست به‌کار می‌رود. اگرچه OECD در ابتدا بحث سرمایه‌گذاری‌های سبز را عمدتاً بر سرمایه‌گذاری‌های کم‌کربن و مقاوم در برابر آب‌وهوا تعریف کرد. اما بعدها دامنه تعریف آن را گسترش داد و در سال ۲۰۱۶ میلادی، تعریف جامعی از اوراق سبز ارائه داد.

«اوراق سبز، ابزارهای بدهی هستند که برای تأمین مالی طرح‌های سبز که دارای مزایای زیست‌محیطی هستند، استفاده می‌شوند. این اوراق می‌توانند توسط بازیگران دولتی یا خصوصی منتشر شوند» (Tang & Zhang, 2020, p. 5).

21. Renneboog, Ter Horst & Zhang

22. Social Impact Bond

اولین اوراق سبز، «اوراق قرضه آب‌وهوایی» بود که توسط بانک سرمایه‌گذاری اروپا<sup>۲۳</sup> در سال ۲۰۰۷ میلادی منتشر شد. در ژوئن ۲۰۱۷ نیز مالزی نخستین اوراق سبز اسلامی را برای تأمین مالی بخش آب‌وهوا در جهان منتشر کرد. همچنین، لهستان در دسامبر ۲۰۱۶ و بعدها فرانسه در ژانویه ۲۰۱۷ به انتشار چنین اوراقی مبادرت ورزیدند. بازار اوراق سبز در سال ۲۰۱۸ به رشد خود ادامه داد به طوری که در ۹ ماهه اول سال ۲۰۱۸، ۹۶۳ اوراق سبز از ۳۵ کشور جهان منتشر شد که خود مؤید رشد و توسعه این بازار است.

اصول اوراق قرضه سبز<sup>۲۴</sup> و طرح اوراق قرضه آب‌وهوایی<sup>۲۵</sup>، اصولی هستند که در زمینه اوراق قرضه سبز نوشته شده‌اند. اصول اوراق قرضه سبز یک دستورالعمل داوطلبانه است که در سال ۲۰۱۴ میلادی، توسط بانک‌های سرمایه‌گذاری از جمله بانک آمریکایی مری لینچ، سیتی، جی‌پی مورگان و اچ‌اس‌بی‌سی ایجاد شده است. طرح اوراق قرضه آب‌وهوایی نیز معیارهای واجد شرایط و طبقه‌بندی دقیق اوراق سبز را ارائه می‌دهد (Tang & Zhang, 2020, p. 6).

آگاهی افراد نسبت به محصولات سبز، موجب می‌شود تقاضا برای این نوع سرمایه‌گذاری‌ها افزایش یابد. علاوه‌براین، ملت‌های جهان بیش از گذشته به حمایت از محصولات سبز روی آورده و رفتار مصرف‌کنندگان نیز شرکت‌ها را مجبور به ایجاد نوآوری و اصلاحات سبز ساخته است. (Li et al., 2020, pp. 1-8).

اگرچه اوراق سبز تا حدودی نیاز سرمایه‌گذاران را رفع می‌کند اما منتقدان می‌گویند مسائلی مانند: عدم افشای اطلاعات کافی، هزینه‌های اولیه برای صدور گواهینامه و نبود استاندارد یکپارچه در این خصوص، بر چالش‌های آن می‌افزاید (Tang & Zhang, 2020, pp. 7-10).

– اوراق مهاجرتی<sup>۲۶</sup>

اوراق مهاجرتی (اوراق دیاسپورا)، اوراق بهاداری است که توسط یک دولت میهن‌پرست به‌منظور جذب سرمایه از اعضای دلسوز و عاشق وطن منتشر می‌شود. این اوراق برای

23. European Investment Bank

24. Green Bond Principles

25. Climate Bond Initiative

26. Diaspora Bond

اعضای خود فرصتی را فراهم می‌آورد تا در توسعه کشورشان مشارکت نموده و در عین حال از چشم‌انداز بازگشت منابع مالی خود همراه با بهره نیز برخوردار شوند. بانک جهانی<sup>۲۷</sup> که به دنبال ترویج منابع مالی غیردولتی برای توسعه بخش‌های اقتصادی است، در سال‌های اخیر ایده انتشار اوراق دیاسپورا را به‌عنوان یکی از راه‌های ممکن برای کمبود سرمایه در کشورهای در حال توسعه، پیشنهاد نموده است. کشورهایی مانند هند، سریلانکا، غنا، ارمنستان، رواندا، نپال و اخیراً یونان کمپین‌هایی برای توسعه و ترویج اوراق دیاسپورا راه‌اندازی نموده‌اند. (Lainer-Vos, 2013, pp. 145-157).

مقامات کشور هند از این ابزار برای حمایت از تراز پرداخت‌ها استفاده می‌کنند تا در مواقعی که به بازارهای سرمایه بین‌المللی دسترسی ندارند، بتوانند منابع مالی را افزایش دهند. در واقع، کشور هندوستان در پی بحران تراز پرداخت‌ها در سال ۱۹۹۱ میلادی و نیز پس از آزمایش هسته‌ای در سال ۱۹۹۸، یعنی زمانی که کشور با تحریم‌های جامعه بین‌المللی مواجه بود، توانست با انتشار این اوراق منابع مالی خوبی به دست آورد. (Ketkar & Ratha, 2011, pp. 160-168).

#### – اوراق وقف

قرار دادن املاک و دارایی‌های وقفی به‌عنوان یکی از طرح‌های واجد شرایط اوراق SRI جهت سرمایه‌گذاری بسیار حائز اهمیت است، زیرا برای سرمایه‌گذاران فرصتی را فراهم می‌آورد تا سرمایه خود را به اموالی با بازدهی مادام‌العمر و سودمند برای جامعه اختصاص دهند. (Zain & Sori, 2020, p. 2).

#### – اوراق تأثیرگذار اجتماعی

در «اوراق تأثیرگذار اجتماعی»<sup>۲۸</sup>، سرمایه‌گذاران، ارائه‌دهندگان خدمات و دولت‌ها برای کاهش یک معضل اجتماعی با یکدیگر همکاری می‌کنند. همچنین، عواید حاصل از این اوراق برای تأمین مالی پروژه‌هایی با مزایای اجتماعی همچون مسکن مقرون‌به‌صرفه، آموزش، امنیت غذایی و دسترسی به مراقبت‌های بهداشتی به‌کار می‌رود. (Afik Katz, Levy & Yosef., 2021, pp. 272-275).

27. World Bank

28. Social Impact Bonds (SIB)

مدل «اوراق تأثیرگذار اجتماعی» اولین بار در سال ۲۰۱۰ میلادی در پیتربورو<sup>۲۹</sup> بریتانیا ارائه شد و به سرعت در سطح بین‌المللی و در بخش‌های مختلف گسترش یافت. SIBها نوع جدیدی از پرداخت براساس نتیجه هستند. آن‌ها بر نتایجی متمرکز هستند که در آن نهادهای عمومی با سرمایه‌گذاران خصوصی برای تأمین مالی اقدامات باهدف مقابله با مشکلات اجتماعی همکاری می‌کنند. SIBها از طریق قراردادی میان ارائه‌دهندگان خدمات عمومی و سرمایه‌گذاران خصوصی بازده را به نتایج حاصل از طرح گره‌زده و از سرمایه‌گذاران برای اهداف اخلاقی و اجتماعی منابع مالی جذب می‌کنند.

