

التسعيرة في البورصة

La cotation en bourse

تمهيد:

تتحدد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات، إذ لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية وذلك كما هو متعارف عليه وفقا لآلية العرض والطلب، إذ تتحدد أسعار الأوراق المالية كذلك بتفاعل قوى العرض والطلب. حيث نجد في البورصة أوامر بيع وأوامر شراء إما من الذين يصدرون أسهم وسندات أو من الذين يريدون توظيف أموالهم في هذه الأوراق المالية، هذه الأوامر تتجه عبر كل الوسائل إلى مكان واحد هو السوق المالي المنظم إذ يعرف المجال الذي تلتقي فيه أوامر البيع وأوامر الشراء بالتسعيرة.

أولا-سعر البورصة:

وهو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء المعاملات في جلسة من جلسات البورصة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي وصلت إليها طلبات الشراء وعروض البيع.

ثانيا-العوامل المحددة للتسعيرة في البورصة:

تتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- 1-حجم السوق.
 - 2-حجم العرض والطلب.
 - 3-حجم الأسهم والسندات.
- كلما كانت هذه الأحجام كبيرة وواسعة فإننا نطبق طريقة التسعيرة المستمرة ، وكلما قلت الأحجام يتم اللجوء إلى تطبيق طريقة التسعيرة بالتثبيت.

ثالثا-طرق التسعيرة (أنظمة التسعير):

هناك نظامين للتسعير هما: التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة

1-التسعيرة بالتثبيت:Cotation au continue:

تتمثل عملية التسعيرة بالتثبيت في تطبيق سعر واحد خلال جلسة التداول، إذ تعقد التسعيرة بالتثبيت في جلسة واحدة ويتحدد فيها سعر واحد تنفذ به الأوامر التي تستجيب لهذا السعر وبقية الأوامر تنتظر حتى الجلسة القادمة.

ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعير (بالتثبيت والتسعيرة المستمرة)، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت ، حيث يسمح هذا النظام للتسعير ب:

- ❖ تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- ❖ تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب.
- ❖ تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة للبورصة.

2-التسعيرة المستمرة:cotation en continue:

في إطار التسعيرة المستمرة نجد سعر الافتتاح وسعر الإغلاق ، حيث يتغير سعر الورقة باستمرار، إذ تكون في كل لحظة أوامر جديدة بالشراء وأخرى بالبيع، كما أن عدد الأسعار يكون حسب الساعات التي تكون فيها البورصة مفتوحة وحسب مدة تغير جدول التسعيرة.

وتمر عملية التسعيرة المستمرة بمرحلتين:

✓ مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي (أي أنه يتم إدخال الأوامر في الحاسوب من طرف الوسطاء المعتمدين) وإلى هنا لا يتم أي تبادل.

حيث تعرض باستمرار على الشاشة حالة العرض والطلب بأسعارها وكمياتها المتعلقة بكل قيمة مدرجة وقبل الافتتاح يتم تكديس وتراكم وتجميع هذه الأوامر وكذا تصنيفها وترتيبها. وعند الافتتاح يحدد الحاسوب أو النظام الآلي سعرا يمكن من تداول أكبر عدد من القيم.

✓ مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تبدأ عملية التبادل بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين العرض والطلب والذي سيصبح سعرا للتبادل، وعند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحدد بسعر أعلى من سعر الافتتاح أو مساو له، أما أوامر البيع المحددة المنفذة فإنه سعرها يكون أدنى من سعر الافتتاح أو مساو له. وتتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة والتي تنفذ حسب قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا.

رابعا- طرق العمل بالتسعيرة:

1- طريقة المناذاة :

وتتم باجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات في البورصات حيث يتم تنفيذ أوامر الشراء أو البيع وذلك عن طريق المناذاة، ويتم ذلك عن طريق الوسطاء أو موظفيهم حيث يعلنون بصوت مرتفع أسماء الأوراق المرغوب بيعها أو شرائها مع الإشارة إلى الكميات والأسعار المقترحة مبدئيا، وبعد ذلك يجري نقاش بين البائعين والمشتريين بالنداء بأصواتهم وتتم المزايدات والتخفيضات بين الوسطاء حسب الأوامر التي أعطيت لهم من قبل المتعاملين حتى يتم تحديد التوازن .

