

الله أكبر



وزارت علوم، تحقیقات و فناوری  
پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پژوهشکده مطالعات تطبیقی اقتصاد و مدیریت  
گروه اقتصاد

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی علوم اقتصادی  
**بررسی فقهی – اقتصادی کارکرد بازار ثانویه**  
**اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در نظام مالی اسلام**

استاد راهنما:

دکتر محمد نقی نظرپور

استاد مشاور:

دکتر سید سجاد علم الهدی

پژوهشگر:

روح اله عبادی

بهمن ماه ۱۳۹۲

اکنون که بر گذری دیگر از زندگی ایستاده‌ام، حاصل تلاش و اشتیاق روزهای متمادی‌ام را تقدیم می‌کنم به

## پدر و مادر مهربانم

که گل‌های پرطراوت بهار زندگیشان را به پایم ریختند؛

آنان که فروغ نگاهشان، گرمی کلامشان و روشنی رویشان، سرمایه‌های جاودانی زندگی من است؛

آنان که راستی قامت‌م، در شکستگی قامت‌شان تجلی یافت.

## پروردگارا!

سپاس بی‌پایان تو را به خاطر همه‌ی موهبت‌هایی که بی‌آنکه بدان‌ها علم داشته باشم، ارزانیم داشتی. ابتدا از موهبت انسان بودن برخوردار نمودی و سپس در دل سیاهی ندانستن، نشان از قلم دادی و منت آموختن بر من نهادی و این گونه مرا در میان کائنات برافراشتی.

اینک که به این نعمات خویش مفتخرم ساختی، یاریم ده تا بتوانم آن گونه که دوست داری، از همه بهره برم و آن گونه که رضای توست زندگی کنم. یاریم ده تا قدردان تو و اساتید خود باشم. آنان که رهنمون من در هزاران راه ناآشنا شدند؛ چه آنان که دیروز در پناه دستان گرمشان بر سر انگشتانم، الفبا قامت بست و چه آنان که امروز روشنای حضورشان تا انتهای راه با من است.

در این راستا، به ویژه از استاد عزیز و بزرگوارم جناب آقای **دکتر محمدنقی نظریور** که ضمن قبول راهنمایی این پایان‌نامه، از ابتدای شکل‌گیری ایده تدوین تا سرانجام کار، همواره این‌جانب را مرهون دیدگاه‌های ارزشمند و صائب خود نمودند، تشکر و قدردانی می‌نمایم.

از استاد بزرگوار جناب آقای **دکتر سید سجاد علم الهدی**، که زحمت مشاوره این پایان‌نامه را برعهده داشتند، کمال تشکر را داشته، سپاسگذار زحمات ارزشمندشان در دوره نگارش این رساله می‌باشم.

از استاد عزیز و گرامی جناب آقای **دکتر سید عباس موسویان**، که قبول زحمت فرموده و با دقت تمام، داوری پایان‌نامه را پذیرفتند، صمیمانه تشکر و قدردانی می‌نمایم و از صمیم قلب، قدردان زحمات دلسوزانه‌شان خواهم بود.

در عین حال، علیرغم تمامی این راهنمایی‌ها و مشاورت‌ها، ضعف‌ها و کاستی‌های این پایان‌نامه بر عهده این‌جانب است و امیدوارم با تذکرات و توصیه‌هایی که صاحب‌نظران ارایه می‌فرمایند، در فرصت مقتضی، این تحقیق به صورتی جامع‌تر و کامل‌تر در اختیار جامعه علمی قرار گیرد.

## چکیده

تأمین منابع مالی لازم برای رشد و توسعه اقتصادی، دغدغه تمامی کشورهای در حال توسعه می باشد. نقش بازارهای مالی به عنوان بسترساز توسعه اقتصادی از طریق تجهیز پس اندازها و تخصیص بهینه سرمایه اثبات شده است. تحریم ربا و خروج ابزارهای مالی ربوی از چرخه معاملات بازارهای مالی اسلامی و عدم امکان تأمین مالی از این طریق، ضرورت تدارک ابزارهای مالی مناسب و کارا جهت سرمایه گذاری و تأمین مالی مبتنی بر شریعت اسلامی را نمایان می سازد. وجود بازار ثانویه فعال برای اوراق بهادار یکی از الزامات توسعه و تعمیق بازارهای مالی است؛ به گونه ای که رونق بازار اولیه تا حدود زیادی به وجود و رونق بازار ثانویه بستگی دارد.

در بازارهای مالی ایران به دلیل الزام به رعایت موازین شرعی، اوراق بهادار موجود در بازار اولیه و ثانویه می بایست در چارچوب قواعد و الزامات شرعی مورد مبادله قرار گیرند. اهمیت بهبود کارایی بازار ثانویه اوراق اسلامی (صکوک) در انعطاف پذیری اوراق و قابلیت انتشار برای تأمین مالی است. وجوه لازم برای تدارک مالی با داد و ستد دارندگان وجوه مازاد و دریافت کنندگان تسهیلات این اوراق در بازار ثانویه تأمین گردیده و از بسیاری از معاملات غیررسمی فاقد استانداردهای لازم خرید و فروش مبتنی بر قواعد شرعی جلوگیری می کند.

با توجه به نقش بازار ثانویه در گسترش بازارهای مالی، در این مطالعه سعی شده است به سه پرسش «حکم فقهی خرید و فروش انواع اوراق بهادار در بازار ثانویه، نقش بازارهای ثانویه در کارآمدی بازار اولیه و کارکرد مطلوب بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک)» پاسخ داده شود. بدین منظور به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع معتبر، عملیات بازار ثانویه مبتنی بر قواعد بازارهای مالی اسلامی با توجه به ماهیت حقوقی و به تبع آن احکام فقهی متفاوت آنها بررسی شد. در ادامه نشان داده شده است، علی رغم تحریم ربا و ممنوعیت کاربرد ابزارهای مالی متعارف مبتنی بر ربا، با توجه به وجود ظرفیت خرید و فروش انواع ابزارهای مالی اسلامی در بازار ثانویه بر اساس فقه معاملات اسلامی، کارآمدی بازار اولیه منوط به داشتن بازار ثانویه فعال است. همچنین در صورت استفاده کامل از پتانسیل های بازارهای مالی اسلامی، علاوه بر توسعه و تعمیق بازار ثانویه و استفاده از کارکردهای متنوع بازار ثانویه به خصوص درجه نقدشوندگی اوراق در این بازار، می توان تا حدود زیادی خلاء ناشی از حذف اوراق بهادار ربوی را پوشش داد.