#### - تأمین مالی جمعی

سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی به‌طور فزاینده‌ای از تأمین مالی جمعی به‌عنوان شیوه‌ای برای تأمین مالی برنامه‌ها و عملیات خود استفاده می‌کنند. زیرا تأمین مالی جمعی جایگزینی برای جذب سرمایه‌گذاران فردی است که بیشتر به ارزش‌های اجتماعی علاقه‌مند هستند تا ارزش‌های مادی.

فعالیت‌های تأمین مالی شده طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاری‌ها از جمله سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار و طرح‌های اجتماعی و املاک و مستغلات از استارت‌آپ‌های فناوری گرفته تا هنرهای زیبا و تجهیزات پزشکی را شامل می‌شود. سکوه‌های تأمین مالی جمعی مبتنی بر وب بوده و سازوکاری از تأمین مالی را تشکیل می‌دهند تا از شرکت‌های غیرانتفاعی و سرمایه‌گذاری‌هایی که به دلیل عدم وجود سابقه یا کمبود وثیقه نزد بانک‌ها از تأمین مالی محروم هستند، حمایت کنند. طبق گزارش بانک جهانی، پیش‌بینی می‌شود که تأمین مالی جمعی تا سال ۲۰۲۵ میلادی، از ۳۰۰ میلیارد دلار فراتر رود (Meyskens & Bird, 2015, pp. 155-166).

#### - پاسخ سؤال ۴): ماهیت ریسک و بازده اوراق SRI

در رابطه با ماهیت ریسک و بازده اوراق SRI، دو نظریه وجود دارد. پژوهشگران دسته اول معتقدند که این نوع اوراق از ریسک و بازده بالایی برخوردار است. برای مثال، اقتصاد نوکلاسیک فرض می‌کند که تنوع‌بخشی باعث کاهش ریسک غیرسیستماتیک پرتفوی خواهد شد و از آنجایی که پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی و اخلاقی به

29. Peterborough

دلیل اعمال غربالگری منفی از تنوع کافی برخوردار نیست، به نظر می‌رسد این نوع سرمایه‌گذاری‌ها از ریسک بالایی برخوردار باشند (Michelson et al., 2004, PP. 1-10). در واقع، فقدان روش‌های ارزیابی کمی طرح‌های انرژی تجدیدپذیر به همراه عدم اطمینان نسبت به بازده حاصله منجر به افزایش ریسک و کاهش حجم سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی می‌شود (Mokhov, Chebotareva & Khomenko, 2018, pp. 156-159). طبق این رویکرد، سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی و اجتماعی به دلیل انتخاب طیف محدودی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تحمیل هزینه مازاد نظارت بر عملکرد اجتماعی، کاهش ثروت سهامداران را به دنبال دارند. این مسأله در بلندمدت صادق نیست، چراکه این نوع سرمایه‌گذاری‌ها از طریق کاهش ریسک دعوی حقوقی و... موجب کاهش هزینه‌های بلندمدت می‌شوند. (Cummings, 2000, pp. 82-92).

نظریه‌پردازان مالی بعد از مارکوویتز<sup>۳۰</sup> (۱۹۵۲م) استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی به دلیل عدم تنوع کافی پرتفوی، در بلندمدت موفق عمل نمی‌کنند. استدلال دیگری که اغلب مطرح می‌شود این است که انتخاب سهام براساس روش غربالگری منفی یک روش گران‌قیمت بوده و در نهایت تأثیر منفی بر بازدهی سهم خواهد داشت. با وجود این، ادبیات تجربی موجود، شکاف عملکرد قابل توجهی را بین پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی و غیراخلاقی نیافته است. برای مثال، دیلتز<sup>۳۱</sup> (۱۹۹۵م)، جرارد<sup>۳۲</sup> (۱۹۹۷م) و زاوئر<sup>۳۳</sup> (۱۹۹۷م) به این نتیجه رسیدند که تفاوت معناداری بین بازده طرح‌هایی که از نظر اخلاقی غربالگری شده و آن‌هایی که غربالگری نشده‌اند، وجود ندارد. استاتمن<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۰م) و گرگوری و دیگران<sup>۳۵</sup> (۱۹۹۷) نیز با استفاده از مدل‌های تک عاملی جنسن و آلفا تفاوت معناداری بین عملکرد مالی واحدهای سرمایه‌گذاری اخلاقی و غیراخلاقی در ایالات متحده و بریتانیا مشاهده نکردند (Bauer, Otten & Rad, 2006, pp. 33-48).

30. Markowitz

31. Diltz

32. Guerard

33. Sauer

34. Statman

35. Gregory et al



در مقابل، پژوهشگران دسته دوم نظرات متفاوتی ارائه می‌دهند. برای مثال، بولن (۲۰۰۷م) و رنه‌بوگ و همکاران<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۵م) دریافته‌اند که نوسانات در صندوق‌های SRI کمتر از نوسانات در صندوق‌های متعارف است. در واقع، سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی که ارزش فعلی خالص مثبتی داشته و بر جامعه تأثیر مثبتی می‌گذارند، منجر به افزایش قیمت سهم و عملکرد بهتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری SRI خواهد شد (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008, pp. 1723-1742).

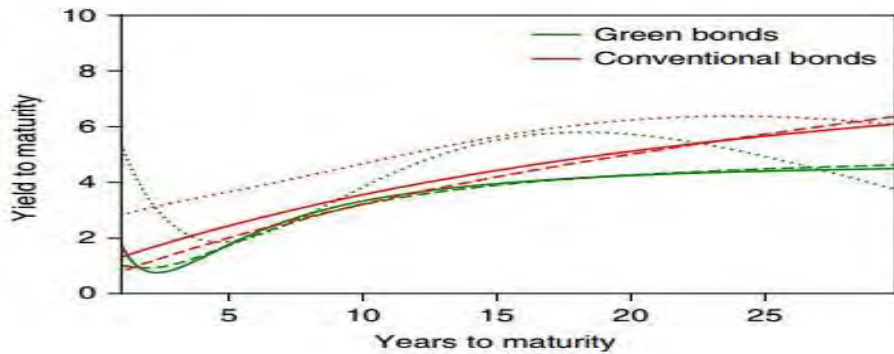
تانگ و ژانگ<sup>۳۷</sup> (۲۰۱۸م) نیز تأثیر اوراق سبز بر بازده سهام را مورد ارزیابی قرار دادند و دریافته‌اند که انتشار اوراق سبز به‌طور قابل توجهی موجب بهبود نقدینگی سهام خواهد شد. علاوه‌براین، ژو و همکاران (۲۰۲۱) دریافته‌اند که انتشار اوراق سبز بر قیمت سهام شرکت مؤثر بوده و سودآوری، عملکرد عملیاتی، توانایی نوآوری و همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت را ارتقاء می‌دهد.

