

تقييم فعالية بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر - دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات -

د. هواري سويسي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر

souici.ho@univ-ouargla.dz

د. محمد زرقون

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر

Zergoune.me@univ-ouargla.dz

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية بورصة القيم ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، من خلال تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر، وكذا التعرف على مدى فعاليتها في دعم وتشجيع مؤسسات القطاع الخاص الجزائري على الاستثمار، وذلك من خلال قياس مدى التغير الحاصل في مؤشرات الأداء المالي لإحدى مؤسسات القطاع الخاص الجزائري الرائدة في قطاع الخدمات التأمينية والمدرجة في البورصة من خلال طرح الأسهم للإكتتاب العام والمتمثلة في شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012/2008). وأهم ما خلصت الدراسة إلى أن عموم الأداء المالي لشركة أليانس انخفض، نظرا لحدثة دخول هذه الشركة للبورصة، الأمر الذي يجعل من ضرورة قياس أدائها على الأقل لعدد أربع سنوات.

الكلمات المفتاحية: بورصة القيم، تمويل، أسهم، سندات، قطاع خاص، أداء مالي.

تمهيد:

تحظى المؤسسة الاقتصادية بأهمية بالغة في المحيط الاقتصادي لكل دولة وذلك لما لها من دور فعال في النشاط الاقتصادي، إذ إرتأت الجزائر كغيرها من الدول الأخرى، السعي نحو إعطاء القطاع الخاص دورا أكبر في مسيرتها التنموية، فقد شهدت الساحة الاقتصادية تغيرات هيكلية هامة لاسيما التخلي عن الفلسفة الإشتراكية التي تقوم على الملكية العامة والتخطيط المركزي والتوجه تدريجيا نحو اقتصاد السوق. وفي هذا الإطار نجد أن كل مؤسسة تسعى جاهدة لمواكبة هذه التطورات والتحولات لضمان إستمراريتها وبقائها. ومن أكثر الجوانب أهمية في المؤسسة الاقتصادية، نجد التمويل الذي حظي في الآونة الأخيرة باهتمام العديد من الباحثين نظرا للأهمية التي يكتسبها. ونظرا لتعدد احتياجات المؤسسة تعددت مصادر تمويلها، وبذلك فهي تختار مصدر تمويلها وفق وضعيتها وإستراتيجيتها المتبناة.

لكن في السنوات الأخيرة، أصبحت الموارد الذاتية غير كافية بالشكل اللازم لقيام المؤسسات بنشاطها على أكمل وجه، كما أن التمويل البنكي يجعل المؤسسات مقيدة بشروط معينة كآجال

التسديد وأسعار الفائدة، الأمر الذي أدى بالمؤسسات إلى اللجوء لبورصة القيم كمصدر مهم وحديث للتمويل، أين تكون ملزمة بدفع الأرباح أو أسعار الفائدة كل سنة دون دفع المبلغ الأصلي لرأس المال المقترض، بالإضافة إلى أن التمويل عن طريق البورصة لا يحدث تضخم لأن نفس الكمية من الأموال يتم تداولها على عكس التمويل عن طريق البنوك، الذي يؤدي إلى خلق نقود الودائع المسببة في زيادة المعروض النقدي. ويعتبر تمويل المؤسسات الاقتصادية من خلال البورصة، من أكثر الطرق شيوعا وانتشارا في جميع أنحاء العالم، وقد لاقى اهتماما واسعا ودراسات مستفيضة من طرف المساهمين والأكاديميين، حيث يترتب على هذا النمط من التمويل زيادة قاعدة المساهمين، كما يعتبر أسلوبا ناجحا لتشجيع صغار المستثمرين والمدخرين على الاستثمار.

بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر سنة 1992، توجهت العديد من المؤسسات الاقتصادية مثل: سوناطراك، صيدال، فندق الأوراسي، الرياض، أليانس، رويبة،... إلخ. إلى هذا المصدر الجديد للتمويل وحاولت الاستفادة منه. وتعتبر شركة "أليانس" للتأمينات أول مؤسسة خاصة تدخل بورصة القيم - بعد الشركات العمومية الثلاثة: صيدال، رياض سطيف والأوراسي - ، وذلك في سنة 2011 من خلال طرح نسبة 30 بالمائة من رأسمالها للاكتتاب، وتحويلها إلى أسهم قابلة للتداول. وخلال سنة 2013 نلاحظ دخول ثاني مؤسسة خاصة إلى البورصة من خلال مؤسسة الرويبة للصناعات الغذائية (NCA) من خلال طرح نسبة 25 بالمائة من رأسمالها للاكتتاب.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية على النحو التالي:

ما مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل وتحسين الوضعية المالية لمؤسسات القطاع الخاص؟

وعلى هذا الأساس فإن الدراسة سوف تقسم إلى محورين (02) رئيسيين حيث نتناول ما يلي:

- المحور الأول: تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر؛

- المحور الثاني: دور بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات؛

1 - تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر

من أجل تحليل وتقييم واقع أداء بورصة الجزائر سوف نستعرض ما يلي:

1-1 تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

يؤدي إرتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجمها، من خلال إرتفاع حجم الاستثمارات فيها، مما يؤدي إلى زيادة الرسملة البورصية، والتي تمثل مقياسا بمقارنتها مع الناتج الداخلي الخام في معرفة حجمها في الاقتصاد.

وقد بلغ عدد المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي دخلت إلى البورصة منذ نشأتها سنة 1992 عشر (10) شركات، ثلاثة (03) مؤسسات عمومية من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام (رياض

سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي) (والآن أصبح عدد هذه المؤسسات مؤسستين (02) مؤسسات فقط بعد إنسحاب مؤسسة رياض سطيف سنة 2006)، حيث تم طرح أقلية من أسهم المؤسسات للإكتتاب العام بنسبة 20٪، ومؤسستين (02) من القطاع الخاص (شركة أليانس، شركة الروبية) حيث تم طرح أقلية من أسهم المؤسسات للإكتتاب العام تراوحت النسبة بين 31٪ و25٪ من رأسمال هذه الشركات. بينما قامت أربع (04) مؤسسات عمومية باللجوء للسوق السندي لطرح سندات (شركة سوناطراك؛ سونلغاز 11؛ سونلغاز 14؛ اتصالات الجزائر؛ شركة الخطوط الجوية الجزائرية) مقابل شركة واحدة من القطاع الخاص (شركة المساهمة دحلي).

الجدول رقم (01): تطور عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 - 2012).

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	03	04	04	04	03	03	03	05	05	06	07	08	07	07

المصدر: من خلال تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة السنوية.

يلاحظ من الجدول أعلاه تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من ثلاث شركات سنة 1999 إلى سبع شركات سنة 2010، مما يدل على تطور بورصة الجزائر مقارنة بالسنوات الأخرى من حيث عدد الشركات المدرجة، في حين إنخفض سنة 2011 وذلك نتيجة إنسحاب الخطوط الجوية من جدول التسعيرة بسبب إنتهاء أجل استحقاقه. ومن تلك السنة لم تدخل أي شركة لبورصة القيم، غير أن سنة 2013 سجلت دخول شركة روية للمشروبات (NCA) لسوق الأسهم، مما يزيد من رصيد شركات القطاع الخاص بها. ويعتبر هذا أمرا إيجابيا لبورصة القيم بما يمكن أن تضيفه من حركية وسيولة أكثر وما يمكن أن تزيله من حالة تردد العديد من المتعاملين العموميين والخواص في الدخول للبورصة القيم.

يتضح بالمقارنة بعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية، أن العدد المسجل ببورصة قيم الجزائر قليل جدا، وهو ما ينبغي العمل على رفعه حتى يتم تنشيط سوق الأوراق المالية ورفع سيولتها.