**واژگان کلیدی:** بازار ثانویه، ابزارهای مالی، نظام مالی اسلام، بازارهای مالی

## فهرست مطالب

فصل اول: کلیات و مفاهیم .....	۱
۱-۱. مقدمه .....	۱
۱-۲. طرح مسئله تحقیق .....	۲
۱-۳. اهمیت موضوع تحقیق .....	۳
۱-۴. سؤالات اصلی تحقیق .....	۴
۱-۵. فرضیه های تحقیق .....	۴
۱-۶. روش تحقیق .....	۴
۱-۷. اهداف تحقیق .....	۴
۱-۸. قلمرو تحقیق .....	۵
۱-۹. مفاهیم و اصطلاحات تحقیق .....	۵
۱-۱۰. پیشینه تحقیق .....	۲۳
۱-۱۰-۱. مطالعات داخلی .....	۲۳
۱-۱۰-۲. مطالعات خارجی .....	۲۸
۱-۱۱. جنبه های جدید بودن و نوآوری تحقیق .....	۳۱
فصل دوم: بررسی فقهی بازار ثانویه اوراق بهادار .....	۳۳
۲-۱. مقدمه .....	۳۳
۲-۲. ویژگی های اوراق بهادار متعارف (سنتی) .....	۳۵
۲-۲-۱. اوراق قرضه .....	۳۶
۲-۲-۲. ضرورت به کارگیری اوراق قرضه .....	۳۶
۲-۲-۳. ویژگی های اوراق قرضه .....	۳۷
۲-۳. ربا و بهره .....	۳۸
۲-۳-۱. تعریف لغوی و اصطلاحی .....	۳۸
۲-۳-۲. مروری بر احکام و علل حرمت ربا (بهره) .....	۴۰

۴۰	..... ۲-۳-۲-۱. تحریم ربا در آیات قرآن
۴۱	..... ۲-۳-۲-۲. تحریم ربا در روایات اسلامی
۴۳	..... ۲-۳-۳-۲. تحریم ربا با استفاده از اجماع فقهای اسلام
۴۳	..... ۲-۳-۳-۴. تحریم ربا با استفاده از دلیل عقلی
۴۴	..... ۲-۳-۳. ملاک و معیارهای ربا
۴۸	..... ۲-۴. ویژگی اوراق بهادار اسلامی
۴۹	..... ۲-۵. عملیات بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی
۵۱	..... ۲-۵-۱. بازار ثانویه اوراق بهادار (صکوک) غیرانتفاعی
۵۱	..... ۲-۵-۱-۱. اوراق قرض الحسنه
۵۱	..... ۲-۵-۱-۲. بازار ثانویه اوراق قرض الحسنه
۵۲	..... ۲-۵-۱-۳. اوراق وقف
۵۴	..... ۲-۵-۱-۴. بازار ثانویه اوراق وقف
۵۵	..... ۲-۵-۲. بازار ثانویه اوراق بهادار (صکوک) انتفاعی
۵۵	..... ۲-۵-۲-۱. صکوک مبتنی بر خرید و فروش دین
۵۶	..... ۲-۵-۲-۱-۱. بررسی کاهش دین در مقابل پرداخت زودتر
۶۱	..... ۲-۵-۲-۱-۲. اوراق مرابحه
۶۴	..... ۲-۵-۲-۱-۳. بازار ثانویه اوراق مرابحه
۶۷	..... ۲-۵-۲-۱-۴. اوراق استصناع
۶۹	..... ۲-۵-۲-۱-۵. بازار ثانویه اوراق استصناع
۷۰	..... ۲-۵-۲-۱-۶. اوراق خزانه اسلامی
۷۱	..... ۲-۵-۲-۱-۷. بازار ثانویه اوراق خزانه اسلامی
۷۲	..... ۲-۵-۲-۲. صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی
۷۳	..... ۲-۵-۲-۲-۱. اوراق مشارکت
۷۶	..... ۲-۵-۲-۲-۲. بازار ثانویه اوراق مشارکت
۷۷	..... ۲-۵-۲-۲-۳. اوراق مضاربه
۷۸	..... ۲-۵-۲-۲-۴. بازار ثانویه اوراق مضاربه
۷۹	..... ۲-۵-۲-۲-۵. اوراق مزارعه
۷۹	..... ۲-۵-۲-۲-۶. بازار ثانویه اوراق مزارعه
۸۰	..... ۲-۵-۲-۲-۷. اوراق مساقات
۸۱	..... ۲-۵-۲-۲-۸. بازار ثانویه اوراق مساقات
۸۱	..... ۲-۵-۲-۲-۹. اوراق جعاله
۸۲	..... ۲-۵-۲-۲-۱۰. بازار ثانویه اوراق جعاله
۸۳	..... ۲-۵-۲-۲-۱۱. اوراق اجاره
۸۵	..... ۲-۵-۲-۲-۱۲. بازار ثانویه اوراق اجاره
۸۷	..... ۲-۵-۲-۳. صکوک مبتنی بر خرید و فروش منفعت
۸۸	..... ۲-۵-۲-۳-۱. بازار ثانویه اوراق منفعت
۹۱	..... ۲-۵-۲-۴. صکوک مبتنی بر خرید و فروش دارایی های آتی

