

الوساطة المالية وأثرها على الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي

أ. أمال مفتاح أحمد²

د. عطية ميلاد الجبيري¹

مستخلص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة الى الإجابة على التساؤل الرئيسي حول أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي، من خلال الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة المالية، وأعتمد الباحثان على المنهج الوصفي التحليلي، وتم استخدام استبانة لاستطلاع آراء عينة الدراسة، وبعد جمع البيانات واجراء الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، تمكنت الدراسة من التوصل لنتائج أهمها ان للوساطة المالية أثر على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي بمعامل ارتباط (0.781)، وان من خصائص الوساطة في السوق التونسي تخفيض محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة للمخاطر المصاحبة للاستثمار فيه وسرعة تنفيذ أوامر الشراء، مع تمعتها بالعدل في التعامل فيما يتعلق بتنفيذ تلك الأوامر، وأظهرت الأهمية النسبية تنفيذ عمليات البيع والشراء في المرتبة الأولى وأخرها تعزيز دو الجهات الرقابية، وأظهرت الدراسة شعور افراد عينة الدراسة بمستوى سلبي للكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية التونسي، شركات الوساطة المالية، الكفاءة التشغيلية.

المقدمة:

من المعلوم أن الإطار القانوني والتنظيمي الخاص بسوق الأوراق المالية وتتوفر أدوات استثمارية متنوعة غير كاف لوحده لقيام سوق مالي مستمر وكفؤ، لذلك كانت الحاجة الى أجهزة فنية أخرى تساعده على تنشيط الحركة في السوق تمثل في الخصوص في الدور الهام الذي يقوم به الوسطاء في تسيير وتوجيه المعاملات اليومية للسوق (بومدين، 2015، صفحة 196). وتحتل كفاءة سوق الأوراق المالية التشغيلية أهمية بالغة بالنسبة للمستثمرين سواء المحليين أو الأجانب، فهم يسعون الى دراسة كفاءة السوق وفعاليتها من حيث آليات عمل السوق، والتكنولوجيا المستخدمة فيها، وال فترة الزمنية اللازمة لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول، وغيرها. جاءت هذه

¹ أستاذ مشارك بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة طرابلس، atiamilad@gmail.com

² طالب دراسات عليا بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة طرابلس، معيد بجامعة الزاوية،

am.ahmed@zu.edu.ly / amalahm33d@gmail.com

الدراسة لمعرفة أثر الوساطة المالية والمتمثلة في شركات الوساطة المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية التشغيلية، من خلال دراسة حالة سوق الأوراق المالية التونسية.

مشكلة الدراسة:

تُعد السوق المالية التونسية من بين أنشط الأسواق المالية العربية، غير أن هذا النشاط يبقى دون تطلعات المستثمرين. ونظراً للدور الخطير الذي يمارسه الوسطاء بما يقدمونه من خدمات لها التأثير الكبير والعميق على سير وتنظيم السوق وسلامة أدائه، وبمعنى آخر لابد من توفر الكفاءة في أي سوق، لا سيما الكفاءة التشغيلية، عليه تكمن مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤل التالي: ما هو أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية؟

ويتفرع من السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي خصائص ومواصفات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية التونسي؟
2. ما هي الأهمية النسبية لأبعاد الوساطة المالية السائد في سوق الأوراق المالية التونسي؟
3. ما مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي؟

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة كونها تساهم في إعطاء صورة واضحة عن أهمية وجود شركات الوساطة المالية من وجهة نظر المستثمرين في السوق، للوقوف على إيجابياتها وسلبياتها. إن اجراء مثل هذه الدراسة في بيئة خارجية بالأخص دولة مجاورة مثل تونس، يحمل من الأهمية الكثير، ويوفر قاعدة عملية لسوق الأوراق المالية الليبي، إذ يمكن أن تكون مرشدًا للقائمين عليه من إدارة ووسطاء ماليين مما يسهم بأعاده تشغيله وتنشيط التداول فيه، من خلال الاستفادة من أهم النتائج التي ستتوصل إليها الدراسة.

فرضية الدراسة:

تنص الفرضية الرئيسية للدراسة على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة المالية وبين الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي وتتفرع عنه خمس فرضيات على مدى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة وبين الكفاءة التشغيلية.

هدف الدراسة:

الهدف الرئيسي للدراسة هو معرفة أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي من خلال الخدمات الاستشارية ونشر الوعي الاستثماري وإدارة المحافظ المالية وتنفيذ عمليات البيع والشراء وتعزيز دور الجهات الرقابية.

منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لوصف متغيرات الدراسة، ومعرفة أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي، من خلال جمع البيانات الأولية بواسطة استبانة؛ أعدت خصيصاً لهذا الغرض. في الجانب النظري تم التطرق إلى معظم الأفكار العلمية ذات العلاقة بالموضوع.

يتألف مجتمع الدراسة من كافة المستثمرين في سوق الأوراق المالية التونسي المتعاملين مع شركات الوساطة المالية، ولتحديد العينة المستهدفة فقد تبين أن السوق لم يوفر بيانات واحصاءات محددة حول إجمالي عدد المستثمرين الأفراد، وبالتالي فإن عينة الدراسة تمثل المستثمرين الأفراد، تم اختيارهم عشوائياً، حيث بلغ عدد الاستبيانات الموزعة (180) استبانة ولقد تم استرجاع (149) استبانة أي ما نسبته تقريباً (59%) من الاستبيانات الموزعة.

الدراسات السابقة:

لا تخلو أي من الدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في سوق الأوراق المالية من الإشارة إلى أهمية دور الوسطاء وتأثيرهم الكبير على هذه الكفاءة بمختلف مستوياتها وأنواعها.

قام (نادر ، 2016) في دراسته بتقييم كفاءة أداء شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية من وجهة نظر المستثمرين في السوق، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة قوية بين أداء شركات الوساطة المالية والرقابة الإشرافية المطبقة عليها من وجهة نظر المستثمر، وإن شركات الوساطة والخدمات المالية تتمتع بكفاءة عالية في السوق من وجهة نظر المستثمر. و

هدف (بن عزو، 2012) في هذه الدراسة إلى التعريف بالدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية لتنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية التونسي، للفترة من 2002-2010، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن عدد شركات الوساطة المالية ما زال يتراوح بين 23-24 شركة على مدى العشرين سنة الأخيرة، وأوصت الدراسة بضرورة إعطاء شركات الوساطة الحق في المشاركة في صنع القوانين والقرارات المتعلقة بالسوق المالية عامه وسوق الأوراق المالية خاصة، وذلك عبر ممثلين عنهم، مما يساهم في زيادة الشفافية والوضوح للشركات وقيمها المالية.

قام (النمرودي وأخرون، 2012) في دراسته بتحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد ومعرفة مدى الدور الذي تساهم به شركات الوساطة المالية لزيادة وتشجيع الاستثمار في الأسواق المالية من وجهة نظر المستثمرين المحليين، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن كوادر شركات الوساطة العاملة في السوق غير مؤهلين بالقدر المطلوب لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية إضافة إلى تركز المستثمرين في منطقة دون أخرى، وهذا يأتي ضمن الخلل القائم في التوزيع الجغرافي لشركات الوساطة.

وفي دراسة (صالحة، 2007) التي هدفت إلى التعرف على أهمية الدور الذي تقوم به شركات الوساطة المالية في فلسطين، ومدى مساحتها في جذب الاستثمارات، وتقديم الدعم الفني والاستشاري من وجهة نظر المستثمرين، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: وجود علاقة ضعيفة بين الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة المالية وبين مخاطر الاستثمار في البورصة وإن حجم الرقابة الموجود على شركات الوساطة المالية يعتبر غير كافٍ.

قام (زعرب، 2005) إلى اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، حيث اقتصرت عينة الدراسة على عدد (150) مستثمر من الذين كانوا يتربدون على شركات الوساطة المالية خلال شهر فبراير للفترة 2005/2/19-23، تم استخدام الاستبيان كأداة لجمع البيانات، ومن أهم نتائج هذه الدراسة بالنسبة لوظائف السوق وجد أن عدد الوسطاء في السوق غير كاف، ولا يوجد اتصالات بين السوق المالي الفلسطيني والأسواق المالية الأخرى واجماع المستثمرين (عينة الدراسة) أن من عوامل تنشيط تداول الأوراق المالية توفر الوسطاء الماليين الكافاء، وفيما يتعلق بالصعوبات التي تواجه السوق تمثلت أهمها في ضعف الوعي الاستثماري لدى الجمهور تجاه الاستثمار في السوق المالي.