2-1 تحليل تطورات نشاط الشركات في بورصة الجزائر

يوضح الجدول رقم (02) نشاط الشركات المقيدة في بورصة الجزائر من حيث حجم التبادل، قيمة التبادل، عدد الصفقات وعدد الجلسات المستثمرة والتغيرات التي تطرأ عليها خلال الفترة (2005-2012) بالنسبة لمصدري السندات ومصدري الأسهم.

ويلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن أكبر حجم تبادل في بورصة قيم الجزائر كان في سنة 2011 مقارنة بسنوات مجال الدراسة والمقدر ب: 244697 وأدنى حجم تبادل كان سنة 2005

والمقدر بـ: 13487. وهذا راجع بالأساس إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة كما هو موضح في الجدول رقم (01).

وأما بالنسبة لقيمة التبادل فكانت أكبر قيمة سنة 2008 وأدناها سنة 2005، أما بالنسبة لعدد الصفقات فقد كانت أكبر صفقة سنة 2008، وأدناها سنة 2005. وحتى عدد الجلسات كانت لها أعلى مستوى سنة 2008، وأدناها سنة 2005 كما هو موضح في الجدول (02). ما نستنتجه من الجدول أن نشاط بورصة الجزائر كان في أحسن حالاته سنة 2008 لأنها تقريباً حققت نتائج أكبر في عدد الصفقات والجلسات، والقيمة المتبادلة من السنوات الأخرى. وأسوء حالاته كانت سنة 2005 نظراً لتحقيق نتائج ضعيفة في الحجم والقيمة المتبادلة وعدد الصفقات والجلسات.

الجدول رقم (02): تطورات نشاط الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2012). الوحدة: دج.

السنة	الشركة	الأوراسي	صيدال	الرياض	الاتصالات الجزائر	سونغاز11	خطوط الجوية	سونغاز14	دجلي	أيناس	المجموع
2005	الحجم التبادل	242	5245	0							13487
	القيمة المتبادلة	2358995	1829205	0							4188200
	عدد الصفقات	32	32	0							64
	عدد الجلسات	20	15	0							35
2006	الحجم التبادل	49285	14266	10	2550	9899					76010
	القيمة المتبادلة	18121870	5633480	1600	25678500	99956460					14931910
	عدد الصفقات	89	54	1	12	78					234
	عدد الجلسات	38	26	1	3	27					95
2007	الحجم التبادل	35064	220		61071	13328					129933
	القيمة المتبادلة	14181015	88000		610492980	133396000					960192715
	عدد الصفقات	103	3		63	132					401
	عدد الجلسات	46	3		-	41					140
2008	الحجم التبادل	21101	31002		36528	28293	41640	25546			184110
	القيمة المتبادلة	9016275	12398570		365759080	284129900	419469230	127738450			1218511505
	عدد الصفقات	89	114		100	78	149	15			545
	عدد الجلسات	51	35		47	34	61	9			237
2009	الحجم التبادل	9179	25521		454795910	7810	135152	42554	300		143563
	القيمة المتبادلة	4130550	9761345		454795910	78107200	134085620	212770000	3000000		896650625
	عدد الصفقات	69	91		87	48	75	112	6		488
	عدد الجلسات	33	34		-	35	49	54	9		214
2010	الحجم التبادل	9382	18038		18374	15561	5761	42554	1130	27420	138220
	القيمة المتبادلة	4222500	7763465		183940170	1156491630	58915910	247519000	11985965	11985965	682055540
	عدد الصفقات	41	84		-	5	33	-	-	125	252
	عدد الجلسات	-	-		-	-	-	-	5	-	5
2011	الحجم التبادل	-	29804		4111	539	-	14607	1700	194475	244697
	القيمة المتبادلة	3659945	-		41228120	5401120	-	73045310	16430000	161414250	301178745
	عدد الصفقات	-	-		-	-	-	-	-	-	-
	عدد الجلسات	-	-		-	-	-	-	-	-	-
2012	الحجم التبادل	7048	15031		-	-	-	109128	-	27392	173890
	القيمة المتبادلة	3110255	10195255		-	-	-	548680065	-	22733355	673186968
	عدد الصفقات	-	-		-	-	-	-	-	-	-
	عدد الجلسات	-	-		-	-	-	-	-	-	-

المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

وفيما يلي رصد تطور نشاط شركات الأسهم والسندات خلال الفترة (2005- 2012) موضح كمايلي:

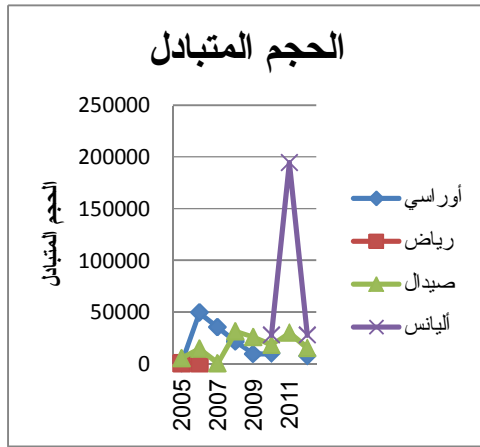
• حجم التبادل:

من خلال الشكل (01) يلاحظ أن الحجم المتبادل لشركة الأوراسي حقق أعلى حجم سنة 2006 وأدناه سنة 2012، أما الرياض حققت حجماً ضئيلاً مقارنة بالشركات الأخرى، لتسحب نتيجة قرار منها بالنظر لفشلها لتحقيق خسائر مستمرة، أما شركة صيدال فسجلت أعلى حجم سنة 2008، وأدناه سنة 2005. وفيما يخص أليانس فحققت أعلى حجم منذ دخولها سنة 2011 وأدناه سنة 2012. ما يمكن استنتاجه أن أعلى حجم تبادل كان بالنسبة لشركة أليانس رغم دخولها المتأخر مقارنة بالشركات الأخرى، بالنظر للحملة الإعلامية والاشهارية الكبيرة التي روجت لها وبالنظر لحداتها ولوضعيتها المالية الجيدة قبل دخولها لبورصة القيم.

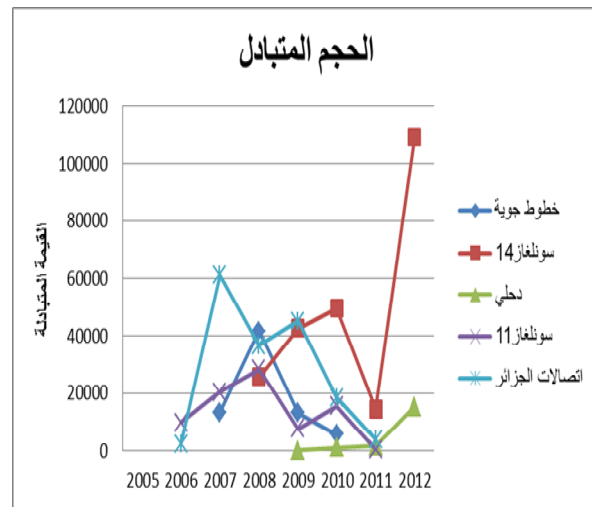
الشكل رقم (01): الحجم المتبادل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة

(2005 - 2012).