همان‌طور که در ادبیات علمی مشاهده می‌شود، نظرات در رابطه با ریسک و بازده این نوع سرمایه‌گذاری‌ها متفاوت بوده و نقطه اشتراک تحقیقات گذشته این است که ریسک سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی در بلندمدت پایین‌تر از ریسک سایر سرمایه‌گذاری‌های مشابه است.

همان‌طور که در نمودار (۲) مشاهده می‌شود، سرمایه‌گذاران برای جبران ریسک بالای سرمایه‌گذاری‌های خود که ناشی از افق زمانی سرمایه‌گذاری است (افق زمانی بلندمدت)، نرخ بازدهی بالاتری را درخواست می‌کنند. نمودار مذکور نشان می‌دهد که منحنی بازده اوراق سبز نسبت به اوراق متعارف در سطح پایین‌تری قرار گرفته است. این بدان معناست که سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در اوراق سبز به‌طور متوسط نرخ بهره پایین‌تری مطالبه می‌کنند. مسأله دیگر اینکه با افزایش سررسید، اختلاف بازده بین اوراق سبز و متعارف بیشتر می‌شود. تفسیر آن این‌گونه است که سرمایه‌گذاران، پروژه‌های اوراق سبز منطبق با اهداف توسعه پایدار را در بلندمدت کم‌ریسک دانسته و در مقایسه با اوراق متعارف بازدهی پایین‌تری را مطالبه می‌کنند (Karpf & Mandel, 2018, pp. 161-165).

36. Renneboog

37. Tang & Zhang



نمودار (۲): مقایسه بازده اوراق سبز نسبت به اوراق متعارف

منبع: (Karpf & Mandel, 2018)

- پاسخ سؤال ۵): شرایط و ویژگی‌های طرح‌های واجد شرایط اوراق SRI یکی از ویژگی‌های کلیدی طرح‌های با مسئولیت اجتماعی، پایدار بودن آنهاست. انتشار گازهای گلخانه‌ای، رشد سریع جمعیت جهان، افزایش وابستگی به انرژی سوخت‌های فسیلی و به خطر افتادن زندگی نسل‌های آینده به دلیل تخریب محیط‌زیست و... اهمیت اقتصاد پایدار را دوچندان کرده است. (Batrancea et al., 2020, p. 74). مفهوم پایداری نخستین بار در سال ۱۹۸۷ میلادی در گزارش «آینده مشترک ما» توسط گروه جهانی محیط‌زیست و توسعه<sup>۳۸</sup> مطرح شد. اگرچه تعاریف متعددی از مفهوم پایداری وجود دارد اما بسیاری از آنها براساس اصطلاح خط پایین سه‌گانه<sup>۳۹</sup> ال‌کینگتون<sup>۴۰</sup> (۲۰۰۴م)، سه بُعد اساسی پایداری اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی را در نظر می‌گیرند: پایداری شامل وزن‌های برابر میان ثبات اقتصادی، سازگاری محیطی و تعادل اجتماعی است. همچنین پایداری، برنامه جامع اقدامات اخلاقی است. مطابق با قوانین اتحادیه اروپا، طرح‌های واجد شرایط سبز باید از الزامات زیر برخوردار باشند:

38. Brundtland

39. Triple Bottom Line

40. Elkington

اهداف انتشار



نمودار (۳): شرایط لازم برای واجد شرایط بودن طرح‌های سبز

منبع: (Alonso-Conde & Rojo-Suarez, 2020, P. 5).

با توجه به اینکه کشورها برای پیشرفت و توسعه نیازمند ایجاد مؤلفه‌هایی همچون تضمین استانداردهای مناسب زندگی، خلق ثروت، دسترسی آزاد به حوزه‌های اجتماعی و کیفیت بالای خدمات اجتماعی هستند، می‌توان گفت که حوزه‌های اصلی سرمایه‌گذاری اجتماعی در سطح دولتی عبارتند از: توسعه زیرساخت‌های اجتماعی، پایبندی به کیفیت خدمات اجتماعی، ایجاد جو اجتماعی مثبت در جامعه، عملکرد مؤثر بازار کار، رعایت اصول اجتماعی و زیست‌محیطی در کشور و... (Батракова, 2017) همچنین، قرار دادن املاک و دارایی‌های وقفی به‌عنوان یکی از طرح‌های واجد شرایط اوراق SRI جهت سرمایه‌گذاری بسیار حائز اهمیت است، زیرا برای سرمایه‌گذاران فرصتی را فراهم می‌آورد تا سرمایه خود را به اموالی با بازدهی مادام‌العمر و سودمند برای جامعه اختصاص دهند (Zain & Sori, 2020, p. 5).

ویژگی دیگر طرح‌های با مسئولیت اجتماعی، نوآورانه بودن آنهاست. استارت‌آپ‌ها و نوآوری‌های مالی به‌عنوان پاسخی به مشکلات اجتماعی و زیست‌محیطی در نظر گرفته می‌شوند. استارت‌آپ‌ها نقشی کلیدی در پیدایش کسب‌وکارهای پایدار دارند. برای مثال،

همان‌طور که اتحادیه اروپا (۲۰۱۲م) توضیح می‌دهد: SMEها و به‌ویژه استارت‌آپ‌ها می‌توانند گزینه‌های ایده‌آلی برای نوآوری‌های زیست‌محیطی باشند و محصولات، خدمات و فرآیندهای جدیدی را به محیط‌زیست عرضه نمایند (Bocken, 2015, pp. 648-657).

**– پاسخ سؤال ۶): راهبردهای موردنظر در انتخاب طرح‌های واجد شرایط اوراق SRI** معیارهای واجد شرایط شامل معیارهایی است که از سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی که ریسک‌های محیطی و اجتماعی به همراه دارند، جلوگیری به عمل می‌آورد. معیارهای انتخاب طرح‌های واجد شرایط معمولاً توسط کارشناسان مستقل ارائه می‌شود تا سرمایه‌گذاران اطمینان حاصل کنند که این طرح‌ها با معیارهای فنی مطابقت دارند.

حسن، چاچی و منشی<sup>۴۱</sup> (۲۰۲۰م) عملکرد شاخص جهانی بازار اسلامی داوجونز و شاخص پایداری بازار اسلامی داوجونز را مقایسه کردند و به این نتیجه رسیدند که فرآیند غربالگری شرعی در انتخاب طرح‌های واجد شرایط مؤثر بوده و منجر به عملکرد ضعیف نخواهد شد (Hassan, Chachi & Munshi, 2020, pp. 1-7).

غربالگری، عبارت است از وارد یا خارج نمودن شرکت‌ها از معیارهای محیطی یا اجتماعی. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران اجتماعی به دنبال سودآوری هستند که تأثیرات مثبتی بر جامعه می‌گذارد (Tippet, 2001, pp. 170-178).