۹۲.....	۲-۴-۵-۲. بازار ثانویه اوراق سلف
۱۰۰.....	۲-۶. جمع بندی
۱۰۲.....	<b>فصل سوم: ضوابط عمومی قراردادهای بازار ثانویه اسلامی</b>
۱۰۲.....	۳-۱. مقدمه
۱۰۳.....	۳-۲. اصل نخست: عدالت
۱۰۶.....	۳-۳. اصل دوم: اخلاق تأمین مالی
۱۱۰.....	۳-۴. اصل سوم: سازگاری با فقه و حقوق اسلامی
۱۱۰.....	۳-۵. اصل چهارم: ممنوعیت اکل مال به باطل
۱۱۳.....	۳-۵-۱. خرید و فروش در بازار ثانویه و قاعده اکل مال به باطل
۱۱۴.....	۳-۶. اصل پنجم: ممنوعیت غرر
۱۱۵.....	۳-۶-۱. ملاک و معیار غرر
۱۱۵.....	۳-۶-۲. عمومیت قاعده نفی غرر در همه معاملات
۱۱۶.....	۳-۶-۳. خرید و فروش در بازار ثانویه و قاعده غرر
۱۱۸.....	۳-۷. اصل ششم: ممنوعیت ضرر و ضرار
۱۲۰.....	۳-۷-۱. معنای ضرر و ضرار
۱۲۱.....	۳-۷-۲. خرید و فروش در بازار ثانویه و قاعده لا ضرر
۱۲۲.....	۳-۸. اصل هفتم: ممنوعیت ربا
۱۲۳.....	۳-۸-۱. خرید و فروش در بازار ثانویه و ممنوعیت ربا
۱۲۳.....	۳-۹. بورس بازی در بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی
۱۲۹.....	۳-۱۰. جمع بندی
۱۳۱.....	<b>فصل چهارم: بررسی اقتصادی بازار ثانویه اوراق بهادار</b>
۱۳۱.....	۴-۱. مقدمه
۱۳۳.....	۴-۲. اثرات اقتصادی انتشار اوراق بهادار متعارف (قرضه)
۱۳۵.....	۴-۳. اثرات اقتصادی انتشار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)
۱۳۸.....	۴-۴. قیمت گذاری اوراق بهادار در بازار اولیه
۱۴۰.....	۴-۵. سازوکار قیمت گذاری اوراق در بازار ثانویه
۱۴۱.....	۴-۶. خرید و فروش پی در پی اوراق بهادار
۱۴۲.....	۴-۷. نقش بازار ثانویه در گسترش بازارهای مالی
۱۴۴.....	۴-۸. بازار ثانویه و کارآمدی بازار اولیه
۱۴۸.....	۴-۹. ورود بانک مرکزی و اعمال سیاست های پولی
۱۵۰.....	۴-۹-۱. عملیات بازار باز (OMO) و تأثیر گذاری آن بر بازار اوراق بهادار
۱۵۶.....	۴-۹-۲. استفاده از اوراق بهادار اسلامی (غیر قرضه ای) در عملیات بازار باز
۱۵۹.....	۴-۹-۳. مطالعه اوراق گواهی سپرده قابل معامله به عنوان ابزار عملیات بازار باز
۱۶۰.....	۴-۹-۳-۱. نقل و انتقال اوراق گواهی سپرده قابل معامله
۱۶۳.....	۴-۹-۴. ساختار بازار گواهی سپرده قابل معامله



۱۶۵.....	۴-۱۰. بازار ثانویه و بازار بین بانکی .....
۱۶۹.....	۴-۱۱. نقش بازار ثانویه در درجه نقد شوندگی اوراق بهادار .....
۱۷۱.....	۴-۱۲. بازار ثانویه در اقتصاد بانک محور و سرمایه محور .....
۱۷۹.....	۴-۱۳. جمع بندی .....
۱۸۳.....	<b>فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها .....</b>
۱۸۳.....	۵-۱. نتیجه گیری .....
۱۸۸.....	۵-۲. پیشنهادهای سیاستی .....
۱۸۹.....	۵-۳. پیشنهاد برای تحقیقات آتی .....
۱۹۰.....	منابع و مأخذ .....

# فصل اول

## کلیات و مفاهیم

### ۱-۱. مقدمه

امروزه بازارهای مالی نقش مهم و تعیین کننده در تأمین مالی سرمایه گذاری ها به عهده دارند و به عنوان پایه اصلی توسعه اقتصادی در کشورهای توسعه یافته به حساب می آیند. معرفی ابزارها و نوآوری های متنوع و متعدد، بیانگر این پیشرفت می باشند.

یکی از راهکارهای پیش روی کشورهای اسلامی که اغلب دارای ساختار اقتصادی در حال توسعه می باشند، بسط و تعمیق بازارهای مالی جهت عبور از مرحله توسعه نیافتگی است. بازارهای مالی قابلیت تجهیز و تخصیص منابع مالی را داشته و با کاهش هزینه مبادله<sup>۱</sup>، تسریع فرآیند توسعه ملی را به همراه دارند. بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه از عمق مالی کافی برخوردار نبوده و تأمین کننده ی نیازهای متقاضیان نمی باشند و لذا در فرآیند توسعه اقتصادی آن طور که شایسته است، ایفای نقش نمی کنند.

---

1- Transaction cost.

از این رو ضروری است ارتباط بازارهای مالی متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه شکل گیرد و نقش، جایگاه و کارکرد این ساختارها به خوبی تبیین شود. به علاوه، نحوه ارتباط میان بازارها و ابزارهای مالی، باید متناسب با شریعت اسلامی و به گونه‌ای مناسب طراحی گردد تا به خوبی عهده‌دار نقل و انتقال وجوه و زمینه‌ساز رشد و توسعه اقتصادی باشد. زیرا بازارهای مالی دنیا، عمدتاً کارکردی مبتنی بر نرخ بهره دارند و موقعیت دارایی‌ها و بدهی‌ها در این نوع اقتصادها بر اساس نرخ بهره تعدیل می‌شوند. گسترش و تعمیق بازارهای مالی نیز در گرو داشتن بازار ثانویه فعال برای ابزارهای مالی می‌باشد.