ولأن هذه الطريقة يترتب عليها فوضى تعيق نشاط البورصة فإن الوسطاء المتفاوضين والمكلفين بتنفيذ الأوامر يبيعوا أو شراء يلجئون إلى استعمال الإشارات المتفق عليها والتي تعبر على اقتراحاتهم ، ويتولى ممثل البورصة الذي يدعى "المسجل" أو المسعر تسجيل الأسعار محل التفاوض محددًا بذلك سعر التوازن لكل ورقة .

2- تسعيرة الدرج:

هي طريقة شهيرة إلا أنها تختلف عن سابقتها في كون الالتزامات تتم كتابتها وتوضع في أدرج خاصة (كل نوع من الأدرج له نوع خاص به من الأوراق) حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها وبعد ذلك تتم عملية الفرز بين العروض والطلبات وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة خاصة عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة بمعنى عندما تكون البورصة متضمنة لعدد كبير من المتدخلين وطريقة التسعير هذه تتضمن جملة من المشاكل هي الأخرى من بينها: أنها لا تسمح بإيجاد سعر مرجعي كالطريقة السابقة، بالإضافة إلى غياب المعلومات الكافية، واستحالة تغيير الأوامر قبل آجال التبادل.

3- تسعيرة الصندوق:

وهي شبيهة جدا بتسعيرة الدرج لكنه يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء وفي حالات معينة يتوقع من تداولها جملة من المشاكل خارجة عن العادة أو غير متوقعة والذي يتعين تدخل سلطات البورصة باتخاذ القرارات الخاصة بها (بتداولها).

وعليه يتم تحديد السعر من خلال جمع كل الأوامر في صندوق واحد تحت وصاية سلطات البورصة وهذه الأخيرة هي المسؤولة عن تحديد سعر التوازن لمجموع هذه الأوراق (إيجابياتها أكثر من سلبياتها لأنها تحت رقابة سلطة البورصة).

- 4-تسعيرة المعارضة أو المقابلة:

وهي تجمع بين تسعيرة المناداة وتسعيرة الدرج ذلك لأنها تحاول الأخذ بإيجابيتهما كون الأوامر تسجل كما هو الحال في تسعيرة الدرج، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي تلي طلباتهم على أفضل وجه.

4-5 آليا: عن طريق الحاسوب: حيث تسجل أوامر الشراء والبيع في شبكة من الحواسيب.

مثال 1: لتكن لدينا أوامر الشراء وأوامر البيع التالية كما هي مبينة في الجدول الآتي:

أوامر الشراء (الطلب)			أوامر البيع (العرض)		
الكميات المتجمعة	الكمية	السعر	السعر	الكمية	الكميات المتجمعة
200	200	156	150	250	250
450	250	155	151	400	650
950	500	154	152	500	1150
1750	800	153	153	600	1750
2750	1000	152	154	1250	3000
5750	3000	151	155	1700	4700
	5750			4700	

- يكون الشراء بالسعر المحدد أو بأي سعر أقل منه.

- يكون البيع بالسعر المحدد أو بأي سعر أعلى منه. وبناء على ذلك تكون الكميات المشتراة و الكميات المباعة عند كل سعر كما يلي:

البيع	السعر	الشراء
250	(150)	5750
650	(151)	5750
1150	(152)	2750
1750	(153)	1750
3000	(154)	950
4700	(155)	450
4700	(156)	200

سعر التوازن هو 153 وحدة نقدية وكمية التوازن هي 1750

$$(Q^*, P^*) = (1750, 153)$$

لنأخذ نفس المثال السابق ولكن سنطرح من الخانة الثانية لأوامر الشراء $50(200=50-250)$ يصبح لدينا

عند سعر التوازن: 1700(153)1750

وعليه يمكن القول أن سعر التوازن ليس بالضرورة أن يكون السعر الذي يتساوى فيه العرض مع الطلب وإنما هو السعر الذي يمكننا من تنفيذ أكبر عدد من الصفقات أو تداول أكبر عدد من القيم. ونشير إلى أن الأوامر تنفذ حسب قاعدة الوارد أولاً تنفذ أولاً.