غربالگری طرح‌های تأمین مالی شده به دو صورت انجام می‌گیرد: ۱- غربالگری منفی: سرمایه‌گذاران در این روش، «خطوط قرمز» ایجاد می‌کنند تا شرکت‌هایی که استراتژی‌های پایدار را توسعه نمی‌دهند کنار گذاشته شوند. برای مثال، شرکت‌هایی که در زمینه سلاح‌های کشتار جمعی، تنباکو، قمار، پرنوگرافی و... فعالیت می‌کنند، حذف می‌شوند. ۲- غربالگری مثبت: سرمایه‌گذاران در این روش، طرح‌هایی را انتخاب می‌کنند که به حفظ محیط‌زیست و توسعه کسب‌وکارهای اجتماعی همچون انرژی‌های تجدیدپذیر و شرکت‌های حمل‌ونقل پایدار کمک می‌کنند (Garcia- Bernabeu et al., 2019, p. 3).

- پاسخ سؤال ۷): معیارها و شاخص‌های اثربخشی اوراق SRI  
 شاخص‌های اخلاقی برای حمایت از سرمایه‌گذاران در فرآیندهای سرمایه‌گذاری، نوعی  
 گواهی کیفیت در مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی فراهم آورده و به ارائه خدمات مشاوره  
 تشویق می‌کنند.  
 جدول (۳)، استانداردهای لازم برای اثربخشی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی و  
 اجتماعی را به نمایش می‌گذارد.

جدول (۳): استانداردهای لازم در خصوص اثربخشی صندوق‌های  
 سرمایه‌گذاری اخلاقی و اجتماعی

دوستانه (خندان، برقراری ارتباط چشمی و...)	رفتار مشاور با مشتریان	رفتار مشاور
شناخت و درک صحیح مطالب	مدیریت داده‌های اطلاعاتی	
متناسب با توصیه‌های مشاور و نیازهای مشتریان	کفایت داده‌های اطلاعاتی	
انطباق با دانش مشتریان، عدم استفاده از اصطلاحات فنی غیرقابل فهم، شفاف بودن فرآیند	قابل درک بودن اطلاعات	
در نظر گرفتن ویژگی‌های فردی مشتریان و ایجاد پروفایل شخصی برای هر شخص	ویژگی‌های فردی مشتریان	
زمان کافی برای مشاوره دادن و صبور بودن در پاسخ به پرسش‌های مشتریان	در دسترس بودن زمان <sup>۴۲</sup>	
درخواست مشاور از سرمایه‌گذار جهت سرمایه‌گذاری	درخواست مشاور	
هزینه‌ها، عملکرد، ریسک، نقدینگی	اطلاعات مالی	محتوای مشاوره
اهداف و سیاست‌های سرمایه‌گذاری، ساختار صندوق، مشخص نمودن صنعت و...	استراتژی‌ها	
رویکرد غربالگری، معیارهای سرمایه‌گذاری	اطلاعات اخلاقی	
فرآیند تحقیق، انتخاب و کنترل شرکت‌ها	نحوه ایجاد پرتفوی	
اخذ نظرات کارشناسان، نتایج آزمون و ارزیابی مجلات تجاری	معیارهای اعتبارافزا	

آموزش اخلاقی مدیر صندوق و همکاری با سازمان‌های غیردولتی	صلاحیت اخلاقی شرکت‌ها
وجود نظارت‌های برون‌سازمانی	کنترل‌های بیرونی

منبع: (Schrader, 2006, PP. 200-214).

طی مطالعاتی که رنه‌بوگ، ترهوست و ژانگ (۲۰۰۶م) به عمل آوردند به این نتیجه رسیدند که برای اینکه سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی مؤثر واقع شوند، اقدامات زیر باید صورت پذیرد:

- ۱- عملکرد شرکت باید قابل‌اندازه‌گیری باشد. فقدان اهداف و اقدامات سازمانی دقیق خلاصه شده، ارزش شرکت و رفاه اجتماعی را در بلندمدت از بین می‌برد.
- ۲- در نظر گرفتن افق زمانی بلندمدت: به حداکثر رساندن ارزش شرکت در بلندمدت با حداکثر کردن رفاه اجتماعی سازگاری دارد.
- ۳- در نظر گرفتن هم‌زمان حداکثر کردن ارزش حقوق صاحبان سهام و رفاه ذی‌نفعان (کارکنان، جامعه و محیط‌زیست).
- ۴- تئوری‌های اقتصادی پیش‌بینی می‌کنند زمانی که مدیریت شرکت‌ها مستحکم بوده و در برابر مکانیسم‌های تصاحب محافظت می‌شوند، یا هنگامی که رقابت در بازار محصولات شدید نباشد، تمایل بیشتری برای چشم‌پوشی از سود برای رسیدن به مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارند.
- ۵- اجرای راهبردهای CSR. در واقع CSR مجموع کارایی زیست‌محیطی (حفاظت از منافع ذی‌نفعان محیطی) و پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی است. (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008, PP. 1723-1742).

تحقیقات در کشور ویتنام نیز نشان می‌دهد که عوامل اقتصادی، سیاسی، زیرساختی و اجتماعی و فرهنگی موجب توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی خواهند شد. از میان معیارهای انتخاب‌شده، عوامل زیرساختی و اقتصادی مهم‌ترین نقش را در توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی ویتنام ایفا می‌کنند. در واقع، وجود یک سیاست پولی کارآمد و نرخ بهره بالا در اوراق سبز برای توسعه این بازار بسیار مهم است. از میان عوامل سیاسی نیز حمایت دولت می‌تواند

بسیار حیاتی باشد. همچنین توجه اجتماع به محیط‌زیست و مسئولیت اجتماعی نیز می‌تواند نرخ ورود و سرمایه‌گذاری به این بازار را تشدید کند (Tu et al., 2020).

**- پاسخ سؤال ۸): بازیگران بالقوه اوراق SRI**

بازیگران بالقوه سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی در مجموع به ۴ دسته زیر تقسیم می‌شوند:

۱- سرمایه‌گذاران نهادی همچون؛ صندوق‌های بازنشستگی<sup>۳۳</sup>، شرکت‌های بیمه و اتحادیه‌های بانکی.

۲- سرمایه‌گذاران فردی که عمدتاً به سرمایه‌گذاری در صندوق‌های خرده‌فروشی تمایل دارند.

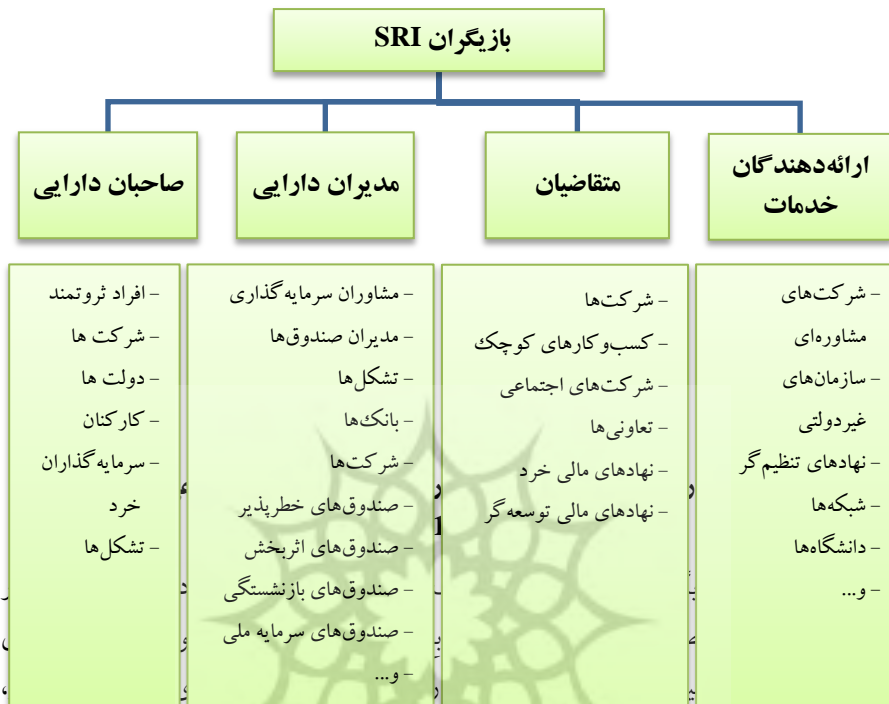
۳- طیف وسیعی از NGOها. اخیراً سازمان‌های مردم نهاد دوستدار محیط‌زیست، اتحادیه‌های کارگری، سازمان حقوق بشر و چندین سازمان مدنی دیگر در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها مشارکت فعالی داشته‌اند.

