

## الوساطة المالية و أثرها على الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي

د. عطية ميلاد الجبيري<sup>1</sup> أ. آمال مفتاح أحمد<sup>2</sup>

### 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 تمتعها بالعدل في التعامل فيما يتعلق بتنفيذ تلك الأوامر، وأظهرت الأهمية النسبية تنفيذ عمليات البيع والشراء في المرتبة الأولى وأخرها تعزيز دور 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 وتوفر أدوات استثمارية متنوعة غير كاف لوحده لقيام سوق مالي مستمر وكفؤ، لذلك كانت الحاجة الى أجهزة فنية أخرى تساعد على تنشيط الحركة في السوق تتمثل 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، والفترة الزمنية اللازمة لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول، وغيرها. جاءت هذه

<sup>1</sup> أستاذ مشارك بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة طرابلس، [atiamilad@gmail.com](mailto:atiamilad@gmail.com)

<sup>2</sup> طالب دراسات عليا بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة طرابلس، معيد بجامعة الزاوية،

[am.ahmed@zu.edu.ly](mailto:am.ahmed@zu.edu.ly) / [amalahm33d@gmail.com](mailto: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 التونسي.  
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 التونسي؟  
ويتفرع من السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ماهي 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 إجراء 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 مرشداً للقائمين عليه من إدارة ووسطاء ماليين مما يساهم 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 الى 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 اجمالي عدد المستثمرين الافراد، بالتالي فإن عينة الدراسة تمثل المستثمرين الافراد، تم اختيارهم عشوائياً، حيث بلغ عدد الاستبانات الموزعة (180) استبانة ولقد تم استرجاع (149) استبانة أي ما نسبته تقريبا (59%) من الاستبانات الموزعة.

#### **الدراسات السابقة:**

لا تكاد تخلو أي من الدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في سوق الأوراق المالية من الإشارة الى 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 الى عدة نتائج أهمها وجود علاقة قوية بين أداء شركات الوساطة المالية والرقابة الاشرافية المطبقة عليها من وجهة نظر المستثمر، وان شركات الوساطة والخدمات المالية تتمتع بكفاءة عالية في السوق من وجهة نظر المستثمر. و

هدف (بن عزوز، 2012) في هذه الدراسة الى التعريف بالدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية لتنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية التونسي، للفترة من 2002-2010، وتوصلت هذه الدراسة الى ان عدد شركات الوساطة المالية مازال 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 عامة وسوق الأوراق المالية خاصة، وذلك عبر ممثلين عنهم، مما يساهم في زيادة الشفافية والوضوح للشركات وقيمتها المالية.

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

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

قام (زعر، 2005) الى اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، حيث اقتصر عينة الدراسة على عدد (150) مستثمر من الذين كانوا يترددون على شركات الوساطة المالية خلال شهر فبراير للفترة 2005/2/19-23، تم استخدام الاستبانة 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 واجمع المستثمرين (عينة الدراسة) أن من عوامل تنشيط تداول الأوراق المالية توفر الوسطاء الماليين الكفاء، وفيما يتعلق بالصعوبات التي تواجه السوق تمثلت أهمها في ضعف الوعي الاستثماري لدى الجمهور تجاه الاستثمار في السوق المالي.

هدفت دراسة (Bergstresser وآخرون، 2004) الى التعرف على العلاقة بين سلوك العميل والوسيط موضحة التكاليف والمنافع التي يحصل عليها العميل من الوسطاء الذين يستعين بهم لمساعدته في اختيار وتحديد الأسهم التي ينوي شرائها وضمها الى محفظته الاستثمارية، من خلال منهج وصفي، وأظهرت الدراسة مجموعة من النتائج أهمها ان اختيار الوسيط يحتاج الى جهد مكثف وأن التعامل مع الوسطاء مكلف للعميل من حيث الرسوم والتكاليف الأخرى، وذلك مقابل الخدمات التي يقدمها الوسيط وان المستثمرين على استعداد لدفع عمولة او رسوم اعلى 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 أن التداول في هذه الأسواق المالية يتم دائماً بواسطة وسطاء أو سماسرة مرخصين بهذه الاعمال، يعملون كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية يقوم العميل بإصدار امرأ للوسيط، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقاً لقوانين السوق (الناقة، 1991، صفحة 27)، ويعرف الوسيط في سوق الأوراق المالية على أنه كل شخص طبيعي أو 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 (عوض الله وشيخة، 1993، ص46). وللوسطاء عدة فئات فمنهم: الوسطاء بالعمولة (الوكلاء)، ووسطاء الصالة (سماسرة الصالة)، تجار الطلبيات الصغيرة، تجار الصالة، المختصون وصانع السوق (الوسيط 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 وتداولها 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