سوق الأسهم



سوق السندات



المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

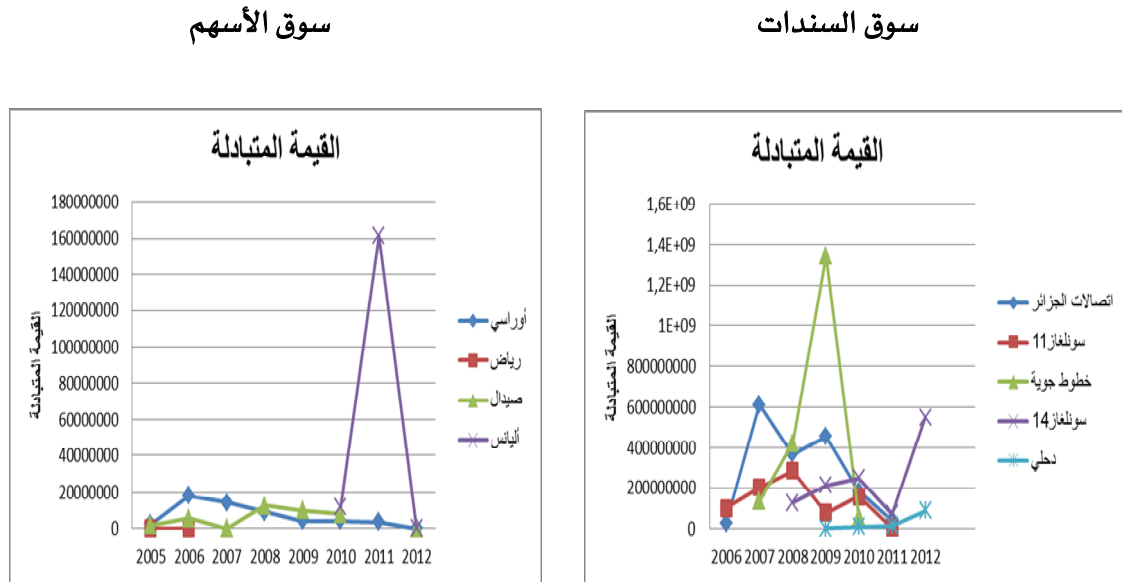
كما يلاحظ أن الحجم المتبادل لشركات القرض السندي للخطوط الجوية حقق أعلى حجم له سنة 2008 وأدناه سنة 2010، في حين حققت سونلغاز 14 أعلاه سنة 2012 وأدناه سنة 2011، أما شركة دحلي فحققت أدنى حجم تبادل سنة 2009 وأعلاه سنة 2012، وبالنسبة لسونلغاز 11 حققت أعلى حجم سنة 2008 وأدناه سنة 2011، وفيما يخص شركة اتصالات الجزائر حققت أدنى حجم

تبادل سنة 2006 وأعلاه سنة 2007. نستنتج أن حجم التبادل كان أكبر بالنسبة لسند سونلغاز14 رغم دخوله المتأخر ثم إتصالات الجزائر مقارنة بالبقية.

• **قيمة التبادل:**

يلاحظ من الشكل (02) أن قيمة التبادل لشركات الأسهم لكلا من الأوراسي وصيدال في تزايد منذ سنة 2005 لتتخفض وتسجل أدنى مستوى للأوراسي سنة 2012 و لصيدال سنة 2007. وفيما يخص رياض سطيف فقد حققت قيمة تبادل ضعيفة في سنتي 2005 و2006 وبعدها انسحبت من البورصة، أما قيمة التبادل لشركة أليانس فقد حققت ارتفاعا كبيرا منذ دخولها البورصة، حيث سجلت أعلى مستوى لها سنة 2011 وبعدها انخفضت كليا. وعليه نخلص أن أكبر قيمة تبادل كانت بالنسبة لشركة أليانس رغم دخولها المتأخر.

الشكل رقم (02): قيمة التبادل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005 - 2012).



المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

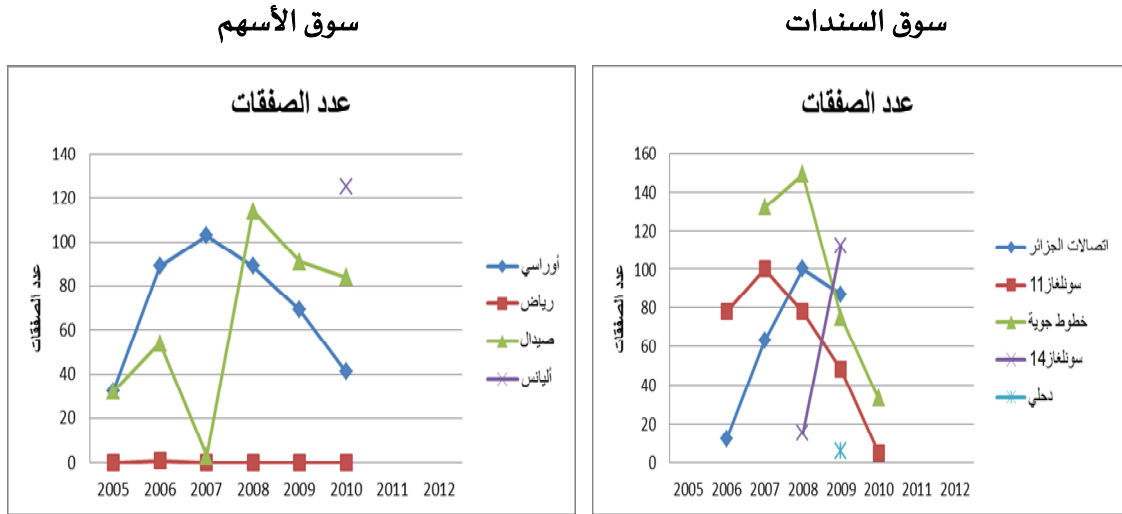
ومن خلال الشكل (02) يلاحظ أن قيمة التبادل لإتصالات الجزائر كانت أكبر في سنة 2007 وأدنى حد لها سنة 2006، وبالنسبة لسونلغاز 11 كان أعلى مستوى سنة 2008 وأدناه سنة 2011. أما أكبر قيمة لسند الخطوط الجوية كانت سنة 2009 وأدناها سنة 2010. وفيما يخص سند سونلغاز 14 ودحلي فحققا أعلى مستوى سنة 2012، وأدنى قيمة سنة 2011 بالنسبة لسونلغاز 14 وفي سنة 2009 لسند دحلي. وعليه، نستنتج أن أكبر قيمة متبادلة كانت للخطوط الجوية أولاً، ثم سونلغاز 14 رغم دخولها المتأخر للسوق السندي.

• عدد الصفقات:

يلاحظ من خلال الشكل (03) أن عدد الصفقات للأوراسي حققت أعلى مستوى سنة 2010 وأدناها سنة 2010، 2005، أما لصيدال حققت أعلى مستوى سنة 2008 وأدناها سنة 2007. وفيما يخص رياض سطيف تبقى عدد الصفقات ضعيفة في كل من السنتين 2005 و 2006 وبعدها انسحبت، أما شركة أليانس حققت أعلى مستوى سنة 2010 منذ دخولها. ونستنتج من الشكل أن سهم شركة أليانس حقق أعلى عدد من الصفقات مقارنة بالشركات الأخرى رغم دخولها المتأخر.

يلاحظ من خلال الشكل (03) أن عدد الصفقات لسند إتصالات الجزائر حقق أكبر عدد في سنة 2008 وأدنى عدد سنة 2006 بالنسبة لإتصالات الجزائر، وسنة 2010 للخطوط الجوية. أما سونلغاز 11 حقق أكبر عدد سنة 2007 وأدناه سنة 2010، وسونلغاز 14 حقق أدنى عدد من الصفقات سنة 2008 وأعلاه سنة 2009. وفيما يخص دخلي فكان عدد الصفقات ضعيف مقارنة بالشركات الأخرى نتيجة لدخولها المتأخر للبورصة. نستنتج من الشكل أن أكبر عدد من الصفقات كان لسند الخطوط الجوية، اتصالات الجزائر وسونلغاز 14 رغم دخولها المتأخر.

الشكل رقم (03): عدد الصفقات للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2012).



المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

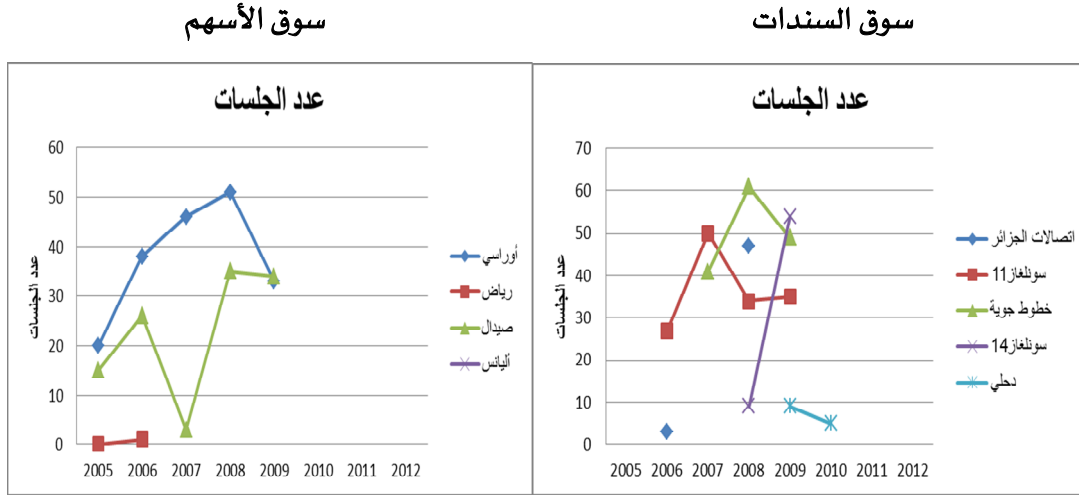
• عدد الجلسات:

يلاحظ من الشكل (04) أن عدد الجلسات المستثمرة لسهم الأوراسي وصيدال حققا أكبر عدد من الجلسات سنة 2008 وأدنى عدد سنة 2007 لصيدال وسنة 2005 للأوراسي، وبالنسبة لرياض سطيف فعدد الجلسات ضعيف خلال السنتين 2005 و 2006 وبعدها انسحبت، وفيما يخص أليانس

لم تسجل بعد أي صفقة لحدائثة دخولها وعدم المرور للسوق الثانوي بعد. نستنتج أن أكبر عدد من الجلسات المستثمرة خلال سنوات الدراسة يكون للأوراسي.

الشكل رقم (04): عدد الجلسات للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة

(2012 - 2005).



المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

كما يلاحظ من الشكل (04) أن عدد الجلسات المستثمرة لاتصالات الجزائر والخطوط الجوية حققا أعلى عدد من الجلسات سنة 2008 وأدنى عدد سنة 2006 لاتصالات الجزائر وسنة 2007 للخطوط الجوية، في حين حقق سونلغاز 11 وسونلغاز 14 أدنى مستوى من عدد الجلسات سنة 2008 وأعلى عدد سنة 2009 لسونلغاز 14 وسنة 2007 لسونلغاز 11. وفيما يخص سند دحلي كان عدد الجلسات ضعيفاً مقارنة بالسندات الأخرى. نستنتج أن أكبر عدد من الجلسات المستثمرة كان لسند الخطوط الجوية وسونلغاز 14.

سجلت سنة 2006 استئناف الجلسة الثانية من التسعيرة التي كانت معلقة منذ سنة 2002 وجرى استئناف هذه الجلسة في 2006/05/17. وصارت البورصة تقوم منذ هذا التاريخ بجلستين أسبوعياً يومي الاثنين والأربعاء.

3-1 الرسملة البورصية في بورصة قيم الجزائر

وتتمثل الرسملة البورصية في عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر مضروبة في سعرها والجدول التالي يوضح الرسملة المصفقية في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005 - 2012):

الجدول رقم (03): الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2005 - 2012). الوحدة: دج.

السنة	2005	2006	2007	2008
الرسملة البورصية	10 400 000 000	6 710 000 000	6 460 000 000	6 500 000 000
السنة	2009	2010	2011	2012
الرسملة البورصية	6 700 000 000	7 900 000 000	14 967 744 130	13 028 721 575

المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

عرفت الرسملة البورصية في بورصة الجزائر تذبذباً، حيث شهدت البورصة إنخفاضاً في الرسملة سنة 2006، 2007 و2008 مقارنة بسنة 2005 في حين سنة 2009 و2010، 2011 عرفت إرتفاعاً متتالياً مقارنة بالسنوات السابقة، أما في 2012 فقد حققت بورصة الجزائر رسملة منخفضة مقارنة بسنة 2011، حيث قدر الانخفاض بـ: 1 939 022 560 دج ويتوقع أن ترتفع الرسملة في سنة 2013.

1-4 تطور أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

يرتكز تحليل تطور أسعار الأسهم والسندات على مؤشر أساسي يتمثل في مستوى الأسعار مقارنة بسعر الإدخال، والجدول الموالي يوضح تطور مستوى الأسعار بالنسبة لسوق الأسهم ببورصة الجزائر.

الجدول رقم (04): تطور الأسعار في سوق الأسهم خلال الفترة (2005 - 2012). الوحدة: دج.

السنة	2005			2006			2007		2008
الشركة	رياض	صيدال	أواسي	رياض	صيدال	أوراسي	صيدال	أوراسي	أوراسي
سعر أعلى	—	360	300	160	440	415	400	420	450
سعر أدنى	—	345	265	160	360	300	400	385	405
التذبذب	—	15	35	0	80	115	0	35	45
مجموع التذبذب	50			195			35		65
السنة	2009		2010		2011			2012	
الشركة	صيدال	الأوراسي	صيدال	الأوراسي	أليانس	صيدال	الأوراسي	أليانس	الأوراسي
سعر أعلى	400	450	520	475	830	725	500	830	500
سعر أدنى	380	450	390	450	830	530	450	825	340
التذبذب	20	0	130	25	0	195	50	5	160
مجموع التذبذب	20		155		245			195	

المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

عرفت أسعار سوق الأسهم المسعرة في البورصة تقلبات، حيث عرف أعلى تذبذب سنة 2011 والمقدر بـ: 245 دج والذي حقق فيه الأوراسي تذبذب قدره 50 دج وصيدال 195 دج أما أليانس فكان التذبذب منعماً لعدم تداول السهم في هذه الفترة، وأدنى تذبذب عرفته بورصة الجزائر كان في سنة 2009 يقدر بـ: 20 دج والذي حقق فيه الأوراسي تذبذب منعماً في المقابل صيدال حقق تذبذب قدره 20 دج. مما سبق نستنتج أن سنة 2011 هي الأكثر مخاطرة، نظراً لأن زيادة التذبذب تعني زيادة المخاطرة.

بينما عرفت أسعار سوق السندات والموضحة في الجدول رقم (05) تقلبات في البورصة، حيث حققت سوق السندات أعلى تذبذب سنة 2010 بواقع (4,80%) والذي حقق فيه الخطوط الجوية أعلى تذبذب بمقدار (2,20%) ثم سونلغاز 11 ودحلي حققا تذبذبا بـ: (1%) وبعدها إتصالات الجزائر بتذبذب (0,5%) وأدناه كان لسونلغاز 14 بـ: (0,10%)، في حين حقق سوق السندات أدنى تذبذب بمقدار (0,80%) خلال سنة 2008 والذي حقق فيه إتصالات الجزائر والخطوط الجوية أعلى تذبذب بواقع (0,3%) وأدنى تذبذب كان لسونلغاز 14 بـ: (0,20%) وسونلغاز 11 بـ: (0%).

الجدول رقم (05): تطور الأسعار في سوق السندات خلال الفترة (2007 - 2012).