هدفت دراسة (Bergstresser وأخرين، 2004) إلى التعرف على العلاقة بين سلوك العميل وال وسيط موضحة التكاليف والمنافع التي يحصل عليها العميل من الوسطاء الذين يستعين بهم لمساعدته في اختيار وتحديد الأسهم التي يبني شرائها وضمها إلى محفظته الاستثمارية، من خلال منهج وصفي، وأظهرت الدراسة مجموعة من النتائج أهمها ان اختيار وسيط يحتاج إلى جهد مكثف وأن التعامل مع الوسطاء مكلف للعميل من حيث الرسوم والتكاليف الأخرى، وذلك مقابل الخدمات التي يقدمها وسيط وان المستثمرين على استعداد لدفع عمولة او رسوم أعلى للوسطاء عند الاستثمار في الأسهم التي يصعب تقييمها.

الجزء النظري: الوساطة في سوق الأوراق المالية:

من الأمور المشتركة في جميع أسواق الأوراق المالية في العالم هو ان التداول في هذه الأسواق المالية يتم دائمًا بواسطة وسطاء أو سمسارة مرخصين بهذه الاعمال، يعملون كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء او بيع الأوراق المالية يقوم العميل بإصدار امراً لل وسيط، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقاً لقوانين السوق (النافقة، 1991، صفحة 27)، ويعرف الوسيط في سوق الأوراق المالية على أنه كل شخص طبيعي او معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه ان يباشر نشاطه من بيع وشراء للأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة (عضو الله وشيخة، 1993، ص46). وللوسطاء عدة فئات فمنهم: الوسطاء بالعمولة (الوكلاء)، وسطاء الصالة (سمسارة الصالة)، تجار الطلبيات الصغيرة، تجار الصالة، المختصون وصانع السوق (ال وسيط التاجر). انظر: (هندي، 2002، ص32)، (سعد، 1994، ص9).

ماهية شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية:

تعرف شركات الوساطة المالية بأنها الشركات التي يقوم عليها عدد من المختصين وذوي الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية وتدالوها حسب شروط معينة حددها قانون الأوراق المالية والتعليمات والأنظمة الصادرة استناداً له (ياسين، 2000، ص72)، وهي الشركات التي توفر مجموعة من الخدمات والاستشارات المالية، التي تتضمن إدارة الأموال وإدارة الشركات وعمليات إصدار الأوراق المالية وترتيب الاكتتابات وعمليات الاندماج والاستحواذ والاستثمارات المالية

تبذر أهمية شركات الوساطة المالية من أهمية السوق ذاته، فهي من تصنع الأسواق، ولهذا فأهميتها مكملة لأهمية السوق ذاته، ويمكن تحديد أهمية شركات الوساطة من خلال دورها في خدمة الاقتصاد الوطني، وتلخيص دورها كأحد صناع السوق، انظر (الشافعي، 2008، ص42-43).
أهم معايير اختيار شركات الوساطة المالية:

يتمثل دور شركات الوساطة في بناء الثقة بين المستثمرين والسوق المالي، ويقع على عاتقها الدور الرئيسي في جذب المستثمرين للاستثمار في السوق، حيث يختار المستثمر وسيطاً عنه يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة به، وفقاً للبلد الذي تمارس به، وهناك قواعد عامة يجب أن تُراعى عند اختيار الوسيط يذكرها (جابر، 1989، ص52-53).

الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

تعكس كفاءة السوق عادة وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه من شركات الوساطة المالية وال محللين الماليين، ووجهة نظر السوق نفسه، بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق (العربيد، 2008، صفحة 45)، حسب (Fama, 1979) هي السوق التي تشمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيها تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية المتوقعة حدوثها في المستقبل، وبناء عليه فإنه يوجد نوعين من الكفاءة لسوق الأوراق المالية، أولها ما يعرف بالكفاءة الكاملة ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متتماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف (حنفي، 2004، صفحة 75)، والنوع الثاني الكفاءة الاقتصادية، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم، ولتحقيق التخصيص الكفاءة للموارد المالية المتاحة بناء على الكفاءة الاقتصادية ينبغي تحقيق سمتان اساسيتان تعدان بمثابة مطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل (حنفي و قرياقص، 2001، صفحة 195).

يتوجب على إدارة سوق الأوراق المالية ولأجل تحقيق الكفاءة التشغيلية أن تحقق مجموعة من الشروط يذكرها (عبد المنعم، 1995، ص 83).

مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

أولاً: الكفاءة عند المستوى الضعيف

يشير المستوى الضعيف للكفاءة سوق الأوراق المالية إلى كون المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق، هي معلومات تاريخية تتعلق بتقلب الأسعار وأحجام التداول في الفترات الماضية، وأن هذه الأسعار تسير بطريقة عشوائية من دون ارتباط. (فردة، 1998، ص 117)، ثانياً: الكفاءة عند المستوى شبه القوي

يفترض هذا المستوى بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والمعطيات التاريخية الخاصة بأسعارها في الماضي وإنما تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتابعة العامة سواء كانت معلومات خاصة بالمستوى الكلي للاقتصاد أو المستوى الجزئي الخاص بالشركة والقطاع الذي تنتهي إليه (الحناوي، 2002، ص 128-129).

ثالثاً: الكفاءة عند المستوى القوي

في هذا المستوى نجد أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جميع المعلومات العامة أو الخاصة، سواء كانت منشورة أي متابعة للجمهور عامة أو متابعة لفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في مجلس الإدارة. (صبح، 1996، ص 41-42).

ويذكر (النجار، 1999، ص 93) أهم الخصائص التنظيمية والإدارية الواجب توفيرها في السوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول. وقد يرجع ضعف أداء السوق المالي وعدم كفاءته إلى عدة أسباب يذكرها (آل شبيب، 2012، ص 87).

الجزء التطبيقي:

الطريقة واجراءات الدراسة

أداة الدراسة:

تم اعداد استبانة حول "أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي". تتكون استبانة الدراسة من جزئين:

الجزء الأول: يحتوي على البيانات الشخصية والوظيفية لأفراد عينة الدراسة وهي (الجنس-العمر- المؤهل العلمي - حجم الاستثمار- فترة الاستثمار - مصادر الحصول على المعلومات).

الجزء الثاني: يتكون من اثنان وأربعون عبارة مقسمة إلى محورين كما يلي:

المحور الأول: مقياس الوساطة المالية الذي يمثل المتغير المستقل الرئيسي، ويحتوي على خمسة وثلاثون فقرة بهدف التعرف على مستوى الوساطة المالية الذي يشعر به أفراد عينة الدراسة.

المحور الثاني: مقياس الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي الذي يمثل المتغير التابع الرئيسي لهذه الدراسة ويتضمن ثمانى فقرات بهدف التعرف على مستوى الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي الذي يشعر به أفراد عينة الدراسة وتعبر هذه الفقرات عن الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي وتمثلها الفقرات (36-42).

استخدم الباحثان مقياس ليكرت الخماسي الرتب ليجيب أفراد العينة عن فقرات الاستبيان، وبما ان جميع فقرات الاستبيان إيجابية فقد تم تحديد أوزان فقرات الاستبيان على النحو التالي؛ خمس نقاط للإجابة (غير موافق بشدة)، وأربع نقاط للإجابة (غير موافق)، وثلاث نقاط للإجابة (محايد)، وإعطاء نقطتين للإجابة (أوافق)، ونقطة واحدة للإجابة (أوافق بشدة).

لتوجي الدقة والموضوعية قام الباحثان بتحديد مستويات المتوسطات الحسابية على النحو الآتي:

1. الوسط الحسابي أقل من (2.5) يمثل مستوى الوساطة المالية/الكفاءة التشغيلية إيجابي.
2. الوسط الحسابي أكثر من (2.5) يمثل مستوى الوساطة المالية/الكفاءة التشغيلية سلي.