مثال 2:

أوامر الشراء (الطلب)			أوامر البيع (العرض)		
الكميات المتجمعة	الكمية	السعر	السعر	الكمية	الكميات المتجمعة
400	400	بالأحسن	بالأحسن	400	400
600	200	156	150	250	650
850	250	155	151	400	1050
1350	500	154	152	500	1550
2200	850	153	153	600	2150
3200	1000	152	154	1250	3400
6200	3000	151	155	1700	5100
	6200			5100	

Source :Joël prolon, les marchés financiers,p10, Agro Paris Tech , novembre 2007, on line, www.agroparisitech.fr. 03/08/2016.

يتضح بكل بساطة بأن 153 هو مستوى السعر الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر: 2150 سهم يمكن تداولها . وبعد تداول 2150 سهم نكون في الوضعية التالية:

أوامر الشراء (الطلب)		أوامر البيع (العرض)	
الكمية	السعر	السعر	الكمية
0	بالأحسن	بالأحسن	0
0	156	150	0
0	155	151	0
0	154	152	0
50	153	153	0
1000	152	154	1250
3000	151	155	1700

خامسا-الأوامر التي يصدرها العملاء:

قبل تنفيذ الأوامر ، لابد أن تخضع لشروط معينة:

أ-الاتجاه: فيما إذا كانت أوامر بيع أو أوامر شراء.

ب-اسم ونوع وعدد القيم(أسهم وسندات) بالنسبة للعدد يمكن تحديد مبلغ عوض تحديد العدد.

ج-مدة الصلاحية: تخضع الأوامر لمدة صلاحية معينة الأصل أنها تكون لمدة يوم واحد (في الجلسة بالتبثيت)

يأتي التشريع لتحديد حالات أخرى لهذه الأوامر فيما يتعلق بمدة الصلاحية:

-بعض الأوامر هي لأجل محدد.

-هناك أوامر مدة صلاحيتها هي أجل دخولها إلى السوق (التنفيذ بمجرد الوصول) فور وصوله ينفذ أو لا ينفذ.

د- السعر: إما أن يكون - بسعر محدد يحدده العميل

-وإما بالأحسن في الشراء أو البيع

-يمكن أن يكون بسعر محدد مع إضافة عبارة الكل أو اللاشيء

-أوامر بعبارة مهما كان السعر.

أ-حجم الأوامر:

تأخذ الأوامر التي يصدرها العملاء إحدى الصورتين: أوامر كسرية وأوامر غير كسرية.

-الأوامر غير الكسرية: هي تلك الأوامر التي تشتمل على 100 سهم أو مضاعفاتهما (100، 200، 300،...) تكون هذه الأوامر على شكل

حزمة(الوحدة) ، والحزمة تحددتها اللجنة أو يحددها السوق.

-الأوامر الكسرية: فيقصد بها الأوامر التي تشتمل على أقل من 100 سهم مثلا: إذا احتوى أمر على 135 سهم حينئذ يعامل كما لو كان

أمرين: أمر غير كسري يتضمن 100 سهم وأمر كسري يتضمن 35 سهم.

نشير إلى أن تكاليف تنفيذ الأوامر الكسرية عادة ما تكون أعلى من تكاليف تنفيذ الأوامر غير الكسرية وذلك

راجع للأسباب التالية:

-نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية.

-سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما تضاف إليه نسبة معينة في حالة الشراء أو تخصم منه نسبة معينة في حالة البيع.

وهذه الإضافة قد تكون إجبارية (حسب تنظيمات البورصة ، استراتيجيات الوسيط) كما يمكن أن تكون اختيارية.

كما نشير إلى أن الأوامر الكسرية قد يمنع التعامل بها في بعض البورصات فيتم تجميعها في أمر غير كسري تم تنفيذها وتقسيمها، كما يمكن

تليتها من خلال :

-تجار الطلبيات الصغيرة.