تبرز أهمية شركات الوساطة المالية من أهمية السوق ذاته، فهي من تصنع الأسواق، ولهذا فأهميتها مكمله 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 والمحللين الماليين، ووجهة نظر السوق نفسه، بالإضافة الى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق (العرييد، 2008، صفحة 45)، حسب (Fama,1979) هي السوق التي تشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيها تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع 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 الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي الى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف (حنفي، 2004، صفحة 75)، والنوع الثاني الكفاءة الاقتصادية، وتقوم الكفاءة الاقتصادية اساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين في السوق الى تعظيم ثرواتهم، ولتحقيق التخصيص الكفء 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 لكفاءة 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 والمتاحة 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 متاحة للجمهور عامة أو متاحة لفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في مجلس الإدارة. (صبح، 1996، ص 41-42).  
ويذكر (النجار، 1999، ص 93) أهم الخصائص التنظيمية والإدارية الواجب توفرها في السوق المالي للوصول الى مستوى الكفاءة المعقول. وقد يرجع ضعف أداء السوق المالي وعدم كفاءته الى 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 ثمانين فقرات بهدف التعرف على مستوى الكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي الذي يشعر به أفراد عينة الدراسة وتعتبر 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).

لتوخي 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 سلب.

اختبار الصدق والثبات:

تمّ التأكد 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) استمارة استبيان على عينة من مجتمع الدراسة وذلك لحساب صدق الاتساق الداخلي للمقياس المستخدمة في الدراسة من خلال حساب معامل الارتباط بين كل فقرة والدرجة الكلية للمقياس، وعامل الارتباط بين كل فقرة والمتغير الذي ينتهي إليه.

#### طرق جمع البيانات:

تم جمع البيانات الأولية والثانوية من الكتب والدوريات والمجلات العلمية ودراسات ومقالات علمية متخصصة، بالإضافة الى تصميم استبيان خاصة لجمع البيانات من عينة الدراسة.

#### أساليب تحليل البيانات والبرامج المستخدمة:

تم استخدام برنامج الحزم الإحصائية SPSS وذلك لمراجعة هذه البيانات وترميزها، وإدخالها الى الحاسب الآلي ومن ثم تحليلها باستخدام الاختبارات الإحصائية الآتية:

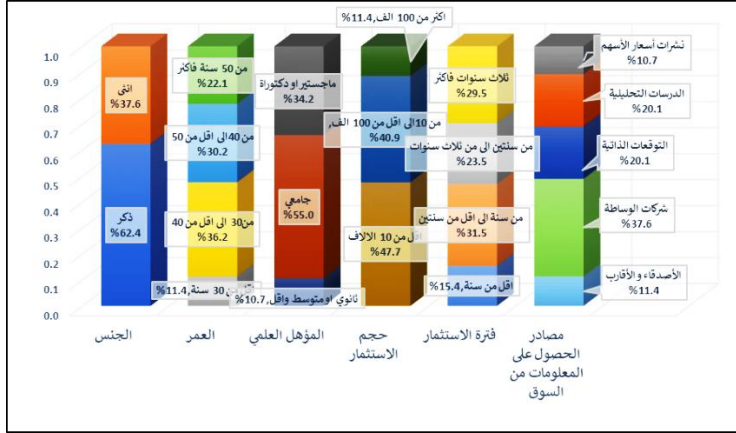
1. النسبة المئوية: تستخدم لمعرفة التوزيع النسبي لأفراد العينة حسب الخصائص الشخصية.
2. الوسط الحسابي: يستخدم لقياس متوسط إجابات أفراد العينة على فقرات الاستبيان.
3. الانحراف المعياري: يستخدم لقياس الانحرافات في إجابات أفراد العينة على فقرات الاستبيان.
4. معامل كرونباخ ألفا: للتحقق من مقدار الاتساق الداخلي لأداة الدراسة (استمارة 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:

#### أولاً: 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 وعمها 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 من 40 إلى أقل من 50 سنة (45) مستثمر بنسبة (30.2%)، والذين أعمارهم أكثر من 50 سنة (33) مستثمر بنسبة (22.1%)، من جملة عينة الدراسة التي تبلغ (149) مستثمر بنسبة (100%)، ونجد أن غالبية فئات عينة الدراسة متقاربة في النسب المئوية، وبذلك فأن التعامل في سوق الأوراق المالية التونسي لا يقتصر على فئة عمرية دون أخرى، مما يدل على نجاحه في استقطاب مدخرات من جميع الفئات العمرية، وكانت النسبة لأعمار الشباب، حيث جاء في المرتبة الأولى المستثمرين اللذين تتراوح أعمارهم بين 30-40 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 الى تفاوت في مدة الاستثمار، مما يجعل إجابة أفراد العينة على الاستبيان على قدر من الشفافية، نظراً لتفاوت تلك المدد وتنوعها 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 الفرعي الأول: "ما هي خصائص ومواصفات الوساطة المالية المتعلق بالأبعاد التالية (الخدمات الاستشارية، نشر الوعي الاستثماري، إدارة محافظ الأوراق المالية، تنفيذ العمليات (بيع- شراء)، تعزيز دور الجهات الرقابية) كما يلي:

### أ- المتغير المستقل الفرعي الأول (الخدمات الاستشارية):

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

الاتجاه أفراد العينة	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الفقرات
إيجابي	1.05	2.21	توفر شركات الوساطة كوادراً 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 التونسي.
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 التونسي.
سليبي	1.01	2.61	الخدمات الاستشارية التي تقدمها شركات الوساطة كافية لتقليل المخاطر إلى مستوى مقبول.
سليبي	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 وتكثيف حتى تساعد في تقليل المخاطر إلى مستوى مقبول يلائم طبيعة المستثمر واتجاهاتهم

الاستثمارية، تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه دراسة (صالحه، 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 يأتي: "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 (0.95)، 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 (صالحه، 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 عينة الدراسة حول المتغير كانت ايجابية، ماعدا الفقرة (6، 7)، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير الخدمات الاستشارية (2.33) وبانحراف معياري (0.71)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير الخدمات الاستشارية كانت ايجابية.

#### ب- المتغير المستقل الفرعي الثاني (نشر الوعي الاستثماري):

يتضح من الجدول رقم (2) أن الفقرة التي تنص على أن: "تلعب شركات الوساطة دور مهماً في توجيه مدخرات المستثمرين نحو الاستثمارات التي تتلاءم مع أهدافهم وتطلعاتهم" حصلت على المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (2.36) وانحراف معياري (0.95)، 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 الوعي الاستثماري.

الفقرات	الوسط	الانحراف	اتجاه
تعمل شركات الوساطة على إصدار نشرات تعريفية ومطبوعات دورية	2.17	1.10	إيجابي
تساهم شركات الوساطة في رفع مستوى الوعي الاستثماري لدى	2.15	.96	إيجابي
تساهم شركات الوساطة في تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لجمهور	2.12	.77	إيجابي
تلعب شركات الوساطة دور مهماً في توجيه مدخرات 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 الوعي الاستثماري	2.16	.66	إيجابي

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

الحصول على عائد مجزي يغطي تكلفة استثماراتهم، في حين حصلت الفقرة التي تنص على ما يأتي: "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 (91)، مما يدل على نقص نسبي 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 ايجابية ، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير نشر الوعي الاستثماري (2.16) وبانحراف معياري (66)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير نشر الوعي الاستثماري كانت ايجابية.