اختبار الصدق والثبات:

تم التأكّد من صدق المحتوى لأداة الدراسة بعرض الاستبانة بعد تصميمها للتحكيم حيث قام الباحثان بعرض قائمة الاستبانة بعد الانتهاء من إعدادها المبدئي على بعض المحكمين. قام الباحثان بعد إتمام إجراءات الصدق الظاهري (صدق المحكمين) بتوزيع عدد (30) استماراة استبيان على عينة من مجتمع الدراسة وذلك لحساب صدق الاتساق الداخلي للمقاييس المستخدمة في الدراسة من خلال حساب معامل الارتباط بين كل فقرة والدرجة الكلية للمقياس، وعامل الارتباط بين كل فقرة والمتغير الذي ينبع إلى.

طرق جمع البيانات:

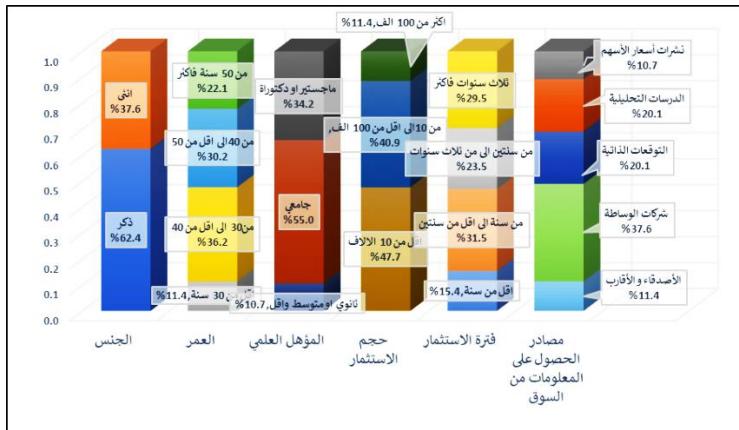
تم جمع البيانات الأولية والثانوية من الكتب والدوريات والمجلات العلمية ودراسات ومقالات علمية متخصصة، بالإضافة إلى تصميم استماراة استبيان خاصة لجمع البيانات من عينة الدراسة.
أساليب تحليل البيانات والبرامج المستخدمة:

- تم استخدام برنامج الحزم الإحصائية SPSS وذلك لمراجعة هذه البيانات وترميزها، وادخالها إلى الحاسوب الآلي ومن ثم تحليلها باستخدام الاختبارات الإحصائية الآتية:
1. النسبة المئوية: تستخدم لمعرفة التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب الخصائص الشخصية.
 2. الوسط الحسابي: يستخدم لقياس متوسط إجابات أفراد العينة على فقرات الاستبيان.
 3. الانحراف المعياري: يستخدم لقياس الانحرافات في إجابات أفراد العينة على فقرات الاستبيان.
 4. معامل كرونباخ ألفا: للتحقق من مقدار الاتساق الداخلي لأداة الدراسة (استماراة الاستبيان).
 5. معامل الارتباط: يستخدم لاختبار الفرضية الرئيسية الأولى والفرضيات المتفرعة عنها.
 6. تحليل الانحدار البسيط: يستخدم لاختبار أثر متغير مستقل واحد في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية.

النتائج والمناقشة:

اولاًً: خصائص عينة الدراسة:

الشكل (1) توزيع عينة الدراسة حسب الخصائص الشخصية.



المصدر: اعداد الباحثان.

بالنظر الى الشكل السابق يتضح الاتي:

التوزيع حسب الجنس: عدد الذكور في عينة الدراسة (93) مستثمر بنسبة (62.4)، وعدد الإناث (56) مستثمر بنسبة (37.6) من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر وبنسبة (100)، وهذا يؤكد عدم وجود تفاوت بين وجود المرأة والرجل كمستثمرين في السوق، وان ما يميز عينة الدراسة انه رغم وجود اختلاف في الطبيعة الفسيولوجية والسيكولوجية للجنس البشري إلا أن نسبة الذكور للإناث المستثمرين في السوق كانت متقاربة، وقد تعود هذه النتيجة الى طبيعة المجتمع التونسي التي تتسم بنوع من الانفتاح والحرية الممنوحة للمرأة ومما يدل على أن ثقافة المجتمع تساهم في إشراك المرأة في الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي وعيها بالاستثمار في سوق الأوراق المالية.

التوزيع حسب العمر: عدد المستثمرين الذين أعمارهم أقل من 30 سنة (17) مستثمر بنسبة (11.4)، و الذين أعمارهم من 30 إلى أقل من 40 سنة (54) مستثمر بنسبة (31.5)، و الذين أعمارهم أكثر من 50 سنة (33) مستثمر بنسبة (22.1)، من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة 45، و الذين أعمارهم من 40 إلى أقل من 50 سنة (45) مستثمر بنسبة (30.2)، و الذين أعمارهم أقل من 30 سنة (30) مستثمر بنسبة (10.7)، ونجد أن غالبية فئات عينة الدراسة متقاربة في النسب المئوية، وبذلك فإن التعامل في سوق الأوراق المالية التونسي لا يقتصر على فئة عمرية دون أخرى، مما يدل على نجاحه في استقطاب مدخلات من جميع الفئات العمرية، وكانت النسبة لأعمار الشباب، حيث جاء في المرتبة الأولى المستثمرين اللذين تراوح أعمارهم بين 40-30 سنة، ويمكن تفسير ذلك ارتباط هذه الفئة العمرية بالنواحي العلمية (الحاجة للمعرفة العلمية)، من خلال الوصول لمصادر المعلومات عبر وسائل التكنولوجيا الحديثة والاتصالات.

التوزيع حسب المؤهل العلمي: عدد المستثمرين الذين يحملون مؤهلاً علمياً ثانوياً أو متوسطاً هم أقل من (16) مستثمر بنسبة (10.7)، وعدد الذين لديهم مؤهلات علمية جامعية (82) مستثمر بنسبة (55.0)، وعدد الذين يحملون مؤهلات علمية عليا (51) مستثمر بنسبة (34.2)، من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة (100)، وهذا مؤشر جيد على أن أفراد عينة الدراسة على قدر جيد من التأهيل العلمي يؤهلهم للإجابة على أسئلة الاستبيان.

التوزيع حسب حجم الاستثمار: عدد المستثمرين بمبلغ أقل من 10 الآلاف (71) مستثمر بنسبة (47.7)، وعدد المستثمرين بمبلغ من 10 الآلاف إلى أقل من 100 ألف. (61) مستثمر بنسبة (40.9)، وعدد المستثمرين بمبلغ من 100 ألف أكثر (17) مستثمر بنسبة (11.4) من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة (100)، وتعكس هذه النسب واقع سوق الأوراق المالية التونسي.

التوزيع حسب فترة الاستثمار: عدد المستثمرين الذين تتراوح فترة الاستثمار أقل من سنة (23) مستثمر بنسبة (15.4)، وعدد المستثمرين الذين فترة الاستثمار من سنة أو أقل من سنتين (47) مستثمر بنسبة (31.5)، وعدد المستثمرين الذين فترة الاستثمار من سنتين إلى أقل من ثلاث سنوات (35) مستثمر بنسبة (23.5)، وعدد المستثمرين الذين فترة الاستثمار من ثلاث سنوات فأكثر (44) مستثمر بنسبة (29.5)، من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة (100)، وهذا يشير إلى تفاوت في مدة الاستثمار، مما يجعل إجابة أفراد العينة على الاستبيان على قدر من الشفافية، نظراً لتفاوت تلك المدد وتتنوعها بين المستثمرين عينة الدراسة.

التوزيع حسب مصادر الحصول على المعلومات عن السوق : عدد المستثمرين الذين يعتمدون على الأصدقاء والأقارب في الحصول على المعلومات عن السوق (17) مستثمر بنسبة (11.4)، وعدد المستثمرين الذين يعتمدون على شركات الوساطة (56) مستثمر بنسبة (37.6)، وعدد المستثمرين الذين يعتمدون على التوقعات الذاتية المبنية على تحليل البيانات في الحصول على المعلومات عن السوق (30) مستثمر بنسبة (20.1)، وعدد المستثمرين الذين يعتمدون على الدراسات التحليلية التي يقدمها المختصون في الحصول على المعلومات عن السوق (30) مستثمر بنسبة (20.1)، وعدد المستثمرين الذين يعتمدون على نشرات أسعار الأسهم في الفضائيات في الحصول على المعلومات عن السوق (16) مستثمر بنسبة (10.7)، من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة (100)، وهذا يدل على توجه المستثمرين عينة الدراسة واعتماد 37.6% منهم على شركات الوساطة المالية من أجل الحصول على المعلومات عن سوق الأوراق المالية التونسي، مما يدعم تمثيل هذه العينة للإجابة على تساؤلات الدراسة.