-بيوت السمسة في الأسواق غير المنظمة.

-إمداد(تزويد) النظام الالكتروني: الذي يصل مباشرة بين المتعاملين في البورصة ، حيث يزود السمسار النظام الالكتروني بتفاصيل الأمر ليصل مباشرة إلى المتعاملين داخل البورصة ليتقدم من يرغب في تلبيته خلال دقيقتين فقط (2د) بعدها يصبح الأمر غير صالح.(يتجه في تنفيذه إلى الطرق الأخرى)

ب-أنواع الأوامر:

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، إذ تقسم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية: أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر محددة لوقت التنفيذ، أوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ ، وأوامر خاصة.

1-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتميز في هذا الصدد بين أوامر السوق(الأوامر بالأفضل أو بالأحسن) والأوامر المحددة.

1-1 أوامر السوق:

يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، ومقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ ، أما أهم عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق.

1-2 الأوامر المحددة:

في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، إذ ينفذ السمسار الأمر وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع ، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

ميزة هذا النوع من الأوامر أنه على عكس أمر السوق أن المستثمر يعرف مقدما الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها في حالة الشراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة البيع، أما عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلا.

ونشير في هذا الصدد إلى أنه هناك أوامر مشتقة من الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

❖ الأمر الذي يقضي بأن ينفذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو يرفض كله.

❖ الأمر ينفذ بمجرد وصوله أو يلغى: وتميز فيه بين حالتين:

أمر ينفذ كله بمجرد وصوله أو يلغى.

أمر ينفذ جزئيا أو كليا أو يلغى.

❖ أوامر بعتبة تنفيذ: والتي قد تكون عتبة انطلاق كما قد تكون عتبة توقف.

-عتبة توقف: في حالة البيع عند انخفاض السعر عن مدى معين يحدده العميل يتوقف السمسار عن البيع.

-عتبة انطلاق: عند ارتفاع الأسعار إلى حد معين يطلب العميل من السمسار الشراء خوفا من ارتفاع أكبر للأسعار.

وعند وجود العتبتين معا تصبح أوامر بمدى محدد: نقطة تنطلق عندها الأوامر وأخرى تتوقف عندها، أما إذا كانت عتبة واحدة فتعرف بالأوامر بعتبة تنفيذ.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوم، أسبوع أو شهر وقد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

2-1 أوامر محددة بيوم: يقصد به الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، ويعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعا، كما يعتبر أمر السوق أمرا محددًا بيوم واحد طالما أنه لا يحدد سعرا معينا للتنفيذ.

2-2 أمر محدد بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإن صلاحيته تنتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كما هو الحال بالنسبة للأمر الذي مدته شهر إذ ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه ويمكن أن تمتد فترته إلى شهرين أو أكثر إذ قد يتحول إلى أمر مفتوح.

2-3 الأمر المفتوح: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه .

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

ومنها: الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة والأمر المفتوح بسعر محدد.

3-1 الأوامر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة معينة: ويقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

3-2 الأمر المفتوح في حدود سعر معين: ويقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4- الأوامر الخاصة:

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة: أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، والأوامر حسب مقتضى الأحوال.

4-1 أوامر الإيقاف:

يقصد بأوامر الإيقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعدها، وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من أوامر الإيقاف:

المحدد أو إلى سعر أدنى منه أو ✓ أوامر إيقاف تتعلق بالبيع: يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى عند أي سعر يمكن اللحاق به وذلك للحد أو إيقاف الخسارة، وهكذا يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق.

سعر يمكن اللحاق به ✓ أوامر إيقاف تتعلق بالشراء: يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها أو أي وذلك خوفا من ارتفاع أكثر للأسعار.

نشير إلى أن الأوامر بعتبة هي أوامر بالإيقاف إلا أن الاختلاف بينهما هو أن الأوامر بعتبة هي أوامر انطلاق كما قد تكون أوامر توقف أما أوامر الإيقاف فهي أوامر بعتبة انطلاق .