2009		2008				2007			السنة		
الخطوط الجوية	إتصالات الجزائر	سونلغاز 14	سونلغاز 11	الخطوط الجوية	إتصالات الجزائر	سونلغاز 14	سونلغاز 11	الخطوط الجوية	سونلغاز	إتصالات الجزائر	الشركة
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	10%	100%	100%	100%	سعر أعلى
3,	8,	2,	2,	3,	3,	2,	0	9,	4,	4,	
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	10%	100%	100%	99%	سعر أدنى
1,							0				
0,2	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0	0,9	0,4	1,4	التذبذب
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
1,40%			0,80%				2,70%			مجموع التذبذب	
2012		2011			2010			السنة			
دحلي	سونلغاز 14	سونلغاز 14	سونلغاز 11	دحلي	إتصالات الجزائر	سونلغاز 14	سونلغاز 11	الخطوط الجوية	دحلي	إتصالات الجزائر	الشركة
96%	101%	101%	100%	100%	100%	100%	10%	102%	100%	100%	سعر أعلى
			8,	3,	1,	1	7,			5,	
95%	100%	100%	100%	98%	100%	100%	10%	100%	99%	100%	سعر أدنى
	2,						0	5,			
1%	0,8	1,0	0,8	2,0	0,3	0,1	1%	2,2	1%	0,5	التذبذب
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
1,80%		4,10%			4,80%			مجموع التذبذب			

المصدر: تم إعداده بناءً على التقارير السنوية للفترة (2007 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.

2- دور بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات

تعتبر شركة أليانس للتأمينات رابع الشركات التي دخلت إلى بورصة قيم الجزائر من خلال طرح أسهمها للإكتتاب العام، حيث تمثل نسبة العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة (OPV) في هذه الشركة 31٪، وقد كان ذلك بتاريخ 07 مارس 2011. وتعتبر من أهم المؤسسات الاقتصادية الخاصة (القطاع الخاص) الرائدة في قطاع الخدمات التأمينية حيث تقوم بجميع أنشطة التأمين وإعادة التأمين.

2-1 تقديم عام عن مؤسسة أليانس للتأمينات

تعتبر شركة أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخة في 25 جانفي 1995، والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات للخوادم. بعد الحصول على الاعتماد (رقم 122/05)، انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين.

تستهدف الشركة القطاعات التقليدية للتأمين (مثل المخاطر الصناعية، والسيارات، والنقل،...) وكذلك القطاعات غير المستغلة أو الأقل تطورا في سوق التأمين مثل:

- التأمين على الأفراد والأسر؛
- التأمين على الأشخاص (احتياط، إدخار، المساعدة والصحة)؛
- التأمين على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أصحاب المهن الحرة، والتجار، والهيئات؛
- مجموعة من المنتجات في مجال ورشات البناء الكبيرة، والسكن والصناعة؛
- مخاطر السكن ومخاطر متنوعة.

سمح التطور الذي عرفته الشبكة التجارية لشركة أليانس للتأمينات بافتتاح 193 مركزا إنتاج، منظمة في 11 وكالة رئيسية، و29 وكالة مباشرة، و59 وكيل عام، و92 ملحقة، موزعة على 35 ولاية.

وتمتلك أليانس للتأمينات حاليا، شركتين فرعيتين:

- **الأولى:** "ATA" (Algérie Touring Assistance): شركة ذات أسهم (Spa) الموجهة لمساعدة المؤمن، حيث تأسست سنة 2006 بالشراكة مع النادي السياحي الجزائري، حيث تمتلك شركة أليانس للتأمينات حوالي 74.99٪ من رأسمالها.

- **والثانية:** "ORAFINA": شركة ذات مسؤولية محدودة (Sarl) المتخصصة في أجهزة الإعلام الآلي، والتي تأسست سنة 2008 برأس مال قدره 10 ملايين دينار جزائري، تمتلك شركة أليانس للتأمينات حوالي 60٪ من رأسمالها.

وتعتبر شركة أليانس للتأمينات من المؤسسات الوطنية الكبرى المملوكة للقطاع الخاص في الجزائر، حيث تضم الشركة مساهمين جزائريين معروفين في الساحة الاقتصادية الوطنية، الأمر الذي أكسب الشركة ميزات تنافسية عدة. تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن، وقد حققت في نهاية سنة 2010 عائدا إجماليا قدره 3.4 مليار دينار ونتيجة صافية قدرها 198 مليون دينار، وفي أواخر عام 2009 كان رأس المال الاجتماعي للشركة يبلغ 800 مليون دينار. افتتحت الشركة رأسمالها للجمهور من أجل رفعه إلى 2,2 مليار دينار في نوفمبر 2010، حيث تأتي هذه العملية بعد منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها موافقتها يوم الثامن أوت 2010 تحت رقم 2010/02، وقد حدد سعر الاكتتاب بـ 830 دينار للسهم الواحد. تعتبر هذه الزيادة في رأس المال جزءا من الخطة الإستراتيجية المعتمدة من طرف الشركة التي سبق لها أن قامت في عام 2009 بعملية مماثلة تمثلت في زيادة رأسمالها إلى حدود 800 مليون دينار بموجب المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009، المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-244 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 والمتعلق بالرأسمال الأدنى لشركات التأمين.

لقد اختارت شركة أليانس للتأمينات، طريق الاكتتاب العام على طرق وأساليب أخرى (مثل تحرير الرأس المال من طرف المساهمين التاريخيين، أو إشراك صناديق استثمار، أو الانفتاح على مستثمرين أجنب ووطنيين...) من أجل إشراك الجمهور في عملية التطوير والتنمية المستدامة للشركة. وتعتزم أليانس للتأمين المساهمة في إنعاش سوق بورصة الجزائر. ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دينار. تسمح هذه الزيادة في رأس المال الشركة، إلى جانب تطوير التأمين على الخسائر وتوزيع التأمين على الأشخاص، بتنفيذ مشروعين لفروع جديدة للشركة في مجال الترقية العقارية، وإدارة الأصول العقارية؛ وفرع خاص بشركة الاستثمارات الخاصة والتي من شأنها أن تشتري حصصا محدودة في المؤسسات والشركات الجزائرية التي تتوفر على إمكانات تنموية قوية. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (06) كما يلي:

الجدول رقم (06): الأموال التي تم جمعها في تمويل عملية إنشاء فروع لمؤسسة أليانس للتأمينات في

إطار الدخول إلى البورصة.

الملاحظات / الإحتمالات	النسبة (%)	المبلغ (دج)	التعيين
مشاركة شركة التأمين " أليانس" 51 % x 1 مليار دج أي 510 مليون دج .	36,2 %	510 000 000	فرع التأمين على الحياة
مشاركة شركة التأمين " أليانس" 90 % x 500 مليون دج أي 450 مليون دج.	31,9 %	450 000 000	فرع الترقية العقارية
مشاركة شركة التأمين " أليانس" 90 % x 500 مليون دج أي 450 مليون دج.	31,9 %	450 000 000	فرع الرأسمال الاستثماري
	100%	1 410 000 000	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي

2010

ولقد كان رأسمال هذه الشركة يبلغ قبل رفعه 800 مليون دج تم اكتتابها كليا وتحريرها من طرف ثمانية (08) مساهمين كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): توزيع رأس المال الإجمالي لشركة أليانس للتأمينات.

النسبة المئوية	عدد الأسهم	اللقب و الاسم
50%	2 000 000	خليفاتي حسن
15%	600 000	خليفاتي رشيد
14%	560 000	رهمون محمد
10%	400 000	عيساتي محمد
5%	200 000	شركة مغرب تروك (شركة ذات أسهم)
4%	160 000	أورهمون عبد الكريم
1,5%	60 000	إترابا (شركة ذات مسؤولية محدودة)
0,5%	20 000	إقترابا (شركة ذات مسؤولية محدودة)
100%	4 000 000	الإجمالي
—	800 000 000	الإجمالي بالدينار الجزائري

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقارير شركة أليانس للتأمينات.

2-2 شركة أليانس للتأمينات وعملية الإكتتاب العام في البورصة

قامت شركة "أليانس" للتأمينات بتقديم مذكرة إعلامية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للحصول على تأشيرة لرفع رأس مالها عن طريق اللجوء العلني للإدخار الموجه إلى الجمهور العريض ودخولها بورصة الجزائر. كان دخول شركة "أليانس" للتأمينات إلى البورصة وفق شروط قدمت من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) (Commission d'organisation et surveillance des opération de bourse) وهي كما يلي:

- وجود رأس مال لا يقل عن 500.000.000 دج؛
- توزيع 30% من رأس المال الاجتماعي؛
- نشر الوضعية المالية المصادق عليها لثلاث سنوات سابقة والسنة الجارية التي قدمت خلالها طلب القبول؛
- تقديم مذكرة إعلامية للجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB)؛
- تحقيق ربح خلال ثلاث السنوات السابقة للطلب؛
- تعد شركة "أليانس" للتأمينات شركة ذات أسهم (SPA)؛
- توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 150 مساهم.