۴- صنعت مالی نیز یکی دیگر از بازیگران مهم SRI است که گاهی اوقات به‌عنوان سهامدار عمل کرده و به‌عنوان تسهیل‌گر برای دیگر سرمایه‌گذاران نقش ایفا می‌کند. (Wagemans & Koppen, 2013, pp. 235-252).

در تقسیم‌بندی دیگری، بازیگران کلیدی سرمایه‌گذاری‌های تأثیرگذار به چهار دسته صاحبان دارایی که در واقع صاحبان سرمایه محسوب می‌شوند، مدیران دارایی که سرمایه را به‌کار می‌گیرند، متقاضیانی که سرمایه را به‌کار گرفته و مورد استفاده قرار می‌دهند و ارائه‌دهندگان خدماتی که به کارکرد این بازار کمک می‌کنند، تقسیم می‌شوند.

در نمودار (۴)، بازیگران کلیدی سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی نمایش داده شده است:





ایمنی و مراقبت‌های بهداشتی در محیط کار مشارکت دارند (-Ballester, Pérez-Gladish & Garcia-Bernabeu, 2015, pp. 3-22).

**پاسخ سؤال ۹): سیاست‌های انگیزشی موردنیاز برای توسعه اوراق SRI**

پژوهش‌ها در این زمینه به دودسته تقسیم می‌شوند. دسته اول، مطالعاتی است که عوامل انگیزشی لازم برای سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق را موردبررسی قرار می‌دهند. در مطالعات دسته اول، سرمایه‌گذاران به دو نوع سرمایه‌گذاران خصوصی و نهادی تقسیم می‌شوند که در ادامه، سیاست‌های انگیزشی لازم برای هر یک شرح داده شده است.

**الف. سرمایه‌گذاران خصوصی:** سرمایه‌گذاران خصوصی برخلاف شرکت‌های سرمایه‌گذاری که بیشتر به دنبال سودآوری بوده، تحت تأثیر ارزش‌های اخلاقی هستند. (Jansson & Biel, 2011, pp. 135-142). این نوع سرمایه‌گذاران، عمدتاً

سازمان‌هایی هستند که فعالیت‌های بشردوستانه انجام داده و نقشی فعال در توسعه سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی ایفا می‌کنند.

زمانی که شرکت‌ها براساس پارامترهای شاخص SRI رتبه‌بندی می‌شوند، انگیزه لازم را جهت بهبود عملکرد خود به منظور سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های با مسئولیت اجتماعی کسب می‌کنند (Liaw, 2020, p. 193). صدور گواهی‌نامه (تأییدیه مستقل) سبز، ارائه گزارش‌ها مستمر به سهامداران، ظهور مؤسسات رتبه‌بندی و شاخص‌های اخلاقی نیز علی‌رغم اینکه هزینه‌هایی را در کوتاه‌مدت به طرح تحمیل می‌کند، اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و اندازه بازار را ارتقاء می‌دهند (Liaw, 2020, p. 193).

**ب. سرمایه‌گذاران نهادی:** یکی از دلایل سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی جهت سرمایه‌گذاری در طرح‌های با مسئولیت اجتماعی، قوانین و مقررات است. برای مثال، در سال ۲۰۰۰ میلادی در کشور انگلستان، قانونی به تصویب رسید که صندوق‌های بازنشستگی را ملزم می‌کرد ملاحظاتی اجتماعی، اخلاقی و زیست‌محیطی را در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود وارد نمایند. در اوایل دهه ۲۰۰۰ نیز قوانین مشابهی در سوئد، نروژ و دانمارک تصویب شد که صندوق‌های بازنشستگی را به استفاده از سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی ترغیب می‌نمود. اسپارکس و کاوتون<sup>۴۴</sup> (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که فشار ذی‌نفعان دومین دلیل سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های با مسئولیت اجتماعی توسط سرمایه‌گذاران نهادی است. همچنین، آسیب‌پذیری کمتر در برابر بحران‌های مالی نیز از دلایل دیگر سرمایه‌گذاری در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به حساب می‌آید. در حقیقت، دغدغه و نگرانی سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به مسائل اخلاقی، اجتماعی و زیست‌محیطی و نقش نهادهای نظارتی در شکل‌گیری سرمایه‌گذاری‌های پایدار و مسئولانه در جامعه، عوامل انگیزشی مهمی برای جذب سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی محسوب می‌شوند (Taghizadeh-Hesary & Yoshino, 2020, p. 788).

یک سازمان مردم‌نهاد ممکن است به دلیل انگیزه‌های درونی اقدام به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اجتماعی نماید. درحالی‌که، قانون‌گذاری و فشار از سوی

ذینفعان، انگیزه‌ای خارجی جهت سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اجتماعی محسوب می‌شود (Wagemans & Koppen, 2013, pp. 242-250).

در واقع، با مطالعه ادبیات علمی می‌توان گفت که انگیزه سرمایه‌گذارانی که جذب سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی می‌شوند، بدین صورت است که گروهی احساس می‌کنند که باید منابع مالی خود را در بخش‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که ارزش‌ها و اولویت‌های شخصی آن‌ها سازگار باشد و گروهی دیگر احساس می‌کنند که باید منابع مالی خود را در بخش‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که به بهبود کیفیت زندگی در جامعه منجر شود (Schueth, 2003, pp. 190-192).

دسته دوم، مطالعاتی است که مشوق‌های لازم برای ناشران اوراق SRI را بررسی می‌کنند. این مشوق‌ها، به شرح جدول (۴) نمایش داده شده است.

**جدول (۴): طبقه‌بندی انگیزه‌های ناشران برای مشارکت در بازار اوراق SRI**

انگیزه‌های مالی	انگیزه‌های کسب‌وکار	محرك‌های قانونی / نهادی
بازده مالی بهتر	برند سازی	مشروعیت خواهی و مجوز اجتماعی برای فعالیت
کاهش ریسک مالی	کارایی عملیاتی	پاسخ‌گویی به ذی‌نفعان شناخته شده
هزینه سرمایه کمتر	ایجاد بازارهای جدید	فشارهای نهادی
دسترسی بهتر به سرمایه	کاهش ریسک‌های تجاری	-

منبع: (Maltais & Nykvist, 2020, p. 7).