ثانياً: وصف المتغيرات المستقلة للدراسة:

ظهرت نتائج التحليل الوصفي لها بدلالة الوسط الحسابي، والانحراف المعياري والأهمية النسبية، للإجابة على تساؤل الدراسة الفرعى الأول: " ما هي خصائص ومواصفات الوساطة المالية المتعلقة بالأبعاد التالية (الخدمات الاستشارية، نشر الوعي الاستثماري، إدارة محافظ الأوراق المالية، تنفيذ العمليات (بيع-شراء)، تعزيز دور الجهات الرقابية) كما يلي:

- **المتغير المستقل الفرعى الأول (الخدمات الاستشارية):**

الجدول (1) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير الخدمات الاستشارية

اتجاه أفراد العينة	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	1.05	2.21	توفر شركات الوساطة كوادر مؤهلة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
إيجابي	1.02	2.35	تساهم الخدمات المقدمة من قبل شركات الوساطة في جذب المستثمرين لسوق الأوراق المالية التونسية.
إيجابي	.95	2.03	تؤدي المنافسة بين شركات الوساطة إلى تحسين مستوى الخدمات الاستشارية المقدمة.
إيجابي	1.04	2.50	تؤدي الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة إلى تخفيض تكاليف البحث.
إيجابي	.92	2.10	تعمل شركات الوساطة على بناء الثقة بين المستثمرين وسوق الأوراق المالية التونسية.
سلبي	1.01	2.61	الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة كافية لتقليل المخاطر إلى مستوى مقبول.
سلبي	1.18	2.56	تلعب شركات الوساطة دوراً هاماً في رفع مستوى الخدمات المقدمة للمستثمرين.
إيجابي	.71	2.33	الخدمات الاستشارية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (1) أن الفقرة التي تنص على أن: "الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة كافية لتقليل المخاطر إلى مستوى مقبول" حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.61) وانحراف معياري (1.01)، مما يدل على أن الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة تحتاج إلى تطوير وتكييف حتى تساعد في تقليل المخاطر إلى مستوى مقبول يلائم طبيعة المستثمر واتجاهاتهم

الاستثمارية، تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (صالحة، 2007) التي اشارت الى وجود علاقة ضعيفة بين الخدمات الاستشارية وبين مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث كانت آراء افراد العينة حول هذه العلاقة حيادية، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأى: "تؤدي المنافسة بين شركات الوساطة إلى تحسين مستوى الخدمات الاستشارية المقدمة" حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات هذا المتغير، بمتوسط حسابي (2.03) وانحراف معياري (.95)، مما يدل على أن المنافسة بين شركات الوساطة لا تؤدي إلى تحسين مستوى الخدمات الاستشارية المقدمة، حيث اختلفت هذه النتيجة مع ما جاء في دراسة (صالحة، 2007) ان وجود المنافسة بين شركات الوساطة يؤدي الى تحسين مستوى الخدمات الاستشارية المقدمة للعملاء، وقد يرجع السبب في ان المنافسة بين شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية التونسي لا تؤدي الى تحسين مستوى الخدمات لقلة عدد شركات الوساطة ومحدوديتها، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات المتغير بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير الخدمات الاستشارية المقدمة كانت ايجابية، ماعدا الفقرة (6، 7)، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير الخدمات الاستشارية (2.33) وانحراف معياري (.71)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير الخدمات الاستشارية كانت ايجابية.

بـ- المتغير المستقل الفرعى الثانى (نشر الوعى الاستثمارى):

يتضح من الجدول رقم (2) أن الفقرة التي تنص على أن: "تلعب شركات الوساطة دوراً مهماً في توجيه مدخلات المستثمرين نحو الاستثمارات التي تتلاءم مع أهدافهم وتطلعاتهم" حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.36) وانحراف معياري (.95)، مما يدل على أنه يوجد اهتمام من شركات الوساطة في توجيه المستثمرين نحو الاستثمارات التي تتلاءم مع أهدافهم وتطلعاتهم من حيث

الجدول (2) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير: نشر الوعى الاستثمارى.

الفقرات	الوسط	الانحراف	اتجاه
تعمل شركات الوساطة على إصدار نشرات تعرفيّة ومطبوعات دورية	2.17	1.10	إيجابي
تساهم شركات الوساطة في رفع مستوى الوعى الاستثمارى لدى	2.15	.96	إيجابي
تساهم شركات الوساطة في تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لجمهور	2.12	.77	إيجابي
تلعب شركات الوساطة دوراً مهماً في توجيه مدخلات المستثمرين نحو	2.36	.95	إيجابي
تهتم شركات الوساطة بتوضيح التعليمات والأنظمة الصادرة عن سوق	2.23	1.04	إيجابي
يوجد لدى شركات الوساطة قاعدة بيانات متكاملة حول الشركات	1.97	.91	إيجابي
نشر الوعى الاستثمارى	2.16	.66	إيجابي

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

الحصول على عائد مجذبي يغطي تكلفة استثماراتهم، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأى: "يوجد لدى شركات الوساطة قاعدة بيانات متكاملة حول الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التونسي" حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات هذا المتغير، بمتوسط حسابي (1.97)

وانحراف معياري (0.91)، مما يدل على نقص نسي في توفير البيانات المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق من قبل شركات الوساطة، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات متغير نشر الوعي الاستثماري بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ أن اتجاهات أفراد عينة الدراسة حول المتغير كانت إيجابية ، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير نشر الوعي الاستثماري (2.16) وبانحراف معياري (0.66)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير نشر الوعي الاستثماري كانت إيجابية.

ج- المتغير المستقل الفرعي الثالث (إدارة محافظ الأوراق المالية):

الجدول (3) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير إدارة محافظ الأوراق المالية.

اتجاه أفراد	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	.98	2.15	إنشاء محافظ الأوراق المالية سيعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية
إيجابي	.91	2.17	وجود محافظ الأوراق المالية مهم لتلبية أهداف وحاجات المستثمرين.
إيجابي	.93	2.20	تستطيع شركات الوساطة القيام بدور جوهري في إنشاء محافظ الأوراق
إيجابي	.95	2.40	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على تخفيض
إيجابي	.97	2.35	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على تنوع
إيجابي	.94	2.31	الاستعانة بشركات الوساطة يعطي محافظ الأوراق المالية فرصه أكبر
إيجابي	1.03	2.38	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على جذب المزيد
إيجابي	.72	2.28	إدارة محافظ الأوراق المالية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (3) أن الفقرة التي تنص على: " تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على تخفيض مخاطر الاستثمار" حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.40) وانحراف معياري (0.95)، مما يدل على أن محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة تعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسي، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأتي: "إنشاء محافظ الأوراق المالية سيعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية التونسي وتنشيطه" ، حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات هذا المتغير، بمتوسط حسابي (2.15) وانحراف معياري (0.98)، مما يدل على أن إنشاء محافظ الأوراق المالية يعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية التونسي وتنشيطه، وقد اتفقت هذه النتائج مع ما توصلت اليه دراسة (زغرب، 2005) بأن من عوامل تنشيط السوق تنوع محفظة الأوراق المالية لتقليل المخاطر ومساعدة العميل في بناء محفظة الاستثمار في الأوراق المالية، ومع دراسة (صالحة، 2007) التي اشارت الى ان شركات

الوساطة تستطيع القيام بدور مهم في إنشاء صناديق الاستثمار باعتبارها بيوت خبرة في هذا المجال، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات متغير إدارة محافظ الأوراق المالية بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ أن اتجاهات أفراد عينة الدراسة حول المتغير كانت إيجابية، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير إدارة محافظ الأوراق المالية (2.28) وانحراف معياري (72)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير إدارة محافظ الأوراق المالية كانت إيجابية.

