

دخول مؤسسة أليانس للتأمينات لبورصة الجزائر - دراسة تحليلية لنتائج عملية
الاكتتاب العام

أ. د. براق محمد*

أ. كروش نورالدين**

Résumé

Le marché financier permet aux différentes institutions économiques un large éventail afin de satisfaire leur besoin de financement à moyen et long terme. Il travaille à rassembler et mobiliser l'épargne des agents économiques avec l'excédent budgétaire, et de transféré aux agents économiques au déficit budgétaire (institutions économiques et le gouvernement) sans avoir besoin d'intermédiaire financier entre les deux parties.

Alliance Assurance est la première entreprise privée à s'introduire en bourse d'Alger, via un appel public à l'épargne au profit de tous les investisseurs de la bourse d'Alger (personnes physiques et morales, les investisseurs institutionnels, les travailleurs de l'entreprise et de ses agents).

L'opération de la souscription aux actions de l'entreprise connu une forte demande, venant des différent type d'investisseurs, en particulier les personnes physiques, qui a fait l'entreprise a changé les taux initiaux de souscription estimés a chaque catégorie d'investisseur afin de répondre aux forte demande de cette catégorie d'investisseurs.

Sur la base des résultats obtenus, on peut dire que l'introduction en bourse du Alliance assurances a été réussie, et a atteint les objectifs attendus, particulièrement en termes d'augmentation du capital de l'entreprise ainsi que la distribution des actions nouvelles sur les plus grands investisseurs possibles.

* أستاذ التعليم العالي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.

** أستاذ مساعد، جامعة الدكتور يحيى فارس المدية - الجزائر.

المستخلص: تتيح سوق الأوراق المالية فضاء واسعاً من الفرص أمام مختلف المؤسسات الاقتصادية من أجل تلبية حاجتها للأموال على المدى المتوسط والطويل. إذ تعمل على جمع وتعبئة الادخار من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي، وتوجيهه إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي (المؤسسات الاقتصادية والحكومة) من دون الحاجة إلى تدخل وسيط مالي ما بين الطرفين. وهو ما يجعلها تتميز بنوع من الفعالية خاصة من حيث التكلفة.

هذا، وتعد مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة خاصة تقوم بالدخول إلى بورصة الجزائر من خلال اللجوء إلى النداء العلني

للادخار لفائدة كل المستثمرين في بورصة الجزائر (أشخاص طبيعيين ومعنويين، مستثمرين مؤسساتيين، عمال المؤسسة ووكلائها).

شهدت عملية الاكتتاب في أسهم المؤسسة إقبالا كبيرا من المستثمرين خاصة الأشخاص الطبيعيين، وهو ما جعل المؤسسة تغير من نسب الاكتتاب الأولي التقديرية من أجل تلبية أكبر طلب ممكن لهذه الفئة من المستثمرين.

وانطلاقاً من النتائج المحققة، يمكن القول أن عملية الاكتتاب لمؤسسة أليانس للتأمينات كانت ناجحة، وحققت الأهداف المسطرة منها، خاصة من حيث رفع رأس مال المؤسسة وكذا توزيع الأسهم الجدد على أكبر قدر ممكن من المستثمرين.

مقدمة:

تتيح السوق الأوراق المالية فضاء واسعاً من الفرص أمام مختلف المؤسسات الاقتصادية من أجل تلبية حاجتها للأموال على المدى المتوسط والطويل. إذ تعمل على جمع وتعبئة الادخار من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي، وتوجيهه إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي (المؤسسات الاقتصادية والحكومة) من دون الحاجة إلى تدخل وسيط مالي ما بين الطرفين. وهو ما يجعلها تتميز بنوع من الفعالية خاصة من حيث التكلفة.

إذ يمكن للمؤسسات الاقتصادية، ومن أجل تمويل أنشطتها أو نموها وتوسعها في مجالات أخرى، أن تلجأ إلى فتح أو رفع رأس مالها بالاستعانة بمستثمرين من خارج المؤسسة من خلال توجيه نداء للاكتتاب العام في السوق الأوراق المالية. حيث يعتبر

هذا الأسلوب التمويلي من بين أهم مصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية.