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

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

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

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 (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 (صالحه، 2007) التي اشارت الى ان شركات

الوساطة تستطيع القيام بدور مهم في انشاء 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 ايجابية، وأخيراً بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير إدارة محافظ الأوراق المالية (2.28) وبانحراف معياري (0.72)، مما يؤكد أن اتجاهات أفراد العينة حول متغير إدارة محافظ الأوراق المالية كانت ايجابية.

#### 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 (0.92)، مما يدل على أن وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق المالية التونسي، وتتفق هاتين النتيجةين مع ما توصلت اليه دراسة (النمروطي و العويسي، 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 ايجابية ماعدا الفقرة رقم (25) كانت سلبية، وأخيراً بلغ المتوسط

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

الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اتجاه أفراد
وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق	1.84	0.92	إيجابي
وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر البيع في سوق الأوراق	1.91	0.98	إيجابي
تقوم شركات الوساطة المالية بإنجاز المعاملات المالية بسرعة جيدة في	2.35	1.32	إيجابي
تعمل شركات الوساطة على مراعاة مصلحة العميل عند تنفيذ معاملاته في	2.18	0.90	إيجابي
تعمل شركات الوساطة على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء	3.26	1.24	سلي
خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات	2.31	1.09	إيجابي
خلال الجلسة الواحدة تعطي شركات الوساطة حق الأولوية لتنفيذ طلبات	2.49	1.28	إيجابي
تؤثر شركات الوساطة على الأسعار في سوق الأوراق المالية التونسي على	2.42	1.04	إيجابي

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

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 اشارت اليه

الجدول (5) الوسط الحسابي والانحراف المعياري لفقرات متغير تعزيز دور الجهات الرقابية.

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

دراسة (زغرب، 2005) أن من أهم العقوبات التي تواجه السوق عدم وجود ضمانات لحماية حقوق المتعاملين، حيث أنه من وجهة نظر المستثمرين افراد العينة ان سوق الأوراق المالية التونسي يضمن للمستثمر فيه الحماية لحقوقهم واستثماراتهم، 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
نشر الوعي 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) كُبعد 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 الأكبر على الكفاءة التشغيلية من وجهة نظر المستثمرين عينة الدراسة، وهذا ما يعززه ما تم التوصل اليه مسبقاً بأن شركات الوساطة تتمتع بالعدل من حيث الأولوية في تنفيذ أوامر العملاء وان وجودها أدى الى سرعة تنفيذ أوامره.

#### ثالثاً: وصف المتغير التابع للدراسة (الكفاءة التشغيلية):

جُمعت 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 التونسي".

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 الكفاءة التشغيلية.

المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الكفاءة التشغيلية
تتمتع سوق الأوراق المالية التونسي بشبكة اتصالات متطورة.	2.60	1.25	سلي
تمتلك سوق الأوراق المالية التونسي العناصر اللازمة لعمله بكفاءة	2.49	1.06	إيجابي
يهتم سوق الأوراق المالية التونسي بتطوير أدائه بما يضمن كفاءة	2.46	1.11	إيجابي
القوانين والتعليمات الصادرة عن السوق تؤثر إيجاباً في اتخاذ القرار	2.62	1.07	سلي
التحديثات على أنظمة التداول تساهم في الحد من التجاوزات	2.52	1.13	سلي
تساهم شركات الوساطة في الرفع من الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق	2.66	1.23	سلي
يحقّق الاستثمار في سوق الأوراق المالية التونسي عائد مجزي يغطي	2.89	1.20	سلي
الكفاءة التشغيلية	2.60	.97	سلي