د- المتغير المستقل الفرعي الرابع (تنفيذ العمليات (بيع- شراء)):

يتضح من الجدول رقم (4) أن الفقرة التي تنص على: " تعمل شركات الوساطة على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء آخرين في سوق الأوراق المالية التونسي " حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (3.26) وانحراف معياري (1.24)، مما يدل على أن شركات الوساطة لا تعمل على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء آخرين في سوق الأوراق المالية التونسي، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأتي: " وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق المالية التونسي " حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات هذا المتغير، بمتوسط حسابي (1.84) وانحراف معياري (92)، مما يدل على أن وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق المالية التونسي، وتتفق هاتين النتيجتين مع ما توصلت إليه دراسة (النمر وهي و العوسي، 2012) بأن المستثمر يتأثر بسرعة ودقة أنجاز الأوامر التي يقوم بإصدارها، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات متغير تنفيذ العمليات (بيع- شراء) بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ أن اتجاهات أفراد عينة الدراسة حول المتغير كانت إيجابية ماعدا الفقرة رقم (25) كانت سلبية، وأخيراً بلغ المتوسط

الجدول (4) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير تنفيذ العمليات.

اتجاه أفراد	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	.92	1.84	وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق
إيجابي	.98	1.91	وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر البيع في سوق الأوراق
إيجابي	1.32	2.35	تقوم شركات الوساطة المالية بإنجاز المعاملات المالية بسرعة جيدة في
إيجابي	.90	2.18	تعمل شركات الوساطة على مراعاة مصلحة العميل عند تنفيذ معاملاته في
سلبي	1.24	3.26	تعمل شركات الوساطة على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء
إيجابي	1.09	2.31	خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات
إيجابي	1.28	2.49	خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات
إيجابي	1.04	2.42	تأثير شركات الوساطة على الأسعار في سوق الأوراق المالية التونسي على

اتجاه أفراد	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	.64	2.34	تنفيذ العمليات (بيع-شراء)

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

الحسابي الكلي لمتغير تنفيذ العمليات (بيع-شراء) (2.34) وبانحراف معياري (.64)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير تنفيذ العمليات (بيع-شراء) كانت إيجابية في المجمل.

هـ- المتغير المستقل الفرعي الخامس (تعزيز دور الجهات الرقابية):

يتضح من الجدول رقم (5) أن الفقرة التي تنص على: " تعمل هيئة السوق على حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة لشركات الوساطة " حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.20) وانحراف معياري (1.16)، مما يؤكد حقيقة أن هيئة السوق تعمل على حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة لشركات الوساطة محل الدراسة، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأتي: " تتخذ هيئة السوق المالية إجراءات رادعة بحق شركات الوساطة عند ارتكابها مخالفة معينة " حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات هذا المتغير، بمتوسط حسابي (2.08) وانحراف معياري (.89)، مما يدل على أن هيئة السوق المالية تتخذ إجراءات رادعة بحق شركات الوساطة عند ارتكابها مخالفة معينة محل الدراسة، اختلفت هذه النتيجة مع ما أشارت إليه الجدول (5) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير تعزيز دور الجهات الرقابية.

اتجاه أفراد	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	1.04	2.11	تلزム شركات الوساطة بتطبيق اللوائح والقوانين مما يعزز كفاءة
إيجابي	1.16	2.20	تعمل هيئة السوق على حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة
إيجابي	.91	2.07	تتخذ هيئة السوق المالية إجراءات رادعة بحق شركات الوساطة عند
إيجابي	.98	2.18	الرقابة الموجودة على شركات الوساطة كافية لمنعها من ارتكاب
إيجابي	.89	2.08	تلزム شركات الوساطة بتعليمات هيئة السوق المتعلقة بمطالبات
إيجابي	1.05	2.15	تلزム شركات الوساطة بتزويد عملائها بكشف حساب دوري.
إيجابي	.92	2.09	وجود هيئة السوق يدفع شركات الوساطة إلى تطبيق القوانين
إيجابي	.73	2.12	تعزيز دور الجهات الرقابية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

دراسة (زغرب، 2005) أن من أهم العقبات التي تواجه السوق عدم وجود ضمانات لحماية حقوق المتعاملين، حيث أنه من وجهة نظر المستثمرين أفراد العينة أن سوق الأوراق المالية التونسي يضمن للمستثمر فيه الحماية لحقوقهم واستثمارتهم، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات متغير تعزيز دور الجهات الرقابية بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ أن اتجاهات أفراد

عينة الدراسة حول المتغير كانت ايجابية، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير تعزيز دور الجهات الرقابية (2.12) وانحراف معياري (.73)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير تعزيز دور الجهات الرقابية كانت ايجابية.

ترتيب المتغيرات المستقلة الفرعية حسب الأهمية النسبية:

للإجابة عن التساؤل الفرعي الثاني في الدراسة (ما هي الأهمية النسبية لأبعاد الوساطة المالية السائد في سوق الأوراق المالية التونسي). تم حساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري والأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة الفرعية لمعرفة ترتيبها حسب أهميتها النسبية كما في الجدول الآتي:

الجدول (6) الوسط الحسابي والانحراف المعياري والأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة الفرعية.

المتغير	الوسط	الانحراف	الأهمية	الوساطة المالية
تنفيذ العمليات (بيع- شراء)	2.34	.64	1	إيجابي
الخدمات الاستشارية	2.33	.71	2	إيجابي
إدارة محافظ الأوراق المالية	2.28	.72	3	إيجابي
نشروعي الاستثماري	2.16	.66	4	إيجابي
تعزيز دور الجهات الرقابية	2.12	.73	5	إيجابي

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

يتضح من الجدول (6) أن متغير تنفيذ العمليات (بيع- شراء) كبعد من أبعاد الوساطة المالية جاء في المرتبة الأولى من بين المتغيرات المستقلة الفرعية بوسط حسابي بلغ (2.34) وانحراف معياري (.64)، يليه متغير الخدمات الاستشارية بمتوسط حسابي (2.33) وانحراف معياري (.71)، يليه متغير إدارة محافظ الأوراق المالية بمتوسط حسابي (2.28) وانحراف معياري (.72)، يليه متغير نشر الوعي الاستثماري بمتوسط حسابي (2.16) وانحراف معياري (.66). وأخيراً متغير تعزيز دور الجهات الرقابية بمتوسط حسابي (2.12) وانحراف معياري (.73)، وكانت اتجاهات أفراد العينة ايجابية بالنسبة لجميع الأبعاد، ويدل ذلك على أن تنفيذ عمليات البيع والشراء(الصفقات) التي يقوم به الوسطاء الماليين لها الاثر الاكبر على الكفاءة التشغيلية من وجهة نظر المستثمرين عينة الدراسة، وهذا ما يعززه ما تم التوصل اليه مسبقاً بأن شركات الوساطة تتمتع بالعدل من حيث الاولوية في تنفيذ اوامر العملاء وان وجودها أدى الى سرعة تنفيذ اوامرهם.

ثالثاً: وصف المتغير التابع للدراسة (الكفاءة التشغيلية):

جمعت البيانات عنه من عينة الدراسة عن طريق سبع فقرات من فقرات الاستبيان، وبعد تحليل البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) ظهرت نتائج التحليل الوصفي لها بدلالة الوسط

الحسابي، والانحراف المعياري، وللإجابة على تساؤل الدراسة الفرعي الثالث "ما مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية".

يتضح من الجدول (7) ان اتجاهات افراد العينة كانت سلبية نحو مستوى الكفاءة التشغيلية للسوق وأن الفقرة التي تنص على: "يحقق الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسي عائد مجزي يغطي تكلفة الاستثمار فيه" حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.89) وانحراف معياري (1.20)، مما يدل على أن الأفراد عينة الدراسة يشعرون بأن سوق الأوراق المالية التونسي لا يحقق عائد مجزي يغطي تكلفة الاستثمار فيه، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأتي:

الجدول (7) الوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتغير التابع للكفاءة التشغيلية.