در فصل اول ضمن بیان مسأله، اهمیت تحقیق، سؤالات اصلی، فرضیه‌ها، روش تحقیق مفاهیم و اصطلاحات کلیدی، پیشینه مطالعات صورت گرفته نیز بررسی خواهد شد تا با تبیین این مباحث، گام‌های مقدماتی جهت پرداختن به کارکرد بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) در نظام مالی اسلام برداشته شود.

## ۲-۱. طرح مسئله تحقیق

تأمین مالی منابع لازم برای رشد و توسعه اقتصادی، دغدغه تمامی کشورهای در حال توسعه می‌باشد. بدین جهت طراحی و تنوع ابزارهای متنوع با هدف ایجاد انگیزه در میان صاحبان سرمایه و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری صورت گرفته و این امر به جذب و تجهیز منابع و رفع کمبودهای مالی متقاضیان منابع مالی در یک سیستم اقتصادی کمک می‌نماید. قبل از صدور مجوز برای ظهور ابزار خاصی، باید جایگاه و کارکردهای آن به خوبی تبیین گردد. در کشورهای توسعه یافته ابزارهای تأمین مالی گسترش زیادی یافته است اما به دلیل ملاحظات شرعی همه این ابزارها در جامعه اسلامی قابلیت اجرا ندارد. گرچه استفاده از تجربیات کشورهای موفق برای ابزارسازی و تنوع بخشی به آنها سودمند است، لیکن ضروری است بازار مالی و سرمایه‌ای متناسب با ساختار و مکتب اقتصادی جامعه و متناسب با شریعت اسلامی به گونه‌ای طراحی گردد که علاوه بر نقل و انتقال وجوه، هر ابزاری بتواند نیازی ویژه در بازارهای مالی را مرتفع سازد.

وجود بازار ثانویه فعال برای اوراق بهادار اسلامی، یکی از الزامات توسعه و تعمیق بازارهای مالی محسوب می‌گردد. با توجه به اینکه در بازارهای مالی ایران مبادله اوراق بهادار در چارچوب الزامات و قواعد شرعی صورت می‌گیرد، گسترش استفاده از ابزارهای مالی در بازارهای مالی اسلامی نیاز به داشتن بازارهای ثانویه فعال مبتنی بر فقه معاملات است. از آنجایی که قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار منتشر شده در بازار اولیه در بازارهای ثانویه زیاد بوده و به جهت دفعات دادوستدهای نامحدود و جابه‌جا شدن مالکیت ابزارهای مالی قابل دادوستد در این بازارها، بهره‌گیری از پتانسیل جذب منابع مالی در این بازارها می‌تواند وجوه لازم برای پشتیبانی مالی از بخش‌های مختلف اقتصادی را فراهم و با گسترش هر چه بیشتر و فعال‌تر کردن بازار ثانویه به بخش قابل توجهی از نیاز افراد حقیقی و حقوقی علاقمند به سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی اسلامی پاسخ داد.

### ۳-۱. اهمیت موضوع تحقیق

نقش بازارهای مالی به عنوان بستر ساز توسعه اقتصادی از طریق تجهیز پس‌اندازها و تخصیص بهینه سرمایه اثبات شده است. از طرفی تحریم ربا و خروج ابزارهای مالی ربوی از چرخه معاملات بازارهای مالی اسلامی و عدم امکان تأمین مالی از این طریق، ضرورت تدارک ابزارهای مالی مناسب و کارا جهت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مبتنی بر شریعت اسلامی را نمایان ساخته و فعال ساختن بازار ثانویه جهت نیل به این مقصود ضروری می‌باشد. اهمیت بهبود کارایی بازار ثانویه اوراق اسلامی (صکوک) از آن جهت است که به سبب انعطاف‌پذیری اوراق و قابلیت انتشار برای تأمین مالی، وجوه لازم برای پشتیبانی مالی با داد و ستد دارندگان وجوه مازاد و دریافت‌کنندگان تسهیلات این اوراق در بازار ثانویه تأمین گردیده و از بسیاری از معاملات غیررسمی فاقد استانداردهای لازم خرید و فروش مبتنی بر قواعد شرعی جلوگیری می‌کند. به دلیل کارکردهای متنوعی که بازارهای ثانویه و معامله در آن دارد لازم است به عنوان یک ابزار کارآمد و مفید در جهت نیل به اهداف اقتصادی اسلام مورد استفاده جدی قرار گیرد. توجه به این موضوع از آن جهت حائز اهمیت است که ظرفیت خرید و فروش انواع ابزارهای مالی اسلامی در بازار ثانویه در فقه معاملات اسلامی وجود دارد و در صورت استفاده کارا از اوراق مذکور می‌توان به شکل‌گیری بازار ثانویه فعال امیدوار بود.

#### ۴-۱. سؤالات اصلی تحقیق

۱. خرید و فروش انواع اوراق بهادار در بازار ثانویه از نظر فقهی چه حکمی دارد؟
۲. نقش بازارهای ثانویه در کارآمدی بازار اولیه چیست؟
۳. کارکرد مطلوب بازار ثانویه اوراق بهادار اسلامی (صکوک) چگونه است؟

#### ۵-۱. فرضیه های تحقیق

۱. خرید و فروش اوراق بهادار در بازار ثانویه از نظر فقهی مشروع می باشد.
۲. کارآمدی بازار اولیه منوط به وجود بازار ثانویه فعال است.
۳. از کارکردهای مطلوب بازار ثانویه، درجه نقدشوندگی بالای اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است.

#### ۶-۱. روش تحقیق

روش تحقیق با توجه به موضوع به روش توصیفی، اکتشافی و تحلیل محتوا به صورت مطالعات اسنادی و مبتنی بر منابع معتبر و شیوه های فقهی متعارف می باشد. اطلاعات موجود درباره مفاهیم و روابط اساسی متغیرها از کتابها و مقالات مرتبط جمع آوری و مطالعه می شود.