4-2 أوامر الإيقاف المحددة:

في إطار هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع وحدا أقصى لسعر الشراء ولا يتعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه.

4-3 أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد به أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة شراءاً أم بيعاً وتوقيت تنفيذها وقد تكون حرية السمسار مقيدة ، فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة.

ج- تكاليف تنفيذ الأوامر:

لتنفيذ الأوامر تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فالتكاليف المباشرة تشمل تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف أخرى:

1-1 التكاليف المباشرة: وتكون مرتبطة مباشرة بتنفيذ الأمر ونجد:

1-1 تكاليف المعاملات: وهي عبارة عن نسبة من قيمة الورقة المالية ومن أهم عناصرها:

❖ **عمولة السمسرة:** والتي تحدد بالتفاوض أو بالتنظيم وذلك بوجود هيئات تعمل إما على تحديد نسبة للعمولة أو تحديد هامش للعمولة مثلاً من 2-5% وذلك تفادياً لأن يقوم الوسطاء بالاحتكار، وبالنسبة لبيوت السمسرة نتيجة لكون العاملين بها خاضعين للتنظيم فإن العمولة تكون كذلك منظمة).

❖ **الهامش أو المدى:** وهو الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي

اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها.

❖ **الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع والذي يتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق ومنها ما يتعلق بظروف المستثمر.**

❖ **الضرائب والرسوم المختلفة:** وهذا في حالة عدم وجود إعفاءات

ففي بعض الدول هناك إعفاء لعمليات البورصة من الضرائب لتنشيط السوق ، أهم هذه الضرائب الرسم على القيمة المضافة.

❖ **الرسوم المستحقة للهيئة التي تتولى مهمة التهيئة المادية لعمليات البورصة وتسييرها ، ففي بورصة الجزائر تعرف هذه بشركة تسيير الهيئة بورصة القيم .**

1-2 تكاليف مباشرة أخرى: إلى جانب تكاليف المعاملات نجد تكاليف مباشرة أخرى هي:

❖ **الزيادة السعرية في قيمة الورقة داخل الكمية الكسرية.**

❖ **الفوائد على الأموال المقترضة بغرض الاستثمار.**

❖ **الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي (الشراء على المكشوف).**

❖ **الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد وكذا الضرائب على الأرباح الرأسمالية.**

2- التكاليف غير المباشرة: إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضاً تكاليف غير مباشرة والتي تتمثل في:

1-2 **تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة:** أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى.

2-2 **تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها.** (إذ أنه لتخفيض التكاليف غير المباشرة يتجه صغار المدخرون إلى هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة).

2-3 **تكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال.**

ونشير إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغيرا نسبيا، فإن هناك احتمال بأن تفوق التكاليف (المباشرة وغير المباشرة) قيمة الهامش وفي مثل هذه الحالة ينبغي أن يمتنع المستثمر عن إبرام الصفقة.

د- كيفية سداد قيمة الصفقات:

يمكن التمييز بين أسلوبين لسداد قيمة الصفقات هما:

الأسلوب النقدي الكامل والأسلوب النقدي الجزئي.

1-الأسلوب النقدي الكامل:

ويقصد به قيام العميل بسداد قيمة مشترياته نقدا والحصول على قيمة مبيعاته نقدا ، وذلك على النحو المتعارف عليه في المعاملات الأخرى.

2- الأسلوب النقدي الجزئي:

ويقصد به في حالة الشراء قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته نقدا والباقي يتم سداده بأموال مقترضة أي أنه يقترض من البنك بضمان الأوراق محل الصفقة.

أما في حالة البيع فيقصد به البيع على المكشوف أي قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها ولكن يمكن لاقتراضها في مقابل تأمين (مبلغ مالي) يوضع لدى المقرض.

الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا ثم تباع فيما بعد، غير أنه هناك نمط آخر من المعاملات يقوم فيه المضاربون وفيه تباع الورقة المالية أولا ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية التي سبق أن بيعت بها.