الكفاءة التشغيلية	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	المتغير
سلبي	1.25	2.60	تمتمع سوق الأوراق المالية التونسية بشبكة اتصالات متطرورة.
إيجابي	1.06	2.49	تمتلك سوق الأوراق المالية التونسية العناصر الازمة لعمله بكفاءة
إيجابي	1.11	2.46	يهم سوق الأوراق المالية التونسية بتطوير أدائه بما يضمن كفاءة
سلبي	1.07	2.62	القوانين والتعليمات الصادرة عن السوق تؤثر إيجاباً في اتخاذ القرار
سلبي	1.13	2.52	التحديات على أنظمة التداول تساهم في الحد من التجاوزات
سلبي	1.23	2.66	تساهم شركات الوساطة في الرفع من الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق
سلبي	1.20	2.89	يحقق الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسية عائد مجزي يغطي
سلبي	.97	2.60	الكفاءة التشغيلية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

(يهم سوق الأوراق المالية التونسية بتطوير أدائه بما يضمن كفاءة استثمارية أعلى)، حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات المتغير التابع للكفاءة التشغيلية، بمتوسط حسابي (2.46) وانحراف معياري (1.11)، مما يدل على أن سوق الأوراق المالية التونسية يهم بتطوير أدائه بما يضمن كفاءة استثمارية أعلى، وبمقارنة المتوسطات الحسابية لجميع فقرات متغير الكفاءة التشغيلية بالوسط النظري المعتمد في الدراسة نلاحظ شعور أفراد عينة الدراسة بمستوى سلبي للكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسية، حيث بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير الكفاءة التشغيلية (2.60) وانحراف معياري (.97)، وهذا ما يتطابق مع دراسة (الفيومي، 2003)، (موصلي و السمان، 2013)، (محمد، 2014)، والتي اشارت إلى ضعف كفاءة الأسواق العربية على المستوى الضعيف، لأسباب أهمها قلة حجم التداول وانخفاض سيولة السوق، وسيطرة كبار المتعاملين على هذه السوق وتأثيرهم على أسعار الأسهم المتداولة.

رابعاً: اختبار الفرضيات:

تم استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) لإيجاد القيم المحسوبة لمعاملات كل من الارتباط (بيرسون) ومعامل الانحدار البسيط ومستوى التباين لقيمة (F)، ومقارنتها بقيمة الدلالة الإحصائية (0.01) (0.05) المعتمدة لقبول أو رفض الفرضيات وذلك كما يلي:

- قبول/رفض الفرضية إذا كانت قيمة مستوى الدلالة المحسوبة لأي اختبار أقل/أكبر من قيمة مستوى الدلالة الإحصائية (0.01) و(0.05).

الفرضية الرئيسية:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الوظائف التي تقوم بها شركات الوساطة المالية وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي".

تم استخدام معامل الارتباط بيرسون لإيجاد علاقة الارتباط بين شركات الوساطة كمتغير مستقل المالية والكفاءة التشغيلية كمتغير تابع، كما هو موضح في الجدول (8).

الجدول (8) معامل الارتباط بيرسون بين الوساطة المالية والكفاءة التشغيلية.

الوساطة المالية		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	أبعاد المتغير
.000	.682*	الخدمات الاستشارية.
.000	.606**	نشر الوعي الاستثماري.
.000	.636**	إدارة محافظ الأوراق المالية.
.000	.675**	تنفيذ العمليات.
.000	.632**	تعزيز دور الجهات الرقابية.
.000	.781**	الارتباط الكلي لمتغير الوساطة المالية
6		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية) بين جميع أبعاد المتغير المستقل الفرعية الوساطة المالية والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (.606) و(.682). بمستوى معنوية (.000) ، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير الوساطة المالية المتغير المستقل الرئيسي والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (.781) بمستوى معنوية (.000) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية قوية) تعني أن ابعاد الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية التونسي محل الدراسة تؤثر في مستوى الكفاءة التشغيلية ، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك

العلاقات (100%)، مما يعني وجود علاقة طردية قوية بين الوساطة المالية ومستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الجدول (9) نتائج تحليل التباين للانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية

الرئيسية الأولى

معامل التحديد R^2	مستوى دلالة F	قيمة F المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
0.610	0.000	229.468	85.823	85.823	1	الانحدار
			.3740	54.979	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الرئيسية الأولى استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (229.468) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (147، 1)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الرئيسي (الوساطة المالية) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (61%) من التباين في المتغير التابع (الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية مرتفعة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الرئيسي الوساطة المالية في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية.

إذاً معادلة نموذج الانحدار البسيط هي:

$$(1) \text{ المتغير التابع} = \alpha + \beta \times \text{المتغير المستقل} + \text{الخطأ العشوائي}$$

حيث α تمثل قيمة الثابت، و β ميل الخط المستقيم (معامل الانحدار).

الجدول (10) نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار أثر الوساطة المالية في الكفاءة التشغيلية.

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل الانحدار β	المتغير المستقل
0.000	15.148	0.781	0.083	.3800	الثابت
				.3920	الوساطة المالية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(2) \text{ الكفاءة التشغيلية} = 0.380 + 0.392 \times \text{الوساطة المالية} + 0.083$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل (الوساطة المالية) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.781) وبدلالة قيمة (T) المحسوبة (15.148) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجة حرية (147). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الرئيسية يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الوساطة المالية والكفاءة التشغيلية في لسوق الأوراق المالية التونسية.

وباتباع نفس المنهجية الإحصائية في اختبار الفرضية الرئيسية، نختبر الفرضيات الفرعية.

الفرضيات الفرعية:

الفرضية الفرعية الأولى:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخدمات الاستشارية المقدمة من قبل شركات الوساطة المالية وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية".

الجدول (11) معامل الارتباط يرسون بين الخدمات الاستشارية والكفاءة التشغيلية.

الخدمات الاستشارية		
مستوى دلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.456**	توفر شركات الوساطة كواحد مؤهلة تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات
.000	.595**	تساهم الخدمات المقدمة من قبل شركات الوساطة في جذب المستثمرين لسوق
.000	.409**	تؤدي المنافسة بين شركات الوساطة إلى تحسين مستوى الخدمات الاستشارية
.000	.495**	تؤدي الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة إلى تخفيض تكاليف
.000	.546**	تعمل شركات الوساطة على بناء الثقة بين المستثمرين وسوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.527**	الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة كافية لتقليل المخاطر إلى مستوى
.000	.693**	تلعب شركات الوساطة دوراً هاماً في رفع مستوى الخدمات المقدمة للمستثمرين.
.000	.682**	الارتباط الكلي لمتغير الخدمات الاستشارية
4		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية متوسطة) بين جميع فقرات متغير الخدمات الاستشارية والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.409) و(0.693) بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير الخدمات الاستشارية المتغير المستقل الفرعى الأول والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.682) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية قوية)، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات

(%)100)، مما يعني وجود علاقة طردية قوية بين الخدمات الاستشارية ومستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الجدول (12) نتائج تحليل التباين للانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الأولى.

معامل التحديد R^2	مستوى دلالة F	قيمة F المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
.682	0.000	127.716	65.459	65.459	1	الانحدار
			.513	75.343	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الأولى استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (127.716) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (147، 1)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الأول (الخدمات الاستشارية) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (%)68 من التباين في المتغير التابع (الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية مرتفعة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الفرعي الأول الخدمات الاستشارية في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية.

الجدول (13) نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار أثر الخدمات الاستشارية في الكفاءة التشغيلية

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل الانحدار β	المتغير المستقل
0.000	11.301	0.682	0.082	0.431	الثابت
				0.930	الخدمات الاستشارية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(3) \quad \text{الكفاءة التشغيلية} = 0.431 + 0.930 \times \text{الخدمات الاستشارية} + 0.082$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعي الأول (الخدمات الاستشارية) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.682) وبدلالة قيمة (T) المحسوبة (11.301) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01)

ودرجة حرية (147، 1). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الفرعية الأولى يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخدمات الاستشارية والكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية.

الفرضية الفرعية الثانية

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نشر الوعي الاستثماري وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية".

الجدول (14) معامل الارتباط بيرسون بين نشر الوعي الاستثماري ومستوى الكفاءة التشغيلية.