لقد أدى الدور الفعال الذي أصبحت تقوم به البورصة خاصة فيما يتعلق بتجميع الادخار الوطني وتوجيهه إلى أصحاب العجز المالي، إلى طرح العديد من المؤسسات الاقتصادية لأسهمها للاكتتاب العام بغية الحصول على مصدر تمويل طويل الأجل، وكذا تنويع مصادر تمويلها من أجل الحصول على التركيبة المثلى لهيكل رأس مال المؤسسة.

وتسعى هذه الورقة البحثية إلى الوصول إلى جملة من الأهداف يمكن ذكرها كما يلي:

- تحديد آليات وطرق الإدراج في سوق الأوراق المالية.
 - عرض نتائج الاكتتاب العام في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات.
 - تحليل نتائج الاكتتاب العام مقارنة بالنتائج المتوقعة قبل بدء العملية.
- هذا، وتعد مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة جزائرية خاصة تقوم باللجوء إلى سوق الأوراق المالية من أجل تمويل احتياجاتها المالية على المدى المتوسط والطويل، الأمر الذي من شأنه منح ديناميكية لبورصة الجزائر. وعليه، جاءت هذه الورقة البحثية لتحليل نتائج عملية دخول مؤسسة أليانس للتأمينات إلى بورصة الجزائر من أجل تسليط الضوء وإعطاء فكرة حول العملية لباقي الفاعلين الاقتصاديين وخاصة المؤسسات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل احتياجاتها ولها الرغبة في عرض أسهمها للاكتتاب العام.

ومن خلال العرض السابق يمكن طرح السؤال الرئيس الموالي: ما مدى نجاح عملية الاكتتاب العام في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات؟

ولمعالجة الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف سألفة الذكر، سيتم تقسيم هذا البحث إلى المحاور الرئيسية الآتية:

- الدخول إلى البورصة: الآليات والطرق؛
- تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات؛
- نتائج عملية الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات.

أولاً: الدخول إلى البورصة: الآليات والطرق

في ظل الإصلاحات الاقتصادية وبرامج إعادة الهيكلة، حرص المشرع الجزائري على إصلاح النظام المالي وعصرنته، ومن جملة الإصلاحات التي أقرها كان إنشاء بورصة للقيم المتداولة في الجزائر، وذلك قصد المزيد من الانفتاح على الاقتصاديات العالمية، والعمل على الخصوصية الجزئية لبعض المؤسسات العمومية، إضافة إلى توفير بدائل تمويلية جديدة للمؤسسات العامة منها والخاصة، قصد تنويع مصادر تمويلها من جهة، وزيادة فعاليتها من جهة أخرى. وقد شهدت منذ تأسيسها وفقاً للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 عديد عمليات الإدراج، سواء تعلق الأمر بإدراج أسهم أو سندات.

1- ماهية سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية ذات المدى المتوسط والطويل (الأسهم والسندات). وقد أصبح موضوع السوق المالية يحظى باهتمام بالغ بالنسبة للدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء، وذلك لما تقوم به البورصة من جمع وتعبئة للمدخرات من أصحاب الفائض المالي، وإعادة توزيعها على أصحاب العجز المالي ضمن مختلف القنوات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية ويزيد من رفاهية الأفراد.

1-1- تعريف سوق الأوراق المالية

لقد تم تقديم عدة تعاريف للسوق المالية، والتي يمكن إيجاز أهمها كما يلي:
- سوق الأوراق المالية هي السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديون، المؤسسات، و الدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية (أسهم، سندات،... إلخ)¹.

¹ Pierre Conso et Hemici Farouk, Gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 11 ème édition, 2005, P: 519.

- سوق الأوراق المالية هي سوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل أو الادخار المتوسط وطويل الأجل، وهي تمثل مجموع عرض وطلب الأموال، من أجل الاكتتاب في رأس مال المؤسسات والتوظيفات متوسطة وطويلة الأجل.²

- ويعرف سوق الأوراق المالية كذلك بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزية وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.³

1-2- هيكلة سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين متكاملتين، هما السوق الأولية أو سوق الإصدار، والسوق الثانوية أو سوق التداول.

1-2-1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها أو مديونيتها، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى الأموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.⁴

² Racim Balia, L'évaluation des entreprises introduites en bourse, Cas E.G.H El Aurassi, mémoire de magister en sciences commerciales et financières, Option finance, Ecole Supérieure de Commerce -Alger-, 2002, p 5.