#### ۷-۱. اهداف تحقیق

اهداف متنوعی را می توان در قالب نتایج حاصل از پژوهش پیش بینی نمود:

۱. شناسایی و نحوه کارکرد ابزارهای مالی
۲. بهره گیری از عقود اسلامی جهت مهندسی انواع جدید ابزارهای مالی
۳. نقش بازار ثانویه در گسترش و تعمیق بازارهای مالی
۴. طراحی بازار ثانویه فعال برای اوراق بهادار اسلامی

## ۸-۱. قلمرو تحقیق

۱. قلمرو مکانی: بازارهای مالی اسلامی که از این نوع ابزار استفاده می نمایند.
۲. قلمرو زمانی: به جهت نوع و موضوع پژوهش قلمرو زمانی خاصی را نمی توان برای آن در نظر گرفت.
۳. قلمرو موضوعی: با توجه به عنوان پایان نامه در قلمرو بانکداری و بازار سرمایه اسلامی می باشد.

## ۹-۱. مفاهیم و اصطلاحات تحقیق

برخی از مهم ترین مفاهیم و اصطلاحات کلیدی این تحقیق عبارتند از:

### نظام مالی

نظام مالی به شبکه ای از بازار مالی، بازرگانان، خانوارها، دولت و مؤسسه های اطلاق می شود که در نظام مشارکت می کنند و عملیات آنها بر اساس مقررات خاصی صورت می پذیرد. این مجموعه جریان پول و انواع سپرده ها و اوراق بهادار و ابزارهای پول و سرمایه را با کمک معیارهای تحت کنترل خود در اختیار گروه های مختلف کارگزاران بازار در بخش حقیقی اقتصاد قرار می دهند.

### بازار مالی<sup>۱</sup>

بازار مالی، بازاری است که در آن دارایی های مالی (اوراق بهادار) از قبیل سهام و اوراق قرضه خرید و فروش می شوند و به دارایی های مالی دیگری - یا به پول - تبدیل می شوند<sup>۲</sup>. در بازارهای مالی، زمانی وجوه انتقال می یابند که یک طرف معامله، دارایی های مالی را خریداری می کند. بازارهای مالی جریان وجوه را تسهیل می کنند و بدین ترتیب امکان سرمایه گذاری خانواده ها، بنگاه های تجاری و نهادهای دولتی را فراهم می سازد<sup>۳</sup>.

---

<sup>۱</sup> - Financial Market.

<sup>۲</sup> - کیث، پیلیم، تأمین مالی و بازارهای مالی، ترجمه ی حسین قضاوی، انتشارات پژوهشکده ی پولی و بانکی - بانک مرکزی ج.ا.ا، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۱، صص ۵۷-۵۶.

<sup>۳</sup> - جف مادورا، بازارها و نهادهای مالی، ترجمه و تألیف ابراهیم عباسی و علی آدوسی، سازمان بورس اوراق بهادار تهران (مدیریت آموزش)، ۱۳۸۸، ص ۸.

ساختار بازارهای مالی یک کشور می تواند ساختار مبتنی بر محوریت بازار پول یا محوریت بازار سرمایه باشد. در کشورهای توسعه یافته، معمولاً بازار سرمایه محور اصلی تامین مالی است و در مقابل در اغلب کشورهای در حال توسعه، این بازار پول است که در کانون ساختار مالی قرار دارد. نماد اصلی بازار پول بانک ها و نظام بانکی و نماد اصلی بازار سرمایه، بازار بورس اوراق بهادار است<sup>۱</sup>.

## بازار پول<sup>۲</sup>

بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه های تجاری این امکان را می دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند.

دلیل عمده ی نیاز واحدهای اقتصادی به بازار پول، عدم همزمانی دریافت پول و انجام مخارج است. هر چند این امکان برای واحدهای اقتصادی وجود دارد که مستقل از دریافت وجوه نقدی، برای انجام مخارج برنامه ریزی شده ی خود، منابع پولی نگهداری کنند، اما این امر متضمن هزینه ای به شکل نرخ بهره است و بنگاه های اقتصادی با هدف حداقل کردن این هزینه، تلاش می کنند که کمترین منابع مالی ممکن را برای انجام دادوستدهای روزانه نگهداری کنند. برای این منظور، آن ها ترکیبی از منابع نقد و ابزارهای مالی بازار پول با ویژگی نقدینگی بالا و هزینه و ریسک به نسبت اندک را مورد استفاده قرار خواهند داد. بازار پول یک بازار سازمان یافته نیست. به عبارت دیگر محل جغرافیایی خاصی برای بازار پول در نظر گرفته نمی شود و به طور کلی بانک ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی و سایر مکان هایی که دادوستد ابزارهای مالی بازار پول در آن انجام می شود، تشکیل دهنده ی بازار پول هستند.

بنابراین بازار پول همان بازار وجوه کوتاه مدت است که وظیفه پاسخگویی به تقاضای وجوه کوتاه مدت بخش خصوصی و بخش دولتی را برعهده دارد. فعالان این بازار در درجه اول افراد یا واحدهای دارای مازاد نقدینگی هستند که عموماً به عنوان پس انداز کننده از طریق سیستم بانکی مورد نیاز واحدهای

---

۱ - هاشمی دیزج، عبدالرحیم، پول، ارز و بانکداری، انتشارات حافظ اندیشه، چاپ چهارم زمستان ۱۳۹۱، ص ۱۷۶-۱۷۷

اقتصادی دیگر را در اختیارشان می گذارند. به این ترتیب مهمترین رسالت بازار پول ایجاد تسهیلات برای واحدهای اقتصادی جهت رفع نیاز نقدینگی (کوتاه مدت) و نیز تأمین سرمایه در گردش می باشد. این اعتبارات غالباً به منظور تأمین اعتبار اقلام کوتاه مدت ترازنامه، جبران تنگناهای مالی و نیازهای تجاری واحدهای اقتصادی مورد استفاده قرار می گیرد. اهم ویژگیهای بازار پول را می توان به صورت زیر برشمرد:

۱. بالا بودن درجه اطمینان نسبت به بازپرداخت اصل و فرع
۲. سرعت انجام معاملات مالی در این بازارها
۳. استفاده از ابزارهایی با درجه بالای نقدینگی
۴. اعمال کنترل مقامات پولی (بانک مرکزی) با استفاده از ابزارهای سیاست پولی<sup>۱</sup>

### نهادهای بازار پول

بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی از قبیل، بانک‌های تجاری و مؤسسات اعتباری غیربانکی از مهمترین نهادهای بازار پول به شمار می آیند. در کنار این واسطه‌های مالی، شرکت‌های تجاری، دولت و مؤسسات دولتی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران و معامله‌گران و در نهایت سرمایه‌گذاران نیز نقش مهمی در این بازار ایفا می کنند.