نشر الوعي الاستثماري		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.390**	تعمل شركات الوساطة على إصدار نشرات تعريفية ومطبوعات دورية لتنوعية
.000	.528**	تساهم شركات الوساطة في رفع مستوى الوعي الاستثماري لدى المستثمرين.
.000	.361**	تساهم شركات الوساطة في تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لجمهور المستثمرين.
.000	.547**	تلعب شركات الوساطة دوراً هاماً في توجيه المستثمرين نحو الاستثمارات التي تتلاءم
.000	.487**	تهتم شركات الوساطة بتوضيح التعليمات والأنظمة الصادرة عن سوق الأوراق المالية
.000	.409**	يوجد لدى شركات الوساطة قاعدة بيانات متكاملة حول الشركات المدرجة في سوق
.000	.606**	الارتباط الكلي لتغيير نشر الوعي الاستثماري
6		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالأعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية متوسطة) بين جميع فقرات متغير نشر الوعي الاستثماري والمتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.390) و(0.547) بمعنى (0.01) ، كما بلغت علاقة ارتباط الارتباط بين إجمالي متغير نشر الوعي الاستثماري المتغير المستقل الفرعي الثاني والمتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية (0.606) بمعنى (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية متوسطة) تعني أنه كلما زاد نشر الوعي الاستثماري في سوق الأوراق المالية التونسية محل الدراسة زاد مستوى الكفاءة التشغيلية للسوق ، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات (100%) ، مما يعني وجود علاقة طردية قوية بين نشر الوعي الاستثماري ومستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية.

الجدول (15) نتائج تحليل التباين لانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية

الفرعية الثانية

معامل التحديد R^2	مستوى دلالة F	قيمة المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
0.367	0.000	85.117	51.632	51.632	1	الانحدار
			.6070	89.170	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الثانية استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (85.117) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (1,147)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الثاني (نشر الوعي الاستثماري) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (36%) من التباين في المتغير التابع (مستوى الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية جيدة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الفرعي الثاني نشر الوعي الاستثماري في المتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية.

الجدول (16) نتائج تحليل الانحدار البسيطة لاختبار أثر نشر الوعي الاستثماري في مستوى الكفاءة التشغيلية.

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل الانحدار β	المتغير المستقل
0.000	9.226	0.606	0.096	.6770	الثابت
				.8900	نشر الوعي الاستثماري

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

(4) $Y = 0.677 + 0.890 \times \text{نشر الوعي الاستثماري} + 0.096 \times \text{مستوى الكفاءة التشغيلية}$
 أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعي الثاني (نشر الوعي الاستثماري) في المتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.606) وبدلالة قيمة (T) المحسوبة (9.226) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجة حرية (1,147). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الفرعية الثانية يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نشر الوعي الاستثماري ومستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الفرضية الفرعية الثالثة:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة محافظ الأوراق المالية وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي "

الجدول (17) معامل الارتباط يرسون بين إدارة محافظ الأوراق المالية والكفاءة التشغيلية

إدارة محافظ الأوراق المالية		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.519**	إنشاء محافظ الأوراق المالية سيعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية التونسي وتنشيطه.
.000	.502**	وجود محافظ الأوراق المالية مهم لتلبية أهداف وحاجات المستثمرين.
.000	.528**	تستطيع شركات الوساطة القيام بدور جوهري في إنشاء محافظ الأوراق المالية.
.000	.452**	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على تخفيض مخاطر الاستثمار.
.000	.484**	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على تنوع مخاطر.
.000	.408**	الاستعانة بشركات الوساطة يعطي محافظ الأوراق المالية فرصه أكبر للنجاح وتحقيق الأرباح.
.000	.461**	تعمل محافظ الأوراق المالية التي تديرها شركات الوساطة على جذب المزيد من المستثمرين لسوق الأوراق المالية التونسي.
.000	.636**	الارتباط الكلي لمتغير إدارة محافظ الأوراق المالية
8		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية متوسطة) بين جميع فقرات متغير إدارة محافظ الأوراق المالية والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.408) و(0.528) بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير إدارة محافظ الأوراق المالية المتغير المستقل الفرعي الثالث والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.636) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية قوية) تعني أن إدارة محافظ الأوراق المالية من قبل شركات الوساطة يعمل على زيادة الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي محل الدراسة، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات (100%)، مما يعني وجود علاقة

طردية قوية بين إدارة محافظ الأوراق المالية ومستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الجدول (18) نتائج تحليل التباين للانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الثالثة.

معامل R^2	مستوى دلالة F	قيمة F المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
0.404	0.000	99.634	56.881	56.881	1	الانحدار
			.5710	83.921	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الثالثة استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (99.634) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (147، 1)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الثالث (إدارة محافظ الأوراق المالية) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (64%) من التباين في المتغير التابع (الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية مرتفعة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الفرعي الثالث إدارة محافظ الأوراق المالية في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية.

الجدول (19) نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار أثر إدارة محافظ الأوراق المالية في الكفاءة التشغيلية.

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل β الانحدار	المتغير المستقل
0.000	9.982	0.636	0.086	.6530	الثابت
				.8570	إدارة محافظ الأوراق المالية

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

اذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(5) \quad \text{الكفاءة التشغيلية} = 0.653 + 0.857 \times \text{إدارة محافظ الأوراق المالية}$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعى الثالث (إدارة محافظ الأوراق المالية) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.636) وبدالة قيمة (T) المحسوبة (9.982) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجة حرية (1,147).

وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة لفرضية الفرعية الثالثة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة محافظ الأوراق المالية والكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية.

الفرضية الفرعية الرابعة:

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنفيذ العمليات (بيع- شراء) وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسية "

الجدول (20) معامل الارتباط يبرهنون بين تنفيذ العمليات والكفاءة التشغيلية.

تنفيذ العمليات (بيع- شراء)		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.537**	وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.547**	وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر البيع في سوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.746**	تقوم شركات الوساطة المالية بإنجاز المعاملات المالية بسرعة جيدة في سوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.486**	تعمل شركات الوساطة على مراعاة مصلحة العميل عند تنفيذ معاملاته في سوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.686**	تعمل شركات الوساطة على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء آخرين في سوق الأوراق المالية التونسية.
.000	.462**	خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات العملاء قبل تنفيذ الطلبات لحسابها الخاص.

تنفيذ العمليات (بيع- شراء)		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.402**	خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات العملاء قبل تنفيذ الطلبات لحساب موظفيها.
.000	.406**	تؤثر شركات الوساطة على الأسعار في سوق الأوراق المالية التونسي على المدى البعيد.
.000	.675**	الارتباط الكلي لمتغير تنفيذ العمليات (بيع- شراء)
9		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية) بين جميع فقرات متغير تنفيذ العمليات (بيع- شراء) والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.402) و (0.746) بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير تنفيذ العمليات (بيع- شراء) المتغير المستقل الفرعى الرابع والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.675) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية) تعنى أنه كلما زادت تنفيذ العمليات (بيع- شراء) في سوق الأوراق المالية التونسي محل الدراسة زاد الكفاءة التشغيلية للسوق، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات (100%)، مما يعني وجود علاقة طردية بين تنفيذ العمليات (بيع- شراء) والكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الجدول (21) نتائج تحليل التباين للانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية
الفرعية الرابعة.

معامل التحديد R^2	مستوى دلالة F	قيمة المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
0.456	0.000	123.165	64.190	64.190	1	الانحدار
			.5210	76.612	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الرابعة استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (123.165) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (147، 1)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الرابع(تنفيذ العمليات (بيع- شراء) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (%) من التباين في المتغير التابع (الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية مرتفعة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الفرعي الرابع تنفيذ العمليات (بيع- شراء) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي .

الجدول (22) نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار أثر تنفيذ العمليات في الكفاءة التشغيلية

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل الانحدار β	المتغير المستقل
0.000	11.098	0.675	0.092	196.0	الثابت
				187.0	تنفيذ العمليات (بيع- شراء)

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(6) \quad \text{الكفاءة التشغيلية} = 19.619 + 0.718 \times \text{تنفيذ العمليات (بيع- شراء)} + 0.092$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعي الرابع (تنفيذ العمليات (بيع- شراء)) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.675) وبدلالة قيمة (T) المحسوبة (11.098) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجة حرية (1، 147). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الفرعية الرابعة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنفيذ العمليات (بيع- شراء) والكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الفرضية الفرعية الخامسة:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تعزيز دور الجهات الرقابية وبين مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي".