³ عبد الله وليد رحال، مبادئ وأساسيات الاستثمار في البورصة، دمشق، سوريا، 2006، ص 3.

⁴ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 281.

إذا هذه السوق ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة ما بين مقدمي الأموال (المكاتبين) وبين تلك المشروعات⁵. وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراداً أو مؤسسات مالية من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة -عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً⁶.

1-2-2- السوق الثانوية (سوق التداول)

تختص هذه السوق في التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو عن طريق أحد المؤسسات المالية المتخصصة. ويطلق على هذه السوق اسم البورصة.

ومما سبق، يتضح مدى الارتباط الوثيق ما بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فليس من الممكن أن تكون هناك سوق للتداول من دون أن تكون هناك سوق إصدار. وبالمقابل، فإنه لا يمكن أن تكون هناك سوقاً أولية ما لم تكن هناك سوقاً ثانوية متقدمة.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما أسواق منظمة وأسواق غير منظمة⁷.

1-2-2-1- الأسواق المنظمة

حيث تتميز الأسواق المنظمة بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ومن أجل التعامل في الأوراق المالية فإنه لا بد من أن تكون مسجلة في تلك السوق.

⁵ عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 10.

⁶ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 281.

⁷ نفس المرجع أعلاه، ص ص: 282-285.

1-2-2-2- الأسواق غير المنظمة

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة ، فليس هناك مكان محدد لإجراء المعاملات، ويقوم بالتعامل بيوت السماسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات التي تتمثل في خطوط الهاتف، والانترنت وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط السماسرة والتجار والمستثمرين.

1-3- وظائف السوق الأوراق المالية

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، والذي يبرز أكثر فأكثر من خلال الوظائف التي تؤديها، والتي يمكن حصرها في الآتي:

1-3-1- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني

الوظيفة الأولى لسوق الأوراق المالية هي توجيه جزء من الادخار من أجل تمويل الاقتصاد الحقيقي، حيث تقوم بتجميع الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي القدرة على التمويل (أصحاب الفائض المالي) وتوجيهها نحو المؤسسات الاقتصادية والإدارات العامة لتوفر لها تمويلا على المدى المتوسط والطويل، وهي تضمن نمو المؤسسات وتمنح للدولة موارد إضافية من أجل تجسيد سياساتها المختلفة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية⁸.

تساهم سوق الأوراق المالية في تمويل استثمارات المؤسسة، حيث تعتبر مكملة للتمويل الذاتي، ويتم هذا بطريقة مباشرة ما بين المدخر الذي يرغب في استثمار أمواله، والمستثمر الذي هو بحاجة إلى الأموال. أما بالنسبة للدولة والإدارات العامة، فسوق الأوراق المالية تمنحها الموارد المالية من أجل تجسيد مشاريعها الاستثمارية ومعالجة عجز موازنتها العامة⁹.

⁸ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Le marché financier : structures et acteurs, Banque éditeur, Paris, 7^{ème} édition, p 35.

⁹ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-Cit, p 36.

1-3-2 وسيلة لتنظيم السيولة المدخرة واستثمارها للأجل المتوسط والطويل وهي وظيفة مكتملة للأولى، وتكمن في حماية الادخار من خطر التجميد. فالمدخر يخشى من عدم القدرة على تحويل مدخراته بسهولة إلى سيولة، وهو ما توفره سوق الأوراق المالية، حيث إن الحائز على الورقة المالية يستطيع من تلقاء نفسه بيعها إلى مستثمر آخر بدون قيود. ويتطلب تنظيم السيولة إيجاد مقابل لعمليات المتدخلين، وفي غياب هؤلاء لا تصبح السيولة متاحة إلا بوجود سوق واسعة بما فيه الكفاية قد تمنع أو تبطئ تلبية أعراض المدخرين والمستثمرين¹⁰.

1-3-3 وسيلة لقياس قيم أصول المؤسسة يتم تحديد وعرض أسعار الأوراق المالية خلال كل حصة عمل في البورصة عبر المفاوضة أو المزايمة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المستثمرين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به المؤسسة والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالمؤسسات وأصولها المالية وأرباحها ووضعيتها المالية وهذا بصفة دورية، وهو ما يحول إلى حد ما دون إيجاد سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع أي أعلى سعر طلب وللمشتري هو أدنى سعر عرض¹¹.