بانک‌ها یکی از مهم‌ترین نهادهای بازار پول می باشند که نقشی انکارناپذیر در تأمین مالی طرح‌های تولیدی، خدماتی و تجاری بر عهده دارند. به گونه‌ای که یکی از نقش‌های آنها، واسطه‌گری مالی بین پس اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است. از این رو، بانک‌ها در هر اقتصاد، به عنوان واسطه‌های مالی تعریف می شوند که سعی در تسهیل انجام معاملات و انواع فعالیت‌های مختلف اقتصادی دارند که وجوه و سپرده‌های پس اندازکنندگان را جمع‌آوری کرده و سپس در قالب وام و اعتبار در اختیار متقاضیان سپرده‌ها، قرار می دهند. شبکه بانکی با جمع‌آوری این منابع پراکنده و قرارداد آن در اختیار سرمایه‌گذاران، زمینه‌های لازم برای رشد سرمایه‌گذاری‌ها و در نهایت، رشد درآمد ملی و بهبود رفاه

---

۱ - ختایی، محمود، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، تهران: انتشارات مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک



جامعه را فراهم می‌آورد<sup>۱</sup>، زیرا که رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، بدون افزایش کمی عامل سرمایه - به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل تولید- میسر نخواهد بود.

بر اساس یک تعریف ساده، بانک یک مؤسسه انتفاعی است که با سرمایه خود یا سپرده‌های مشتریان، به منظور کسب سود، اقدام به جمع‌آوری سپرده‌ها، دادن وام، اعتبار و خدمات بانکی می‌نماید. بر اساس این تعریف ساده، می‌توان فعالیت‌های مؤسسات پولی و بانکی را در عرصه‌ی اقتصاد، به دو گروه عمده: جمع‌آوری سپرده‌های مردم و اعطای تسهیلات و اعتبارات به آن‌ها، طبقه‌بندی نمود<sup>۲</sup>. به عبارت دیگر، وظیفه‌ی اساسی بانک‌ها، تجهیز و تخصیص منابعی از قبیل پول و اوراق جایگزین آن می‌باشد که با قبول سپرده‌ها و دادن وام و اعتبار، عملی می‌گردد و امروزه با طراحی انواعی از سپرده‌های بانکی، وجوه مازاد اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری کرده و از طریق تسهیلات بانکی در اختیار فعالان اقتصادی قرار می‌دهند و بدین وسیله طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی را تأمین مالی می‌کنند. گاهی خود بانک‌ها با مشکل تأمین مالی مواجه شده و برای تهیه منابع به بازارهای مالی دیگر متوسل می‌شوند و از ابزارهای مالی دیگری در کنار سپرده‌های بانکی استفاده می‌کنند<sup>۳</sup>.

#### بازار سرمایه<sup>۴</sup>

یکی دیگر از اجزاء بازارهای مالی، بازار سرمایه می‌باشد که علت اساسی ضرورت و اهمیت وجود آن در اقتصاد، نیاز فرآیند تولید به سرمایه است. بازار سرمایه بازار داد و ستدهای بلند مدت مالی است. اصطلاح بلند مدت ناظر بر مطالبات مالی با سررسید بیش از یکسال می‌باشد. سرمایه‌گذاری برای رشد اقتصادی دارای نقش اساسی می‌باشد و بازار سرمایه، همچون یک واسطه، پس‌انداز هر واحد اقتصادی را به واحدهای اقتصادی نیازمند منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری انتقال می‌دهد<sup>۱</sup>.

---

۱ - مجتهد، احمد و حسن‌زاده، علی، پول و بانکداری و نهادهای مالی، پیشین، صص ۱۲۰-۱۱۹.

۲ - همان، ص ۱۱۹.

۳ - موسویان، سیدعباس، «تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا»، فصلنامه پول و اقتصاد، ش ۴، تابستان ۱۳۸۹، ص ۸۱.

به عبارت دیگر، بازار سرمایه، بازاری است که محل تلاقی پس اندازها و سرمایه گذاری‌ها است و امروزه از مهم‌ترین بخش‌های حیاتی اقتصاد کشورهاست که با رشد و توسعه اقتصاد، این بازار همواره جایگاه گسترده‌تر و مهم‌تری یافته است و همواره به شکل سازمان‌یافته‌تری در اقتصاد کشورها حضور دارد و نقش آن در زمینه توسعه از اهمیت بیشتری برخوردار می‌باشد. به گونه‌ای که، سرمایه‌های خرد را جمع‌آوری کرده و با جمع‌آوری این وجوه و ارائه آن به سرمایه‌گذاران، امکان سرمایه‌گذاری بلندمدت را فراهم می‌کند و این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که در تعداد زیادی از بنگاه‌ها سهام باشند و با تنوع امکانات واسطه‌های مالی، اقتصاد را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا تشویق می‌کند و این امر منجر به تحریک رشد بلندمدت اقتصادی<sup>۱</sup>، افزایش تولید، کنترل تورم، مشارکت مردم در تأمین مالی واحدهای صنعتی و سهام شدن آن‌ها در مالکیت شرکت‌ها، افزایش تعهد و کارآیی مدیران و نهایتاً افزایش تولید ناخالص داخلی می‌شود<sup>۲</sup> و این امر، راه توسعه و ایجاد شغل و افزایش سطح رفاه عمومی را هموار می‌کند.