وبالفعل، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد منحت تأشيرتها لشركة التأمين "أليانس" لكي تشرع هذه الشركة في عملية رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار. وتدرج هذه العملية ضمن إطار المطابقة مع أحكام المرسوم التنفيذي رقم 375/09 المؤرخ في 16 نوفمبر سنة 2009 الذي يعدل ويتمم المرسوم التنفيذي رقم 344/95 المؤرخ في 30 أكتوبر سنة 1995 والمتعلق بالرأسمال الأدنى لشركات التأمين.

وامتدت فترة العرض العمومي للبيع من 02 نوفمبر 2010 إلى غاية 01 ديسمبر 2010 وقد حددت أوامر الشراء وحصص كل مجموعة كما يلي:

- **القسم "أ"**: الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية، حيث خصصت لهم نسبة 30,30% من العرض أي (600.000 سهم). وبلغ العدد الأدنى للأسهم المقرر إكتتابها 5 أسهم مع حد أقصى يبلغ 50.000 سهم؛
- **القسم "ب"**: المستثمرون من المؤسسات، حيث خصصت لهم نسبة 28,50% من العرض أي (514.286 سهم). وبلغ العدد الأدنى للأسهم المقرر إكتتابها 1.000 سهم مع حد أقصى يبلغ 250.000 سهم؛
- **القسم "ج"**: الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية باستثناء الأشخاص المعنويين من المؤسسات الذين وردوا في القسم "ب"، خصصت لهم 33,50% من العرض أي (604.511 سهم). وبلغ العدد الأدنى للأسهم المقرر إكتتابها 1.000 سهم مع حد أقصى يبلغ 250.000 سهم؛
- **القسم "د"**: الوكلاء العامون لشركة التأمين "أليانس"، خصصت لهم 02,40% من العرض أي (42.857 سهم). وبلغ العدد الأدنى للأسهم المقرر إكتتابها 20 سهم مع حد أقصى يبلغ 1.400 سهم؛
- **القسم "هـ"**: العمال الأجراء في شركة التأمين "أليانس" وفروعها، خصصت لهم نسبة 02,40% من العرض أي (42.857 سهم). وبلغ العدد الأدنى للأسهم المقرر إكتتابها 20 سهم مع حد أقصى يبلغ 1.400 سهم.

ولقد جرى تعديل التقسيم الذي تم النص عليه في البداية بموجب مقرر من لجنة المتابعة وبالتشاور مع المصدر، عند إقفال عملية الإكتتاب وذلك بهدف تكييفه مع الطلب الذي تم إبدأؤه وتلبية العدد الأقصى من المستثمرين في القسم "أ" (الأشخاص الطبيعيون). ويمكن توضيح التقسيم النهائي وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (08): حصص الفئات المشتري لأسهم شركة أليانس للتأمينات.

النسبة %	عدد الأسهم الممنوحة	رمز القسم	
74,17 %	1.338.346	أ	الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية
10,07 %	181.625	ب	المستثمرون من المؤسسات
10,31 %	186.022	ج	الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية
5,00 %	90.226	ج مكرر	شركة المغرب للعبوات ش. ذ. أ.
0,20 %	3.635	د	الوكلاء العامون لشركة التأمين " أليانس " ش. ذ. أ.
0,26 %	4.657	هـ	العمال الأجراء في شركة التأمين " أليانس " ش. ذ. أ.
100 %	1.804.511		المجموع

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010.

وبلغ حجم تكاليف عملية الدخول إلى البورصة مبلغ 174 153 983 دج موزعة كما يلي:

أ - مصاريف متعلقة بالعرض: والمتمثلة فيما يلي:

- مصاريف متعلقة بالمذكرة الإعلامية المدفوعة إلى لجنة التنظيم والمراقبة لعمليات البورصة (COSOB) بنسبة 0.075 % من قيمة العرض العمومي أي ما يعادل 1 075 341 دج؛

- مصاريف تدفع للجزائر للتسوية و تقدر بـ 250 000 دج؛

- حقوق التسجيل والبورصة 250 000 دج؛

- المصاريف القانونية و التغييرات القانونية و استمارة التسجيل و تقدر بنسبة 1,50 % من قيمة العرض أي ما يعادل 21 506 820 دج .

ب - مصاريف الخدمات (حسب العقد):

- مصاريف متعلقة بالإعلان والإتصال: وقدرت هذه المصاريف بمبلغ 80 000 000 دج؛

- مصاريف لجنة تقديم الدعم والخدمات الإستشارية والإستثمارية وقدرت بمبلغ 68.821.823 دج.

2-3 دراسة الأداء المالي لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى بورصة الجزائر

قد حددنا المجال الزمني للدراسة في الفترة (2012/2008)، وقسمنا هذه الفترة إلى مرحلتين: مرحلة قبل الدخول إلى البورصة (2010/2008)، ومرحلة بعد الدخول إلى البورصة (2012/2011) وذلك نظرا لحدوثها في الدخول إلى البورصة. والجدول التالي رقم (09) يوضح أهم المجمعات المالية للمؤسسة مجال الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (09): أهم المؤشرات المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الإكتتاب العام خلال الفترة (2007 - 2012). الوحدة:

بعد الدخول إلى البورصة		قبل الدخول إلى البورصة				السنوات المؤشرات المالية
2012	2011	2010	2009	2008	2007	
3 714 980 127	3 952 400 660	3 423 089 369	2 851 860 992	1 675 932 051	932 397 344	رقم الأعمال
-6%	15.46%	20.03%	70.17%	79.74%	207.89%	معدل نمو رقم الأعمال
1 881 839 662	1 018 713 879	1 198 664 531	1 225 223 615	698 732 426	118 574 128	القيمة المضافة (هامش التأمين)
232 934 937	-364 615 009	198.009.910	312 888 456	125 836 444	206 488 070	النتيجة الصافية
369	360	351	310	278	228	عدد العمال

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على القوائم المالية لهذه المؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة "أليانس" للتأمينات حققت زيادات معتبرة خلال فترة نشاطها، حيث قدر رقم أعمالها لسنة 2009 بـ 2,8 مليار دج بحصة سوقية بلغت 3,7%، واحتلت بذلك المرتبة السابعة على مستوى قطاع التأمين والثانية بالنسبة لشركات التأمين الخاصة، أما في سنة 2010 فقد بلغ رقم أعمالها 3,4 مليار دج بحصة سوقية بلغت 4,4%، بينما في سنة 2011 فقد بلغ رقم أعمالها 3,9 مليار دج أما في سنة 2012 فانخفض بنسبة (6%) مقارنة بسنة 2011.

فيما يلي إستعراض لنتائج الدراسة التطبيقية فيما يتعلق بالأداء المالي للمؤسسة مجال الدراسة كما يلي:

2-3-1- مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

يعرض الجدول رقم (10) البيانات الخاصة بمؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى البورصة وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (10): مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول

إلى البورصة:

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة	المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	التطور	نسبة التطور (%)
R1	معدل الربح الصافي	8,33%	1,47%	9,80%	117,64%
R2	معدل نتيجة الإستغلال	5,29%	1,52%	3,77%	71,26%
R3	معدل العائد على حق الملكية (ROE)	18,66%	3,97%	22,63%	121,27%
R4	معدل العائد على الأصول (ROA)	6%	1,01%	7,01%	116,83%
R5	معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل	16,66%	3,97%	20,63%	123,82%

المصدر: من إعداد الباحثين.