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، ناشران به دلایل گوناگون همچون: انگیزه‌های مالی، انگیزه‌های کسب‌وکار و محرك‌های قانونی (نهادی) جذب این نوع سرمایه‌گذاری‌ها می‌شوند.

علاوه بر موارد مطرح‌شده در ادبیات علمی می‌توان گفت که سیاست‌گذاران نیز در جذب سرمایه‌گذاری در این نوع سرمایه‌گذاری‌ها نقش مهمی ایفا می‌کنند. برای مثال، یکی از مواردی که می‌تواند اشتیاق سرمایه‌گذاران را به سرمایه‌گذاری در طرح‌های سبز برانگیزاند، اختصاص بخشی از مالیات اخذشده از صنایع آلاینده به این طرح‌ها است؛ چراکه این مسأله علاوه بر جذابیت برای سرمایه‌گذاران سبب افزایش راندمان طرح

شده و شرکت‌های آلاینده را نیز مجبور به استفاده از فناوری‌های سبز می‌نماید (Taghizadeh- Hesary & Yoshino, 2020, p. 788).

دولت‌ها برای توسعه سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی گزینه‌های مختلفی را در پیش دارند. برای مثال، می‌توانند در نقش تنظیم‌کننده یا تسهیل‌گر عمل کنند، با برداشتن موانع یا محدودیت‌های زائد، به رشد و توسعه صنایع سبز کمک کنند یا مجموعه‌ای از سیاست‌ها را به منظور گسترش فناوری‌های پاک از جمله پرداخت یارانه، کمک‌هزینه‌های ویژه سرمایه‌گذاری، اعطای وام با شرایط بازپرداخت مناسب و... به کار گیرند (Agliardi & Agliardi, 2019, pp. 614-620).

**- پاسخ سؤال ۱۰): نحوه نظارت و گزارش‌دهی در فرآیند انتشار اوراق SRI**

رایج‌ترین شیوه نظارت بر اجرای سرمایه‌گذاری‌های اخلاقی و اجتماعی، ارائه گزارش‌های منظم توسط مدیران به متولی است. این عمل به منظور اجتناب از ایجاد تعارض میان اهداف اخلاقی و عملکرد طرح و حداکثر نمودن بازده سرمایه‌گذاری رخ می‌دهد. به عبارتی، نظارت مستمر بر عملکرد پروژه‌ها، سبب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری‌های با مسئولیت اجتماعی خواهد شد.

می‌توان با تدوین سیاست‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی، اصلاح و تجدیدنظر در سیاست‌های سرمایه‌گذاری موجود به منظور کاهش تعارضات بین اهداف و سرمایه‌گذاری‌ها و افشای سیاست‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی و نظارت بر اجرای دقیق آن‌ها در پیشبرد این نوع سرمایه‌گذاری‌ها موفق عمل نمود (Kreander, Beattie & McPhail, 2009, pp. 154-160). برای مثال، استرالیا در مارس ۲۰۰۳، الزامات افشای اطلاعات اخلاقی را تحت قانون اصلاح خدمات مالی<sup>۴۵</sup> به تصویب رساند. اصلاحات مذکور، شرکت‌ها را ملزم به افشای میزان رعایت استانداردهای کاری، محیطی، اجتماعی یا ملاحظات اخلاقی در انتخاب، حفظ یا نگهداری فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌نماید. (Bauer, Otten & Rad, 2006, p. 35). همچنین، در بحث انتشار گازهای گلخانه‌ای نیز می‌توان با کاهش یارانه سوخت‌های فسیلی، اخذ مالیات و طراحی سیاست‌هایی جهت وادار نمودن شرکت‌ها به

45. Financial Services Reform Act (FSRA)

افزایش شفافیت، افشای اطلاعات مالی و انعکاس ریسک‌های عملیاتی در نتایج مالی خود، به بهبود شرایط موجود اقدام نمود.

اهمیت شیوه‌های بازار برای توسعه سیستم مالی سبز در گزارش منتشرشده توسط بانک خلق چین و UNEP در سال ۲۰۱۵ میلادی مورد تأکید قرار گرفته است. این گزارش خاطرنشان می‌کند که از طریق سیاست‌ها و اقدامات نظارتی طراحی شده، مشارکت‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های سبز می‌توانند با کاهش هزینه‌های تأمین مالی و بهبود در دسترس بودن منابع مالی، بازده سرمایه‌گذاری ناشی از طرح‌های سبز را افزایش دهند. وانگ و ژی<sup>۴۶</sup> (۲۰۱۶) استدلال کردند که چارچوب مقرراتی مناسب و حمایت دولتی می‌تواند سازوکار بازار اوراق سبز را بهبود بخشد (Anh Tu, Sarker & Rasoulinezhad, 2020, p. 126). در جدول (۵)، تجربه کشورهای مختلف در زمینه قانون‌گذاری و نظارت در سرمایه‌گذاری‌های SRI نمایش داده شده است (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008, p. 1733).

#### جدول (۵): تجربه کشورهای مختلف در زمینه قانون‌گذاری و نظارت در سرمایه‌گذاری‌های SRI

کشور	تجارب قانون‌گذاری
بریتانیا	بریتانیا اولین کشوری بود که افشای سیاست‌های سرمایه‌گذاری اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی صندوق‌های بازنشستگی و مؤسسات خیریه را تنظیم نمود. در ژوئیه ۲۰۰۰، اصلاحیه قانون بازنشستگی ۱۹۹۵ به اجرا درآمد و طبق این اصلاحیه متولیان صندوق‌های بازنشستگی در بریتانیا ملزم به رعایت ملاحظات اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی شدند.
استرالیا	در لایحه سال ۲۰۰۱، مقرر شد که کلیه خدمات ارائه‌شده توسط شرکت‌ها شامل توصیفی از «میزان استاندارد به‌کار گرفته‌شده یا ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی یا اخلاقی» باشد. همچنین از سال ۲۰۰۱، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار استرالیا ملزم به تهیه گزارش مسئولیت اجتماعی سالیانه شدند. بلژیک: این کشور در سال ۲۰۰۱، قانون «Vandebroucke» را تصویب نمود که براساس آن صندوق‌های بازنشستگی باید میزان قابل‌توجهی از سرمایه‌گذاری‌های خود را به جنبه‌های اجتماعی، اخلاقی و زیست‌محیطی اختصاص دهند.