1-3-4 تحويل البنى الصناعية والتجارية لقد لفت النظر كل من ب. جاكويه و ب. صولنيك (B. Solnik & B. Jacquillat)¹²، إلى أن تعديل بنى الإنتاج يتطلب مبالغ كبيرة من الضروري اللجوء إلى سوق الأوراق المالية من أجل تأمينها. ويحدث هذا اللجوء كثيرا في حالة النمو الداخلي (امتلاك موجودات حقيقية) كما في حالة النمو الخارجي (امتلاك شركات موجودة سابقا) مما يؤدي حسب الحالة الثانية إلى ظهور شركات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات.

¹⁰ Ibid p : 36.

¹¹ Idem.

¹² عمار موسى وعلى مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 239، نقلا عن:

B. Solnik & B. Jacquillat, Marché financier: gestion de portefeuille et de risque, Dunod, Paris, 1989.

1-3-5- مكان لتداول الخطر

الابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة، جعلت من هذه الأسواق مكانا لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديون، كذلك التنوع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر¹³.

2- الدخول إلى البورصة

تسمح عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام للمؤسسة بتحقيق عدة مزايا، وتجميع مبالغ مالية معتبرة من أجل مواصلة وتوسيع نشاطها¹⁴، وسيتم من خلال هذه النقطة عرض تعريف الدخول إلى البورصة، الأهداف، المزايا والمساوئ وكذا أهم طرق الإدراج في البورصة.

1-2- تعريف الدخول إلى البورصة

يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والحصول بالتالي على تسعيرة عامة. وهذا يعني توزيع أسهم على مستثمرين جدد، هذه الأسهم يمكن أن يكون مصدرها بيع المساهمين الحاليين لجزء أو كل أسهمهم، أو عن طريق زيادة رأس المال (إصدار وبيع أسهم جديدة)¹⁵.

¹³ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-cit, p : 38.

¹⁴ Geraldine Broye et Alain Schatt, "Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?", La revue des sciences de gestion, Direction et Gestion, No : 196, Octobre 2002, p 32.

¹⁵ Thouraya Gherissi Labben et autres, L'opportunité d'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises hôtelières suisses : une nouvelle solution de financement pour la branche, Projet déposé dans le cadre du programme Réserve Stratégique de la HES-SO, Rapport Final, Juillet 2009, p: 14.

2-2- أهداف الدخول إلى البورصة

تعمل المؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف من خلال دخولها البورصة، والتي من أهمها¹⁶:

- تعتبر عملية جمع الأموال الهدف الرئيسي للدخول إلى البورصة، حيث تعتبر البورصة كأحد بدائل التمويل المتاحة للمؤسسة. إذ تسمح بتلبية حاجة المؤسسة إلى مصادر تمويل طويلة من أجل تنفيذ استراتيجية النمو وتخفيض مديونية المؤسسة.

- ينتج عن عملية بيع أسهم جديدة في سوق الأوراق المالية ارتفاع في عدد حاملي أسهم المؤسسة، وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها. وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها.

- تحسين صورة المؤسسة الخارجية، سواء أمام زبائنها أو المستثمرين، إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية والثقة، وهو ما يسمح بتسهيل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها (بنوك، موردين،... إلخ).

- يسمح الدخول إلى البورصة للمؤسسة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية. وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لخصصهم في رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.

2-3- مزايا ومساوئ الدخول إلى البورصة

تتيح عملية الدخول إلى البورصة العديد من المزايا للمؤسسة، وفي المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ، وهو ما سيتم إبرازه كما يلي:

2-3-1- مزايا الدخول إلى البورصة

من بين المزايا التي تتيحها عملية الدخول إلى البورصة ما يلي :

- زيادة سمعة المؤسسة وتحسين صورتها في الداخل والخارج.
- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم الفرصة للمشاركة في رأس المال.
- توسيع دائرة المساهمين.

¹⁶ Le guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008, p: 2-4.

- الحصول على رؤوس أموال خاصة، وبالتالي تغيير هيكل رأس المال من أجل الوصول إلى الهيكل المثلى.

- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة، مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.

- تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.

2-3-2- مساوئ الدخول إلى البورصة

من بين مساوئ الدخول إلى البورصة، يمكن ذكر ما يلي :

- القيود التنظيمية الثقيلة.

- التقلبات المؤقتة، والأسعار المفرطة التي لا تتماشى وفعالية المؤسسة.

- التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة والتسعير.

2-4- طرق، إجراءات وتكاليف إصدار الأسهم

يخضع إصدار الأسهم في سوق الأوراق المالية إلى مجموعة من القواعد والإجراءات،

كما أنه يكون مصحوبا بتكلفة تمثل تكلفة الدخول إلى البورصة.

2-4-1- طرق الدخول إلى البورصة

توجد ثلاث طرق رئيسية من أجل إدراج أي مؤسسة في البورصة، وهي:

- العرض بسعر مغلق: تعتمد هذه الطريقة على طرح كمية من الأسهم في سوق

الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا من طرف المؤسسة والبنك المرافق لها. ويلزم

المستثمرون على تقديم عروضهم وفق هذا السعر¹⁷، حيث لا يأخذ بعين الاعتبار إلا

العروض التي توافق هذا السعر¹⁸.

- العرض عن طريق المزاد: سعر البيع في هذه الحالة هو السعر الناتج عن مقابلة كل

من العرض والطلب على أسهم المؤسسة المصدرة¹⁹.

¹⁷ Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », *Revue française de gestion*, 2005/5 (n° 158), Lavoisier, P 235.

¹⁸ Éric Stéphany, *Op-cit*, 2003, p: 187.

¹⁹ Patrick Sentis, *Op-cit*, 2005, p: 235.

- العرض عن طريق ترتيب العروض: يتم تجميع العروض من طرف الوسيط المرافق للمؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة، وتعطى له الصلاحيات في توزيع الحصص وتحديد السعر²⁰.

2-4-2- اختيار البنك المرافق للمؤسسة

من أجل ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب يتوجب على المؤسسة اختيار بنك أو مجموعة بنوك لمرافقتها في فتح أو رفع رأس مالها، ويعتبر قرار تعيين البنك من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة فيما يتعلق بالدخول إلى البورصة، ذلك أن البنك ملزم بمرافقة المؤسسة عبر مختلف إجراءات الاكتتاب، وضمن المناقشات مع هيئة تسيير البورصة فيما يخص تسعير الأسهم، كما يجب عليه ضمان قنوات توزيعية فعالة لضمان بيع الكمية المصدرة من الأسهم. وفي حال فشل البنك في إحدى هذه المجالات، فإن المؤسسة المصدرة سوف تتعرض إلى خسائر معتبرة²¹.

ويجب على المؤسسة أن تأخذ ثلاثة أشياء بعين الاعتبار عند التفاوض على العقد مع البنك، وهي تكاليف الضمان، اختيار طريقة تحديد السعر وخيار التخصيص. هذه العوامل هي التي تحدد أتعاب البنك وكذا حجم الخطر الذي يتعرض له.

2-4-3- تكاليف الدخول إلى البورصة

ينتج عن دخول المؤسسة إلى البورصة تحملها تكاليف مباشرة معتبرة، تكاليف خاصة بالبنك المرافق للمؤسسة، مصاريف التسجيل، مصاريف قانونية، مصاريف محاسبية ومصاريف مدفوعة للمحللين الاختصاصيين. إضافة إلى مصاريف أخرى متعلقة بالمتطلبات القانونية للعملية يجب دفعها من طرف المؤسسة، ومن بينها المصاريف المدفوعة سنويا لمحافظ الحسابات، لأن هذه المصاريف لا ترتفع مع ارتفاع حجم العملية.

²⁰ Ibid, p: 235.

²¹ Tarek Miloud, Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur, Presses universitaire de Louvain, 2003, p p: 88-89.

2-4-4- تقييم المؤسسة وسعر الدخول إلى البورصة

تعتبر عملية تقييم المؤسسة قبل الدخول إلى البورصة أمرا ضروريا، حيث تخضع جميع أصول المؤسسة المادية، المالية والمعنوية إلى إعادة تقييم من طرف خبراء ومكاتب دراسات معتمدة في هذا المجال، وهذا من أجل ضمان اختيار سعر الدخول الأمثل الذي يضمن نجاح عملية الاكتتاب. يلاحظ من خلال معظم عمليات الدخول إلى البورصة في مختلف الدول، اعتماد المؤسسة المصدرة على تخفيض في قيمة أسهمها مقارنة بالقيمة الفعلية أو السوقية لها²².