1- نسجل تدهور في مستوى الأداء بالنسبة لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال انخفاض معظم مؤشرات الأداء الربحية المختلفة بعد الإكتتاب العام، ويرجع ذلك نتيجة لزيادة رأس المال بعد الاكتتاب مع عدم تحقيق أرباح إضافية تعادل هذه الزيادة، فكما هو معلوم فإن هذه النسب تحسب بقسمة الأرباح على الأصول والأموال الخاصة، وأن الاستثمارات المراد القيام بها نتيجة الزيادة في رأس المال ستكون عوائدها على الأقل في فترات متوسطة الأجل.

2- من خلال معدل العائد على الأصول (ROA) كمؤشر معبر عن الأداء الربحي في مؤسسة أليانس للتأمينات يظهر أنه وصل إلى 6% لينخفض المعدل إلى 1.01%- بعد الدخول إلى البورصة مسجلا معدل انخفاض بلغ 116.83%- ويرجع ذلك إلى حداثة دخولها إلى البورصة وما يترتب عليه من تكاليف، وزيادة رأس المال دون الحصول على أرباح من الاستثمارات الممولة. بالإضافة إلى الانخفاض المسجل في الأرباح المحققة لهذه الشركة، وذلك نظرا لقيام الشركة بزيادة رأس مال هذه الشركة عن طريق دمج فارق إعادة التقييم.

2-3-2 مؤشرات أداء هيكل رأس المال

يوضح الجدول رقم (12) البيانات الخاصة بمؤشرات أداء هيكل رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى البورصة وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (12): مؤشرات أداء هيكل رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى

البورصة.

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة	المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	التطور	نسبة التطور (%)
R10	نسبة قابلية التسديد	63%	68,89%	5,89%	9,34%
R11	نسبة الإستقلالية المالية	185,33%	217,06%	31,73%	17,12%
R12	نسبة الرافعة المالية	292%	314,75%	22,75%	7,79%
R13	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة إلى المديونية الإجمالية	71,66%	20,33%	51,33%-	71,62%-
R14	نسبة الديون القصيرة الأجل إلى المديونية الإجمالية	28,33%	79,66%	51,33%	181,18%

المصدر: من إعداد الباحثين.

1- تظهر مؤسسة أليانس للتأمينات ارتفاعا أكبر في نسب المديونية بشكل عام حيث تحتفظ بنسبة أكبر للإستقلالية المالية، وذلك نظرا للارتفاع الكبير في متوسط المديونية الإجمالية بمعدل 98.52%، على الرغم من الإرتفاع الملحوظ لحقوق الملكية بها والتي بلغت 40.87%، مما يعني أنها ذات هيكل تمويلي متدهور نوعا ما؛

2- باستخدام معدل الديون للأصول أي نسبة قابلية التسديد كمؤشر معبر عن مستوى أداء هيكل رأس المال تظهر النتائج أن مؤسسة أليانس للتأمينات قد حققت أعلى نسبة تطور لمؤشر قابلية التسديد

بعد دخولها إلى البورصة حيث تطور المؤشر من 63% إلى 68.89% محققا معدل تطور يبلغ 9.34%، وذلك نظرا لزيادة رأس المال.

وتجدر الإشارة إلى البيانات تشير إلى اعتماد مؤسسة أليانس للتأمينات بشكل أكبر على الخصوم المتداولة والقروض القصيرة الأجل، حيث أنخفض متوسط إجمالي الديون الطويلة والمتوسطة بعد الدخول إلى البورصة بمعدل 71.62% في حين ارتفع متوسط إجمالي الديون القصيرة بعد الدخول إلى البورصة بمعدل 181.18%.

2-3-3 مؤشرات السيولة

يوضح الجدول السابق رقم (13) مستوى السيولة لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى البورصة وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (13): مؤشرات السيولة لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى البورصة.

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة	المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	التطور	نسبة التطور (%)
R15	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)	2831%	182,36%	2648,64%	-93,55%
R16	نسبة التداول السريعة (الفورية)	2826%	182,36%	2643,64%	-93,54%
R17	نسبة التداول الفورية (النقدية)	360%	10,49%	349,51%	-97,08%
R18	تطور وأهمية رأس المال العامل	377,66%	201,65%	176,01%	-46,60%

المصدر: من إعداد الباحثين.

1- أظهرت مؤسسة أليانس للتأمينات انخفاض في نسب التداول، التداول السريعة، كما نسجل انخفاض شديد في نسبة التداول الفورية بمعدل تطور يبلغ 97,08% بعد الدخول إلى البورصة. وهو يعني أن الشركة كانت لها قدرة كبيرة في مواجهة ديونها القصيرة الأجل قبل الاكتتاب أكثر من بعد الاكتتاب. وكذلك انخفاض في تطور وأهمية رأس المال الذي يدل على أن الشركة كانت أفضل قبل الاكتتاب ويعود الانخفاض إلى أن الموارد المستقرة أكبر من صافي الاستثمارات الثابتة.

2- باستخدام نسبة النقدية كمؤشر معبر عن مستوى السيولة في مؤسسة أليانس للتأمينات تظهر النتائج انخفاض المؤشر من 360% إلى 10,49% محققا معدل انخفاض يبلغ 97,08%.

2-3-4 مؤشرات مردودية وتشغيل الموارد البشرية

يوضح الجدول رقم (14) مؤشرات مردودية وكفاءة تشغيل الموارد البشرية لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد الدخول إلى البورصة وتظهر النتائج ما يلي:

**الجدول رقم (14): مؤشرات مردودية وتشغيل الموارد البشرية لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل وبعد
الدخول إلى البورصة.**

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة	المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	التطور	نسبة التطور (%)
R20	معدل إنتاجية العمل	%32	%37,98	%5,98	%18,68
R21	مردودية كل عامل	3 293 586,29 دج	3 964 798.62 دج	671 212,33 دج	%29,37
R22	مردودية كل عامل بالنسبة لرقم الأعمال	8 326 825 دج	10 523 293,77 دج	2 196 468,77 دج	%26,37
R23	مردودية كل عامل بالنسبة للنتيجة	675 366 دج	822 039,72 دج	146 673,72 دج	%21,71

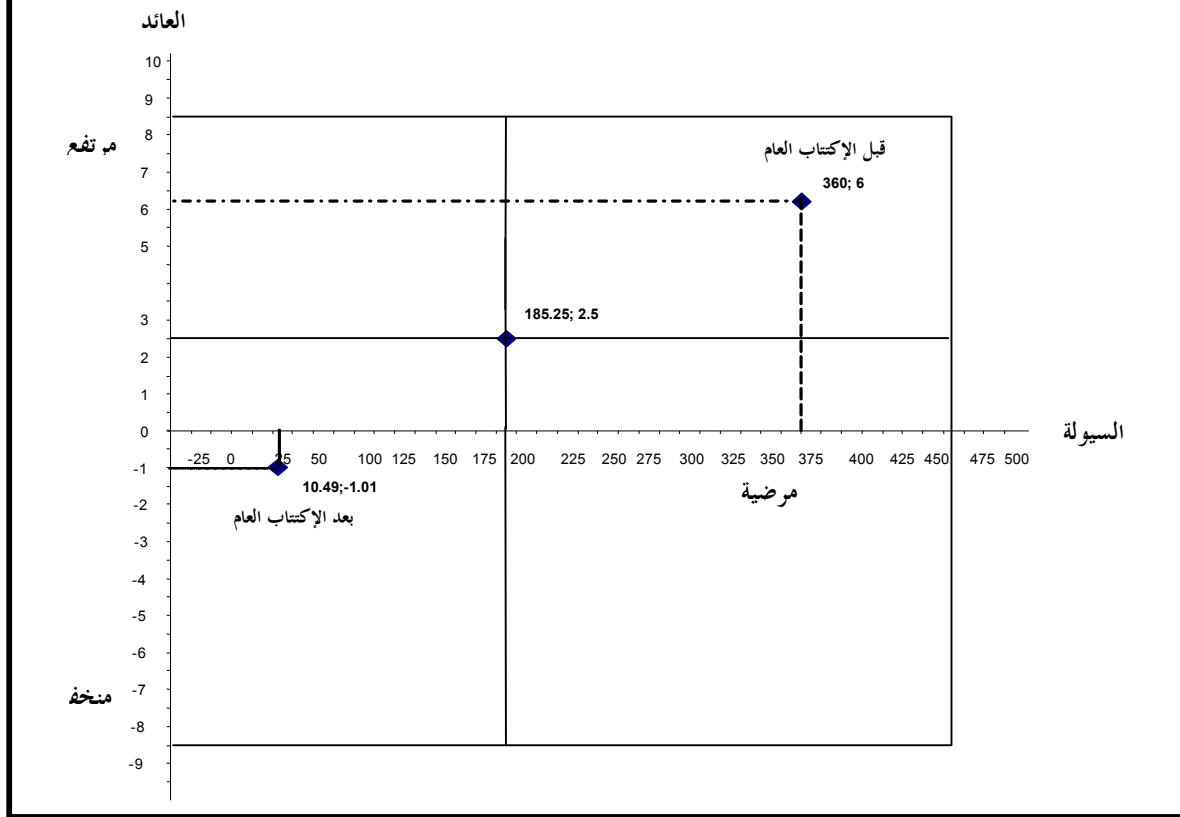
المصدر: من إعداد الباحثين.