بازار سرمایه در پی بروز و شناخت ناتوانی بازار پول در ایجاد تعادل بین عرضه و تقاضا، به عنوان گزینه‌ای مؤثر در جهت ایجاد تعادل مورد توجه قرار می‌گیرد. سیاست‌های مالی و اعتباری در ابتدا بازارهای سرمایه را ایجاد کرد و مسئله‌ای به نام «بورس» و «سهام» را به عنوان امری تأثیرگذار، جای خود را در زندگی مردم باز کرد و مردمی که تا آن زمان مازاد نقدینگی خود را در سپرده‌های بانکی نگهداری می‌کردند، کم‌کم نحوه‌ی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه را یاد گرفتند.

## بورس

بورس واژه‌ای فرانسوی و برگرفته از یک نام یونانی است و در اصطلاح به نوعی بازار خرید و فروش و یا نوعی معامله گفته می‌شود که در آن اسناد اوراق مالی، پول کشورهای مختلف، فلزات، طلا

---

۱ - حاجیان، محمدرضا و همکاران، بررسی ضرورت تدوین قانون بازار سرمایه در ایران، تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، پاییز ۱۳۷۷، ص ۵.

۲ - حسن‌زاده، علی و احمدیان، اعظم، «اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی»، فصلنامه پول و اقتصاد، ش ۲، زمستان ۱۳۸۸، صص ۳۵ - ۳۴.

۳ - نمازی، محمد، بررسی عملکرد اقتصادی بورس اوراق بهادار در ایران، تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، تابستان ۱۳۸۲، ص ۱۷.

و نقره و امثال آنها مبادله میشود. این واژه بطور معمول همراه با اضافه بکار می رود، مانند بورس اوراق بهادار، بورس فلزات، بورس جواهرات و اگر بصورت مطلق استفاده شود منظور بورس اوراق بهادار است.<sup>۱</sup>

## بازار بورس اوراق بهادار

یک بازار رسمی و دائمی است که در یک محل معین تشکیل می شود و در آن ابزارهای مالی و اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرند.<sup>۲</sup> در واقع، بازار بورس اوراق بهادار مکانی است که در آن با توجه به سفارش های خریداران و فروشندگان، اوراق بهادار معامله می شود و وجود فعال این بازار، قیمت اوراق بهادار را عادلانه تر، سرعت معاملات را بیشتر کرده و کمک زیادی به فرآیند تشکیل سرمایه و سرمایه گذاری می نماید.<sup>۳</sup> در بورس اوراق بهادار که نمود بارزی از بازار سرمایه و به عنوان بخشی از این بازار می باشد<sup>۴</sup>، اوراق سهام و سرمایه شرکت ها مورد معامله قرار می گیرد. شرکت هایی که در بورس پذیرفته می شوند شرایط مشخصی را دارا می باشند:

- شرایط مربوط به تعداد سهام و سهامداران، بر طبق این شرط تعداد سهام و سهامداران شرکت باید

از تعداد معینی بیشتر باشد؛

- شرط مربوط به سودآوری شرکت؛

- شرط کیفیت مطلوب مدیریت که در ارتباط نزدیک با شرط دوم می باشد؛

- شرط وجود سیستم مالی قابل اعتماد تا منافع سهامداران تأمین شده و از سوء استفاده های

احتمالی توسط مدیران شرکت جلوگیری شود؛

---

۱ - سرآبادانی، غلامرضا، «نگرش اسلام بر فعالیت های بازار بورس اوراق بهادار»، پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد،

دانشگاه مفید، ۱۳۷۹. ص ۸

۲ - گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، تهران: انتشارات امیر کبیر، ۱۳۷۴، ص ۱۸.

۳ - نمازی، محمد، بررسی عملکرد اقتصادی بورس اوراق بهادار در ایران، تهران: معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، تابستان ۱۳۸۲، صص ۱۶-۱۷.

۴ - کدخدایی، حسین، مبانی مقررات بازار سرمایه، تهران: انتشارات بیمه مرکزی ایران، ۱۳۷۸، ص ۱۱؛ حاجیان و همکاران، همان، ص ۸؛ احمد مدرسی و فرهاد عبدالله زاده، مدیریت مالی، ج ۱، تهران: انتشارات چاپ و نشر بازرگانی، چاپ اول، ۱۳۷۸، ص ۱۰.

- شرط وجود سیستم گزارش دهی مناسب به عبارتی هرگونه اطلاعی که به نحوی بر ارزش سهام اثر بگذارد باید به سرعت و بدون تبعیض به اطلاع سهامداران برسد.<sup>۱</sup>

بنابراین وجود بورس موجب می شود که معاملات سریعتر و عادلانه تر انجام شود. در نبود بورس، انجام معامله روی اوراق بهادار توسط کسانی که در اقصاء نقاط کشور پراکنده اند مشکل خواهد بود و تعیین قیمت نیز در شرایط کارا صورت نخواهد گرفت.

## اوراق بهادار

اوراق بهادار که از آن به عنوان ابزار مالی، دارایی مالی و دارایی نامشهود نیز تعبیر میشود، ورقه با ارزش و قابل مبادله‌ای است که به جهت اعتبار دولت یا سندیت از یک دارایی مشهود (فیزیکی) ارزش مبادله‌ای پیدا کرده است.<sup>۲</sup> مشهورترین اوراق بهادار، پول رایج کشورها، چکهای مسافرتی، چکهای بانکی، اعتبار نامه ها، سفته، برات، اوراق سهام، اوراق قرضه و اسناد خزانه است.

اوراق بهادار به طور کلی به صورت زیر دسته بندی می شوند:

۱. اوراق بدهی مانند سند بدهی بانک، اوراق قرضه و سهام قرضه

۲. اوراق حقوق صاحبان سهام مانند سهام عادی و ...

۳. ابزارهای مشتقه مثل، قرار دادهای آتی، اختیار معامله<sup>۳</sup>

دسته بندی ذکر شده در فضای اقتصاد سنتی مرسوم است، اما اوراق بهادار متنوعی در نظام مالی اسلام تعریف و دسته بندی شده است، نظیر اوراق بهادار غیرانتفاعی، اوراق بهادار مبتنی بر خرید و فروش دین واقعی، اوراق بهادار مبتنی بر خرید و فروش دارایی، اوراق بهادار مبتنی بر خرید و فروش منفعت و اوراق بهادار مبتنی بر قراردادهای آتی که در ادامه به آنها پرداخته خواهد شد.