الجدول (23) معامل الارتباط يرسون بين تعزيز دور الجهات الرقابية والكفاءة التشغيلية

تعزيز دور الجهات الرقابية		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.494**	تلزム شركات الوساطة بتطبيق اللوائح والقوانين مما يعزز كفاءة سوق الأوراق المالية التونسي.
.000	.585**	تعمل هيئة السوق على حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة لشركات الوساطة.
.000	.436**	تتخذ هيئة السوق المالية إجراءات رادعة بحق شركات الوساطة عند ارتكابها مخالفات معينة.
.000	.396**	الرقابة الموجودة على شركات الوساطة كافية لمنعها من ارتكاب مخالفات قانونية.
.001	.267**	تلزム شركات الوساطة بتعليمات هيئة السوق المتعلقة بمتطلبات التأهيل والمستويات المهنية والفنية.
.000	.618**	تلزム شركات الوساطة بتزويد عملائها بكشف حساب دوري.
.000	.417**	وجود هيئة السوق يدفع شركات الوساطة إلى تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بأعمال الوساطة.
.000	.632**	الارتباط الكلي لمتغير تعزيز دور الجهات الرقابية
8		عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

** دال إحصائيا عند مستوى معنوية 0.01 المصدر: إعداد الباحثان بالأعتماد على نتائج برنامج

SPSS

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط معنوية (طردية) بين جميع فقرات متغير تعزيز دور الجهات الرقابية والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.267) و(0.618) بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير تعزيز دور الجهات الرقابية المتغير المستقل الفرعي الخامس والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.632) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية) تعني أن تعزيز دور الجهات الرقابية من قبل شركات الوساطة ساهم في رفع مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية محل الدراسة، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات (100%)، مما يعني وجود علاقة طردية بين تعزيز دور الجهات الرقابية و الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي.

الجدول (24) نتائج تحليل التباين لانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الخامسة.

معامل التحديد R^2	مستوى دلالة F	قيمة المحسوبة	متوسط المربعات	مجموع المربعات	درجات الحرية	المصدر
0.399	0.000	97.650	56.200	56.200	1	الانحدار
			.5760	84.602	147	الخطأ
				140.802	148	المجموع

المصدر: إعداد الباحثان بالأعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

يتضح من الجدول السابق ثبات صلاحية النموذج لاختبار الفرضية الفرعية الخامسة استناداً إلى ارتفاع قيمة (F) المحسوبة والبالغة (97.650) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجات حرية (147)، ويتبين من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الخامس (تعزيز دور الجهات الرقابية) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (39%) من التباين في المتغير التابع (الكفاءة التشغيلية) وهي قوة تفسيرية مرتفعة، مما يدل على أن هناك أثراً مهماً للمتغير المستقل الفرعي الخامس تعزيز دور الجهات الرقابية في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية

الجدول (25) نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار أثر تعزيز دور الجهات الرقابية في الكفاءة التشغيلية.

مستوى دلالة T	قيمة T المحسوبة	Beta	الخطأ العشوائي	معامل الانحدار β	المتغير المستقل
0.000	9.882	0.632	0.085	.8280	الثابت
				.8370	تعزيز دور الجهات الرقابية

المصدر: إعداد الباحثان بالأعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$\text{الكفاءة التشغيلية} = 0.828 + 0.837 \times (\text{تعزيز دور الجهات الرقابية}) + 0.085 \times (\text{متغير})$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعي الخامس (تعزيز دور الجهات الرقابية) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.632) وبدلالة قيمة (T) المحسوبة (9.882) بمستوى دلالة محسوب (0.000) وهو أقل من مستوى قيمة الدلالة الإحصائية المعتمد (0.01) ودرجة حرية (147). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الفرعية الخامسة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تعزيز دور الجهات الرقابية والكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي.

الخلاصة:

هدفت هذه الدراسة الى معرفة أثر الوساطة المالية على الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي وبناء ما تم التوصل اليه من قبول للفرضية الرئيسية للدراسة والفرضيات المتفرعة عنها، فإنه من وجہ نظر الدراسة الحالية فان الوساطة المالية والمتغيرات المستقلة المتفرعة عنه تؤثر في الكفاءة التشغيلية، وذلك من خلال نموذج الانحدار البسيط، لذلك خلصت الدراسة الى ان المتغيرات المستقلة الفرعية (الخدمات الاستشارية، نشر الوعي الاستثماري، إدارة محافظ الأوراق المالية، تنفيذ العمليات، تعزيز دور الجهات الرقابية) لها تأثير وتستطيع تفسير التباين في مستوى الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي.

وبناءً على النتائج التي توصل اليها الباحثان فأنهما يوصيان بضرورة تطوير وتكثيف الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة حتى تساعده في تقليل المخاطر إلى مستوى مقبول يلائم طبيعة المستثمر واتجاهاته الاستثمارية وإعطاء أهمية أكبر في سعها لنشر الوعي الاستثماري عبر اصدار نشرات ومطبوعات تعریفیة ، وكذلك التعاون مع الجامعات والمؤسسات الأكاديمية (خاصة الجامعات)، لعقد ندوات لزيادة مستوى الوعي بالاستثمار في السوق، إضافة إلى منح المزيد من التراخيص لشركات الوساطة المالية من قبل هيئة السوق لممارسة مهنة الوساطة، الامر على يساعد على زيادة القدرة التنافسية بينها فيما يتعلق بتحسين خدماتها والأنشطة التي تمارسها.

المراجع

اولاً: المراجع العربية

- أحمد الناكة. (1991). نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- أحمد سعد عبد اللطيف. (1998). بورصة الأوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- آمال أحمد. (2020). الوساطة المالية وأثرها على الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي. رسالة ماجستير ، جامعة طرابلس ، طرابلس.
- حمدي زغرب. (2005). اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني. المؤتمر الاول للاستثمار والتمويل . غزة - فلسطين: الجامعة الاسلامية.
- خليل التمروطي، و سمير العوسي. (2012). تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة استطلاعية. مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية، 20(1).
- درید آل شبيب. (2012). الاسواق المالية والنقدية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.

- سام محمد. (2014). عشوائية حركة الاسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية. مجلة دراسات للعلوم الادارية، 41(2)، 417-423.
- سليمان موصلي، و حازم السمان. (2013). دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 29(2)، 151-169.
- شويق عبد السيد فردة. (1998). نحو نموذج مقترن لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك اسعار الاسهم في البورصة المصرية: آفاق جديدة. مصر: جامعة المنوفية، كلية التجارة.
- عبد الغفار حنفي. (2004). الاستثمار في بورصة الاوراق المالية. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص. (2001). الاسواق المالية : بنوك تجارية- اسواق الاوراق المالية- شركات تأمين- شركات الاستثمار. مصر: الدار الجامعية.
- عبدالرحمن بن عزوز. (2012). دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الاوراق المالية مع الاشارة الى بورصة تونس. رسالة ماجستير منشورة ، جامعة منتوري، الجزائر.
- عصام العريبي. (2008). الاستثمار في بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق . دمشق: دار الرضا للنشر.
- عضو الله شيخة. (1993). الاقتصاد والبنوك وبورصات الاوراق المالية. القاهرة.
- فريد النجار. (1999). البورصات والهندسة المالية. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- كمال الشافعي. (2008). الاطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين: دراسة مقارنة. رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بيرزيت، غزة.
- محمد جابر. (1989). الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الاساسي والفعلي للاستثمارات. عمان: بدون دار نشر.
- محمد صبح. (1996). التحليل المالي والاقتصادي للاسواق المالية. مصر: البيان للطباعة والنشر.
- محمد ياسين. (2000). البورصة وتنافع القوانين- اختصاص المحاكم (الإصدار الطبعة الاولى). سوريا: منشورات الحلبي.
- منير ابراهيم هندي. (2002). الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الاسكندرية: دار المعارف.
- نضال الفيومي. (2003). اثر خصائص الاسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان. مجلة دراسات للعلوم الادارية، 30(2)، 322-334.

نهاد نادر. (2016). تقييم شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية. (38)13

نوري بومدين. (2015). صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الاسواق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حسيبة بوعلي بالشلف، الجزائر.

هاني صالح. (2007). شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة.

ثانياً: المراجع الأجنبية

Bergrstresser, D., M.R Chalmers, J., & Tufano, P. (2004). *Assessing the costs and benefits of Brokers*. Eclcronic Verison, University of Oregon, USA.