- 1- هناك استقرار عام في مستوى معدل إنتاجية العمل بالنسبة للمؤسسة، حيث لم يرتفع المؤشر كثيرا بعد إدراجها في البورصة نظرا للتحكم في الأجور والمرتبات والاستخدام العقلاني لليد العاملة حيث أظهرت إرتفاعا في معدل إنتاجية العمل بمعدل تطور يبلغ 18,68٪ بعد الدخول إلى البورصة.
- 2- هناك تحسن عام في مؤشري مساهمة العمال في القيمة والمضافة والنتيجة الصافية بالنسبة للمؤسسة، وهذا يرجع إلى ضعف هذه المؤسسة في تقرير بنية سليمة للقيمة المضافة والنتائج السيئة المحققة بعد الدخول إلى البورصة.

2-3-5 العلاقة بين الربحية والسيولة

لمعرفة العلاقة بين الربحية والسيولة قبل وبعد عملية الاكتتاب العام للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر سوف يتم التعبير عن الربحية بمعدل معدل العائد على الأصول (ROA) (R4)، كما يعبر عن السيولة بنسبة التداول الفورية (R17) (كما هو موضح في الشكل رقم:05).

الشكل رقم (05): علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الدخول إلى البورصة بالنسبة لمؤسسة أليانس للتأمينات.



المصدر: من إعداد الباحثين.

ويكون متوسط العائد هو عبارة عن متوسط قبل عملية الاكتتاب العام مضافا إليه العائد بعد عملية الاكتتاب العام مقسوما على 2 وذلك باعتباره نقطة التميز "المقياس المقارن" ونفس المفهوم على نسبة التداول الفورية ومقارنة المتوسط قبل وبعد بنقطة التفرّد (التميز) هذه، فإذا كان المتوسط أعلى يعني الإرتفاع و العكس.

- الإطار المربعي للعائد = $\frac{6\% + (-1.01)\%}{2} = 2.5\%$.

2

- الإطار المربعي للسيولة = $\frac{360\% + 10.49\%}{2} = 185.25\%$.

2

بينما يشير الشكل رقم (05) إلى أن السمة الغالبة على المؤسسة بعد الاكتتاب العام أنها شركات ذات أداء غير مرضي سواء في الربحية أو السيولة، ونرى أن الاكتتاب العام في البورصة قد أدى إلى تدهور الأداء، أي الانتقال إلى مربع الرعب. وما يفسر ذلك هو زيادة راس المال دون ما تقابله أرباح،

والتي من المنتظر ان تبدأ بعد فترة من الزمن حينما تتطلق الاستثمارات الجديدة الممولة بهذا الارتفاع في رأس المال.

الخلاصة:

من خلال استعراضنا لنتائج الدراسة التطبيقية أي مساهمة بورصة الجزائر في تمويل مؤسسات القطاع الخاص والتي كانت موضوع دراستنا. يمكن القول أن البورصة تعد وسيلة هامة و ركيزة أساسية لاقتصاد السوق لما تلعبه من دور في التمويل الكفء للاقتصاد، إضافة لما تفرضه من انضباط على المتعاملين فيها، كما أن البورصة تنوع المصادر التمويلية للمؤسسة، و بالتالي تخفيض تكلفة التمويل؛

إلا أن دخول مؤسسة أليانس للتأمينات إلى البورصة من خلال أسلوب طرح الأسهم للاكتتاب العام لم يساعد على تحسين كفاءة الأداء المالي بها، فلقد عرفت الشركة تراجعاً في أدائها المالي في فترة الاكتتاب العام مقارنة بما قبلها، فقد سجلت تدهوراً في معظم النسب، وهذا راجع حسب تقديرنا إلى حدوثها في الدخول وما يرتبط به من تكاليف رغم تحسن وارتفاع رقم أعمالها وزيادة حصتها السوقية، وتؤخر نتائج الاستثمارات المراد تمويلها بواسطة الارتفاع في رأس المال. وعليه، من الضروري أن يتم دراسة الأداء المالي لهذه الشركة بعد مرور على الأقل أربع سنوات، والتي تكون مناسبة لبداية تحقيق الأرباح الناتجة عن الاستثمارات الممولة.

و يمكن إرجاع سبب هذا التدهور حسب بعض ما توصلت إليه بعض الدراسات وهو أنه في حالة طرح كل أو غالبية أسهم الشركة للاكتتاب العام، فإن ذلك يؤدي إلى ظهور إدارة الشركة كنتيجة لتوسيع دائرة الملكية و ازدياد عدد المساهمين بالشركة، و بالتالي يتغير هيكل الملكية و تنفصل الملكية عن الإدارة، و هو ما يؤدي إلى ضعف أداء هذه الشركات. كما أوضحت الدراسة التي قام بها (Mikkelson) سنة 1997 إلى انخفاض الأرباح الناتجة عن الأنشطة الجارية للشركات التي تم طرح أسهمها للاكتتاب العام خلال الفترة التالية لعملية الطرح، و يرجع انخفاض الأداء إلى انخفاض الحافز لدى الإدارة بالشركات، نظراً لانخفاض حصص ملكيتهم، و هو ما يؤكد أن ارتفاع حصص الملكية للإدارة يلعب دوراً أساسياً و ملموساً في الأداء التشغيلي للشركات.

كما توصلت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية تعتبر قناة تتدفق بها المدخرات طلباً للاستثمار وهذا ما يستدعي ضرورة فتح رأس مال المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر من جديد، ومحاولة رفع هذه النسبة إلى أكثر من 50% بدلاً من 20% و 30%، والتي تعتبر ضئيلة، فهذه النسبة بالإضافة إلى قلة عدد المؤسسات بالبورصة تبين محدودية بورصة الجزائر في تحقيق تنمية الاستثمار في الأوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، لذلك ينبغي رفع عدد الشركات المقيدة بالبورصة، وذلك عن طريق مراجعة الشروط الواجب توفرها في المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى البورصة، باعتبار أن تزايد عدد المؤسسات يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار وزيادة حجم التداول.

قائمة المراجع:

1. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية، مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، غير منشورة.
2. الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: [.Www.Sgbv.dz](http://www.Sgbv.dz)
3. الموقع الإلكتروني لشركة أليانس للتأمينات: [.Www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com)
4. التقارير السنوية للفترة (2005 - 2012)، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الجزائر.
5. M. Mansouri, La Bourse Des Valeurs Mobilières d` Alger, Edition Dar Houma, Alger, 2002.