---

۱ - ختایی، محمود، «گسترش بازارهای مالی و رشد اقتصادی»، تهران: انتشارات مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، بانک

مرکزی ج.ا.، بهار ۱۳۷۸، ص ۴۱

۲ - فری، مایکل، مبانی بازار و نهادهای مالی، ج ۱، ترجمه حسین عبده تبریزی، تهران: انتشارات نشر پیشبرد، چاپ سوم،

۱۳۸۶، ص ۱۸

۳ - گلریز، حسن، بورس اوراق بهادار، تهران: انتشارات امیر کبیر، ۱۳۷۴. ص ۳۶

## بازار اولیه<sup>۱</sup>

بازار اولیه، بازار مالی است که در آن، شرکت‌ها یا نهادهای دولتی استقراض کننده‌ی وجوه، به خریداران اولیه، اوراق بهادار جدید مثل اوراق قرضه یا سهام می‌فروشند.<sup>۲</sup> بازاری است که در آن اوراق بهاداری که یک ناشر به منظور تأمین مالی خود برای اولین بار (برای عرضه به عموم) منتشر می‌کند، به فروش می‌رسد. بازار اولیه در نتیجه فروش مستقیم و دست اول اوراق بهادار توسط شرکت‌ها یا مؤسسات دولتی، عمومی یا خصوصی به سرمایه‌گذاران خصوصی و مؤسسات سرمایه‌گذاری ایجاد می‌شود. بنگاه اقتصادی می‌تواند در بازار اولیه داراییهای مالی خود را با منابع مالی بلند مدت مبادله کند. در بیشتر کشورهای دنیا، بانکهای سرمایه‌گذار خالق و به وجود آورنده بازارهای اولیه محسوب می‌شوند و اوراق بهادار را پیش از انتشار قیمت گذاری می‌کنند و سپس می‌فروشند.<sup>۳</sup>

در این بازار همواره با دو رویداد مهم رو به رو هستیم: اول سهام و اوراق قرضه ای که برای اولین بار از سوی بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شود، دوم سرمایه‌ای که به واسطه انتشار این اوراق در بنگاه‌های مزبور تشکیل می‌شود. بدیهی است که داد و ستدهای بعدی بر روی این اوراق عملاً در بازاری صورت می‌پذیرد که به عنوان بازار ثانویه شناخته می‌شود.

در بازار سرمایه بانک‌های سرمایه‌گذار متعددی فعالیت می‌کنند. این بانک‌ها نه سرمایه‌گذار بوده و نه در نقش بانک ظاهر می‌شوند، اما عرضه خدمات آنها حایز اهمیت بسیاری است. این بانکها به بنگاه‌های اقتصادی کمک می‌کنند تا اوراق بهادار خود را آسان‌تر در بازار به فروش برسانند. حتی سرمایه‌گذاران بزرگ نیز برای کسب اطلاعات بیشتر به این مؤسسات مراجعه می‌کنند تا به اطلاعات ذی‌قیمتی درباره اسناد و اوراق بهادار بازار دست اول دست یابند. این بانک‌ها معمولاً در بازار دست دوم

---

1 - Primary Market.

۲ - فردریک اس. میسکین، اقتصاد پول و بانکداری و بازارهای مالی، ترجمه و تألیف حسین قضاوی، نشر مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، ۱۳۸۸، ص ۵۵.

۳ - نوروش، ایرج و شیروانی، رضا، فرهنگ حسابداری نوروش، انتشارات رهنما، ۱۳۸۶، ص ۵۰۵

در نقش معامله‌گران و کارگزاران اوراق بهادار فعالیت می‌کنند و در بازار اولیه اوراق بهادار همانند معامله‌گران و کارگزاران بازار خارج از بورس به ایفای نقش می‌پردازند.<sup>۱</sup>

## وظایف بازارهای اولیه

بطور کلی می‌توان وظایف بازارهای اولیه را به شرح زیر طبقه‌بندی و ارائه کرد:<sup>۲</sup>

۱. نقش واسطه: آنها بین شرکتها و خریداران بالقوه اوراق بهادار قرار می‌گیرند و برای عرضه اوراق بهادار به شرکت‌های انتشار دهنده انواع مختلف خدمات ارائه می‌کنند.

۲. مشاوره

۳. بازار گردانی

۴. امور اداری، وظایف نمایندگی

۵. نقش تضمین فروش، پذیره نویسی ( اخذ تعهد خرید)<sup>۳</sup>

۶. تهیه آگهی پذیره نویسی، نوعی آگهی است که سرمایه‌گذاران بالقوه را از انتشار اوراق بهادار جدید آگاه می‌سازد.

۷. توزیع و فروش زمانی که باید اوراق قرضه یا سهام جدیدی تضمین گردد، مسئولیت توزیع آن اوراق را برعهده می‌گیرند.

۸. گروهی از بانک‌های سرمایه‌گذار را تشکیل دهند و در مورد اوراق بهادار جدید و وصول پول‌های مربوطه، خدماتی را به شرکت‌های عرضه‌کننده اوراق بهادار ارائه نمایند.

## بازار ثانویه<sup>۴</sup>

بازار ثانویه شامل آن بخش از بازار سرمایه می‌شود که در آن اوراق بهاداری که قبلاً در بازار عرضه شده‌اند، مورد داد و ستد قرار می‌گیرند. بازار ثانویه به ترتیباتی اطلاق می‌شود که از طریق آن

---

1- Kenyon&Cheliotis2004, network markets dynamics, driven from www.telecomcapacity.com38-39& ;Koch,A.j,(2001), selecting overseas markets and entry models: two decision processes or one? Marketing intelligence,planning, No119,No,1,65-75

2- Saunders, Anthony and Marcia Millon Coent,(2007), "Financial Markets and Institutions:An Intrduction to the Risk Management Approach,3rd ed.,Boston Irwin:Mc Graw-Hill,page252-257

3-Underwriting

4- Secondary Market.