کشور	تجارب قانون گذاری
فرانسه	قانون «مقررات اقتصادی جدید» در سال ۲۰۰۱، شرکت‌های بورسی را ملزم می‌کرد اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی را در گزارش‌های سالانه خود منتشر کنند. فرانسه اولین و تنها کشور اروپایی است که گزارش‌دهی اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی را برای همه شرکت‌های فهرست شده اجباری نمود.
آلمان	سال ۱۹۹۱ در این کشور قانونی تصویب شد که به صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری با سرمایه محدود <sup>۴۷</sup> جهت سرمایه‌گذاری در انرژی‌های تجدیدپذیر امتیازاتی همچون امتیازات مالیاتی را اعطا می‌کرد.
ایتالیا	کلیه صندوق‌های بازنشستگی از سپتامبر ۲۰۰۴، ملزم به افشای عوامل غیرمالی همچون عوامل اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر داشت، شدند.
هلند	اداره مالیات هلند در سال ۱۹۹۵ «طرح سرمایه‌گذاری و پس‌انداز سبز» را معرفی نمود که بر اساس آن برای سرمایه‌گذاری‌های سبز مانند انرژی‌های بادی و خورشیدی و کشاورزی ارگانیک معافیت مالیاتی در نظر گرفته می‌شد.
سوئد	صندوق‌های بازنشستگی ملی سوئد نیز از سال ۲۰۰۲، موظف به رعایت جنبه‌های زیست‌محیطی و اخلاقی در سیاست‌های سرمایه‌گذاری خود شدند.

#### ۴. خلأ نظری

پس از بررسی ادبیات علمی موجود، می‌توان خلأهای نظری این حوزه را برشمرد و برنامه‌ای برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد کرد. در ادامه، ذیل هرکدام از سؤال‌های پژوهش حاضر، مهم‌ترین خلأهای نظری و پیشنهادها بیان شده‌اند:

✓ سؤال اول پژوهش: تعریف واحدی از اوراق SRI در سطح جهانی وجود ندارد و محققان تعاریف گوناگونی از این نوع اوراق ارائه نموده‌اند. برای مثال، برخی از تعاریف به ریسک و بازده این اوراق توجه داشته و برخی دیگر به تأثیرگذاری این اوراق می‌پردازند. پیشنهاد می‌شود در تعریف اوراق، وجه اشتراک تعاریف ارائه شده در ادبیات علمی یعنی مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی مدنظر قرار گیرد.

- ✓ **سؤال دوم پژوهش:** پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه، مزیت این اوراق را عمدتاً نسبت به اوراق قرضه متعارف بررسی کرده و نسبت به ابزارهای مالی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا سایر اوراق بهادر اسلامی مطالعه جامعی صورت نگرفته است.
- ✓ **سؤال سوم پژوهش:** پژوهش مستقلی در زمینه انواع اوراق SRI صورت نگرفته و مقاله‌ها به‌صورت پراکنده به این موضوع پرداخته‌اند و این مسأله می‌تواند در پژوهش‌های بعدی به‌صورت مجزا مورد بررسی قرار گیرد. همچنین، در مقاله‌های حاضر صرفاً به بررسی اوراق سبز، اوراق دیاسپورا، اوراق وقف و اوراق با تأثیرگذاری اجتماعی پرداخته شده، درحالی‌که انواع دیگری همچون اوراق واکسیناسیون، اوراق طول عمر و... نیز می‌تواند مبنای تحقیقات آینده قرار گیرد.
- ✓ **سؤال چهارم پژوهش:** نظرات در رابطه با ریسک و بازده این نوع سرمایه‌گذاری‌ها متفاوت بوده و پژوهشگران از روش‌های کیفی در مطالعات خود بهره‌جسته‌اند. استفاده از روش‌های کمی برای سنجش ریسک و بازده این نوع سرمایه‌گذاری‌ها بسیار راهگشا بوده و خلأ آن در ادبیات علمی مشاهده می‌شود.
- ✓ **سؤال پنجم پژوهش:** مطالعات در این زمینه بسیار اندک و به‌صورت پراکنده انجام شده است. این مسأله می‌تواند در پژوهش‌های بعدی به‌صورت مجزا مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ **سؤال ششم پژوهش:** مطالعات در این زمینه تنها به روش‌های غربالگری منفی و مثبت توجه داشته و روشی کمی برای انتخاب طرح‌های واجد شرایط ارائه نشده است. در روش‌های غربالگری نیز شاخصی برای سنجش میزان مؤثر بودن طرح‌ها وجود نداشته و سرمایه‌گذاران تنها به گزارش‌ها ارائه‌شده توسط مؤسسات اکتفا می‌کنند.
- ✓ **سؤال هفتم پژوهش:** پژوهش‌ها در این خصوص به‌صورت کیفی بوده و لازم است شاخصی کمی تعریف شود که اثربخشی این نوع اوراق را مورد ارزیابی قرار دهد. همچنین، به دلیل کیفی بودن معیارها و شاخص‌ها، تنوع سلاقی وجود داشته و سرمایه‌گذاران جهت اطمینان از میزان اثربخشی این اوراق مقداری با سردرگمی مواجه خواهند شد.



- ✓ سؤال هشتم پژوهش: مورد خاصی مشاهده نشد.
- ✓ سؤال نهم پژوهش: پژوهش مستقلی در این زمینه صورت نگرفته و مقاله‌ها به صورت پراکنده به این موضوع پرداخته‌اند و این مسأله می‌تواند در پژوهش‌های بعدی به صورت مجزا مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ سؤال دهم پژوهش: درباره نحوه نظارت و گزارش‌دهی، مقاله‌های متعددی وجود دارد ولی سیر تطوری این پدیده کمتر در ادبیات علمی بحث شده و روند پژوهی فقط به مطالعات اوراق SRI پرداخته است. مطالعات تحلیل روند می‌تواند تحلیل بهتری از وضعیت این پدیده، سیر تطور آن و افق پیش‌رو ارائه کند.

#### جمع‌بندی

ماهیت عملیاتی اوراق SRI به‌عنوان یک ابزار مالی در سراسر جهان مورد پذیرش قرار گرفته است. با توجه به این واقعیت، تحقیقات در مورد اوراق SRI نیز توجه گسترده‌ای را مخصوصاً در چند سال اخیر در بین محققان به خود جلب کرده است.

مرور نظام‌مند بر ادبیات علمی نشان می‌دهد که چگونه پیکره دانشی «اوراق بهادار اسلامی SRI» به‌مرور زمان شکل گرفته و چکیده‌ای برای فهم آن فراهم می‌کند. هدف پژوهش حاضر، بررسی ادبیات موجود در زمینه اوراق بهادار اسلامی SRI است. بدین منظور، مطالب کلیدی مقاله‌های علمی در محورهای تعریف، مزیت رقابتی، ماهیت ریسک و بازدهی، شرایط و ویژگی‌های طرح‌های واجد شرایط، راهبردهای مورد نظر در انتخاب طرح‌ها، معیارها و شاخص‌های اثربخشی، بازیگران بالقوه، سیاست‌های انگیزشی و شیوه نظارت و گزارش‌دهی اوراق SRI نوشته شده است. انتخاب این بخش از اوراق برای مرور در کنار سایر ابزارهای مالی اسلامی، تأکیدی بر نقش و اهمیت این موضوع در بوم سازگان مالی است.

در مقاله حاضر، سؤال‌های متعددی درباره اوراق SRI طرح شد و سیر تطوری آن مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که در ادبیات علمی مشاهده می‌شود، کشورهای ایالات متحده آمریکا، انگلستان، چین، آلمان، استرالیا و ایتالیا بیشترین مطالعات را در زمینه اوراق سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی به عمل آورده‌اند. تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که محققان، بیشتر به عملکرد و ماهیت این اوراق پرداخته و به جنبه‌های دیگر از جمله

ویژگی دارایی‌های مبنای انتشار، نحوه محاسبه ریسک و بازدهی، پایداری مالی، تمایز این اوراق با سایر ابزارهای مالی همچون صندوق‌های سرمایه‌گذاری و... توجه چندانی نشده است.