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

( يهتم سوق الأوراق المالية التونسي بتطوير أدائه بما يضمن كفاءة استثمارية أعلى)، حصلت على المرتبة الأخيرة، من بين جميع فقرات المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، بمتوسط حسابي (2.46) وانحراف معياري (1.11)، مما يدل على أن سوق الأوراق المالية التونسي يهتم 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 سلمي للكفاءة التشغيلية في سوق الأوراق المالية التونسي، حيث بلغ المتوسط الحسابي الكلي لمتغير الكفاءة التشغيلية (2.60) وانحراف معياري (.97)، وهذا ما يتطابق مع دراسة (الفيوم، 2003)، (موصلي و السمان، 2013)، (محمد، 2014)، والتي اشارت الى 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 للقيمة (F)، ومقارنتها بقيمة الدلالة الإحصائية (0.01) و(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 الرئيسة:**

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

\*\*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 (0.606) و(0.682). بمستوى معنوية (0.000) ، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير الوساطة المالية المتغير المستقل الرئيسي والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.781). بمستوى معنوية (0.000). 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 يعنى 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

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

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 (1، 147)، ويتضح 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  $\alpha$  تمثل قيمة الثابت، و  $\beta$  ميل الخط المستقيم (معامل الانحدار).

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

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

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 (1، 147). وبناءً على نتائج الاختبارات الإحصائية السابقة للفرضية الرئيسة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الوساطة المالية والكفاءة التشغيلية في لسوق الأوراق المالية التونسي.

وباتباع نفس المنهجية الإحصائية في اختبار الفرضية الرئيسة، نخبر 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 التونسي".

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

الخدمات الاستشارية		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.456**	توفر شركات الوساطة كوادراً مؤهلاً 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 التونسي.
.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 إحصائياً 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 (693) و(409). بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير الخدمات الاستشارية والمتغير المستقل الفرعي الأول والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (682). بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية قوية)، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات

(100%)، مما يعنى 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.

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

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 (1، 147)، ويتضح 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

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

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 (1، 147). 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 التونسي.

### الفرضية الفرعية الثانية

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

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 لتوعية
.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 مهماً 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 لمتغير نشر الوعي الاستثماري
	6	عدد العلاقات المعنوية
%100		الأهمية النسبية

\*\*دال إحصائياً 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 نشر الوعي الاستثماري والمتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية ، حيث تراوحت قيم هذه العلاقة بين (0.390) و(0.547) بمستوى معنوية (0.01)، كما بلغت علاقة الارتباط بين إجمالي متغير نشر الوعي الاستثماري المتغير المستقل الفرعي الثاني والمتغير التابع مستوى الكفاءة التشغيلية (0.606) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية متوسطة) تعني أنه كلما زاد نشر الوعي الاستثماري في سوق الأوراق المالية التونسي محل الدراسة زاد مستوى الكفاءة التشغيلية للسوق ، كما بلغت الأهمية النسبية لتلك العلاقات (100%)، مما يعني وجود علاقة طردية قوية بين نشر الوعي الاستثماري و مستوى الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

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

### الفرعية الثانية

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

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)، ويتضح 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.

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(4) \quad \text{مستوى الكفاءة التشغيلية} = 0.677 + (0.890 \times \text{نشر الوعي الاستثماري}) + 0.096$$

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 بيرسون 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 فرصة 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.

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

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 (1، 147)، ويتضح من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الثالث (إدارة محافظ الأوراق المالية) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (40%) 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.

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(5) \quad \text{الكفاءة التشغيلية} = 0.653 + (0.857 \times \text{إدارة محافظ الأوراق المالية}) + 0.086$$

أي أن هناك أثراً مهماً وقوياً للمتغير المستقل الفرعي الثالث (إدارة محافظ الأوراق المالية) في المتغير التابع الكفاءة التشغيلية، حيث بلغت قيمة معامل (Beta) (0.636) وبدلالة 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 للفرضية الفرعية الثالثة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إدارة محافظ الأوراق المالية والكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية التونسي.