### کتابنامه

- ۱- برامکی یزدی، حجت‌اله (۱۳۸۷). جایگاه سرمایه اجتماعی در اقتصاد اسلامی و تأثیرات آن بر توسعه. همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، مشهد، ایران.
- 2- Baramaki, H., (2008). *The Place of Social Capital in Islamic Economic and its Effects on Development*. Islamic Economics and Development Conference, Mashhad, Iran. (In Persian).
- ۳- عاقلی، لطفعلی؛ و صادقی، حسین (۱۳۸۰). روند تخریب زیست‌محیطی در ایران (کاربرد منطق فازی). *اقتصاد کشاورزی و توسعه*. ۹(۳۶)، ۱۷۴-۲۲۰.
- 4- Agheli, L., & Sadeghi, H. (2001). The Process of Environmental Destruction in Iran (The Use of Fuzzy Logic). *Agricultural Economics and Development*, 9 (36), 174-220. (In Persian).
- 5- Afik, Z., Katz, H., Levy, A., & Yosef, R. (2021). New Development: Does Investment in Social Impact Bonds Affect Equity Prices? An Event Studies. *Public Money & Management*, 41(3), 272-275.
- 6- Agliardi, E., & Agliardi, R. (2019). Financing Environmentally-Sustainable Projects with Green Bonds. *Environment and Development Economics*, 24(6), 608-623.
- 7- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2021). Impact Investing: Review and Research Agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 33(2), 153-181.
- 8- Alonso-Conde, A.-B., & Rojo-Suárez, J. (2020). On the Effect of Green Bonds on the Profitability and Credit Quality of Project Financing. *Sustainability*, 12(16), 6695.
- 9- Anh Tu, C., Sarker, T., & Rasoulinezhad, E. (2020). Factors Influencing The Green Bond Market Expansion: Evidence from a Multi-Dimensional Analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(6), 126.
- 10- Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2015). The Ethical Financial Question and the MCDM Framework. In *Socially Responsible Investment*, 3-22. Springer.
- 11- Batrancea, I., Batrancea, L., Maran Rathnaswamy, M., Tulai, H., Fatacean, G., & Rus, M.-I. (2020). Greening the Financial System in USA, Canada and Brazil: A Panel Data Analysis. *Mathematics*, 8(12), 2217.
- 12- Bauer, R., Otten, R., & Rad, A. T. (2006). Ethical Investing in Australia: Is there a Financial Penalty? *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(1), 33-48.
- 13- Bocken, N. M. (2015). Sustainable Venture Capital-Catalyst for Sustainable Start-up Success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647-658.
- 14- Cummings, L. S. (2000). The Financial Performance of Ethical Investment Trusts: An Australian Perspective. *Journal of Business Ethics*, 25(1), 79-92.

- 15- Deschryver, P., & De Mariz, F. (2020). What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? *Journal of Risk and Financial Management*, 13(3), 61.
- 16- Garcia-Bernabeu, A., Salcedo, J. V., Hilario, A., Pla-Santamaria, D., & Herrero, J. M. (2019). Computing The Mean-Variance-Sustainability Nondominated Surface by Ev-MOGA. *Complexity*.
- 17- Hassan, A., Chachi, A., & Munshi, M. R. (2020). Performance Measurement of Islamic Mutual Funds Using DEA Method. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- 18- Jackson, E. T. (2013). Evaluating Social Impact Bonds: Questions, Challenges, Innovations, and Possibilities in Measuring Outcomes in Impact Investing. *Community Development*, 44(5), 608–616.
- 19- Jansson, M., & Biel, A. (2011). Motives to Engage in Sustainable Investment: A Comparison Between Institutional and Private Investors. *Sustainable Development*, 19(2), 135–142.
- 20- Kajiita, R. M., & Murote kang'ethe, S. (2020). Investing in People and Communities for Social Change: Lessons from Social Enterprises in South Africa. *Journal of Progressive Human Services*, 31(2), 126–143.
- 21- Karpf, A., & Mandel, A. (2018). The Changing Value of the Green Label on the US Municipal Bond Market. *Nature Climate Change*, 8(2), 161–165.
- 22- Kassim, S., & Abdullah, A. (2017). Pushing the Frontiers of Islamic Finance Through Socially Responsible Investment Sukuk. *Al-Shajarah: Journal of the International Institute of Islamic Thought and Civilization (ISTAC)*, 187–213.
- 23- Ketkar, S. L., & Ratha, D. (2011). Diaspora bonds for funding education. *Migration Letters*, 8(2), 153.
- 24- Kreander, N., Beattie, V., & McPhail, K. (2009). Putting our Money Where Their Mouth is: Alignment of Charitable Aims with Charity Investments—Tensions in Policy and Practice. *The British Accounting Review*, 41(3), 154–168.
- 25- Lainer-Vos, D. (2013). The Practical Organization of Moral Transactions: Gift Giving, Market Exchange, Credit, and The Making of Diaspora Bonds. *Sociological Theory*, 31(2), 145–167.
- 26- Li, G., Shi, X., Yang, Y., & Lee, P. K. (2020). Green Co-Creation Strategies Among Supply Chain Partners: A Value Co-Creation Perspective. *Sustainability*, 12(10), 4305.
- 27- Liaw, K. T. (2020). Survey of Green Bond Pricing and Investment Performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 193.
- 28- Losse, M., & Geissdoerfer, M. (2021). Mapping Socially Responsible Investing: A Bibliometric and Citation Network Analysis. *Journal of Cleaner Production*, 296, 126376.
- 29- Maltais, A., & Nykvist, B. (2020). Understanding the Role of Green Bonds in Advancing Sustainability. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–20.



- 47- Wang, M., Li, X., & Wang, S. (2021). Discovering Research Trends and Opportunities of Green Finance and Energy Policy: A Data-Driven Scientometric Analysis. *Energy Policy*, 154, 112295.
- 48- Wins, A., & Zwergel, B. (2015). Private Ethical Fund Investors Across Countries and Time: A Survey-Based Review. *Qualitative Research in Financial Markets*.
- 49- Wirth, E. (2018). *The Norwegian Government Pension Fund Global, Corporate Social Responsibility and Climate Change*.
- 50- Zain, N. S., & Sori, Z. M. (2020). An Exploratory Study on Musharakah SRI Sukuk for the Development of Waqf Properties/Assets in Malaysia. *Qualitative Research in Financial Markets*.
- 51- Zhou, X., Zhang, R., & Polochova, V. (2021). The Dependence of Chinese Green and Conventional Bond Markets Under Extreme and Normal Market Conditions. *Environmental Science and Pollution Research*, 28(38), 53208–53223.
- 52- Батракова, Т. І., Кушнір, С. О., & Басенко, К. О. (2017). *The Activation of Regulatory Policy Towards the Development of Social Investment*.