الفرضية الفرعية الرابعة:

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

الجدول (20) معامل الارتباط بيرسون 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 التونسي.
.000	.547**	وجود شركات الوساطة أدى إلى سرعة تنفيذ أوامر البيع في سوق الأوراق المالية التونسي.
.000	.746**	تقوم شركات الوساطة المالية بإنجاز المعاملات المالية بسرعة جيدة في سوق الأوراق المالية التونسي.
.000	.486**	تعمل شركات الوساطة على مراعاة مصلحة العميل عند تنفيذ معاملاته في سوق الأوراق المالية التونسي.
.000	.686**	تعمل شركات الوساطة على تنفيذ أوامر بعض العملاء على حساب عملاء آخرين في سوق الأوراق المالية التونسي.
.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 المعنية
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 الفرعي الرابع والمتغير التابع الكفاءة التشغيلية (0.675) بمستوى معنوية (0.01) وهي علاقة ارتباط معنوية (طردية) تعني 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.

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

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 (1، 147)، ويتضح من الجدول نفسه أن المتغير المستقل الفرعي الرابع (تنفيذ العمليات (بيع- شراء) في هذا النموذج يفسر ما مقداره (45%) 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

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(6) \quad \text{الكفاءة التشغيلية} = 0.619 + (0.718 \times \text{تنفيذ العمليات (بيع- شراء)}) + 0.092$$

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 بيرسون بين تعزيز دور الجهات الرقابية والكفاءة التشغيلية

تعزيز دور الجهات الرقابية		
مستوى الدلالة	معامل الارتباط	فقرات المتغير
.000	.494**	تلتزم 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 مخالفة معينة.
.000	.396**	الرقابة الموجودة على شركات الوساطة كافية لمنعها من ارتكاب مخالفات قانونية.
.001	.267**	تلتزم شركات الوساطة بتعليمات هيئة السوق المتعلقة بمتطلبات التأهيل والمستويات المهنية والفنية.
.000	.618**	تلتزم 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 المعنية
%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 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 للانحدار للتأكد من صلاحية النموذج لاختبار الفرضية

الفرعية الخامسة.

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد 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 (1، 147)، ويتضح 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.

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

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج برنامج (SPSS)

إذاً معادلة الانحدار البسيط للنموذج هي:

$$(7) \text{ الكفاءة التشغيلية} = 0.828 + (0.837 \times \text{تعزيز دور الجهات الرقابية}) + 0.085$$

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 وجهة 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 تساعد في تقليل المخاطر إلى مستوى مقبول يلائم طبيعة المستثمر واتجاهاته الاستثمارية وإعطاء أهمية أكبر في سعيها لنشر الوعي الاستثماري عبر اصدار نشرات ومطبوعات تعريفية ، وكذلك التعاون مع الجامعات والمؤسسات الاكاديمية (خاصة الجامعات)، لعقد ندوات لزيادة مستوى الوعي بالاستثمار في السوق، إضافة الى 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 الناقه. (1991). نظرية النقود والبنوك والاسواق المالية. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- أحمد سعد عبد اللطيف. (1998). بورصة الاوراق 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). إختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني. المؤتمر الاول للاستثمار والتمويل . غزة - فلسطين: الجامعة الاسلامية.
- خليل النمروطي، و سمير العويبي. (2012). تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للاوراق المالية: دراسة استطلاعية. مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية، 20(1).
- دريد 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 للاوراق المالية. مجلة دراسات للعلوم الادارية، 41(2)، 417-423.

سليمان موصلي، و حازم السمان. (2013). دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للاوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 29(2)، 151-169.

شوقي عبد السيد فردة. (1998). نحو نموذج مقترح 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 العريبد. (2008). الاستثمار في بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق . دمشق: دار الرضا للنشر.

عوض 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 بالاوراق المالية: مدخل في التحليل الاساسي والفني للاستثمارات. عمان: بدون دار نشر.

محمد صبح. (1996). التحليل المالية والاقتصادي للاسواق المالية. مصر: البيان للطباعة والنشر.

محمد ياسين. (2000). البورصة وتنازع 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.  
13(38).

نوري بومدين. (2015). صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الاسواق المالية. رسالة ماجستير  
غير منشورة، جامعة حسيبة بوعلي بالشلف، الجزائر.  
هاني صالحه. (2007). شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للاوراق المالية. رسالة  
ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة.

ثانيا: المراجع الاجنبية

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