3- الإدراج في بورصة الجزائر**3-1- شروط الإدراج في بورصة الجزائر**

- ينبغي على المؤسسة الراغبة في الانضمام إلى بورصة الجزائر الاستجابة لمجموعة من الشروط المنصوص عليها في القوانين المنظمة لسير عمل البورصة، التي من أهمها²³:
- يجب أن يتم إصدار القيم المتداولة من طرف شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.
 - تقديم تقرير تقييمي لأصول المؤسسة.
 - نشر القوائم المالية المصادق عليها للثلاث سنوات المالية السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
 - يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول.
 - تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

²² Géraldine BROYE et Alain SCHATT, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », **Revue Finance Contrôle Stratégie** – Volume 6, N° 2, juin 2003, p 68.

²³ **Guide d'introduction en bourse**, Société de gestion de la bourse des valeurs, Bourse d'Alger, 2011, p: 4.

- توفر رأس مال أدنى محدد بمبلغ مائة مليون دج (100.000.000 د.ج)
- توزيع على الجمهور ما نسبته عشرون بالمائة من رأس المال الإجمالي للشركة على الأقل.
- توزيع الأسهم على مائة وخمسين (150) مساهما على الأقل يوم الإدخال كآخر أجل.

3-2- طريقة التسعير في بورصة الجزائر

يتم التداول في البورصة بمواجهة أوامر الشراء وأوامر البيع، ويتم هذا إما بطريقة التثبيت (Fixing) أو عن طريق التسعيرة المستمرة²⁴.

3-2-1- طريقة التثبيت

- يسمح التسعير بالتثبيت بتحديد سعر يومي بمواجهة أوامر الشراء والبيع وذلك خلال فترة زمنية محددة للوصول إلى سعر توازني. وتسمح طريقة التسعيرة بالتثبيت بما يلي:
- تحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات.
 - التخفيض من اللاتوازن.
 - يسمح بأقل تذبذب للأسعار.
 - تعين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم.
 - هو وحيد صالح خلال كل مدة حصة التداول.

3-2-2- طريقة التسعيرة المستمرة

يتمثل في مواجهة متواصلة بين أوامر الشراء والبيع والذي يشكل العديد من أسعار التوازن، حيث يتم تجميع كل الأوامر، غير أنه بمجرد ما يتفق بائع ومشتري حول السعر، يتم التبادل وهذا طوال مدة افتتاح البورصة. وتتبع ببورصة الجزائر التسعير بـ"التثبيت الالكتروني"، حيث تتم مواجهة الأوامر عن طريق جهاز الإعلام الآلي.

²⁴ <http://www.sgbv.dz/mod-cotation-ar.php>. Consulté le 15/02/2013.

ثانيا: تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات Alliance Assurance

تعد مؤسسة أليانس للتأمينات من بين أهم مؤسسات القطاع الخاص العاملة في مجال التأمينات بالجزائر، وهي في نمو وتطور مستمرين من خلال إنشاء فروع أخرى للتأمين وتوسع نشاطاتها الحالية وذلك بالاستفادة من المبالغ المالية المهمة التي تم رفعها من خلال عملية النداء العلني للادخار.

1- نشأة وتاريخ مؤسسة أليانس للتأمينات

أليانس للتأمينات هي شركة مساهمة خاصة، تأسست في جويلية من سنة 2005، بعد صدور القانون رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995، والذي نص على فتح سوق التأمينات الوطنية أمام المتعاملين الخواص. حيث بدأت العمل سنة 2006 بعد الحصول على ترخيص من وزارة المالية، وعليه انطلقت في ممارسة كافة أعمال التأمين وإعادة التأمين.

يتكون مساهمو شركة أليانس للتأمينات من مستثمرين وطنيين. وقد قدر رأس مالها سنة 2009 بمبلغ 800 مليون دج مقسمة على أربعة (04) ملايين سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج للسهم الواحد.

بعد صدور المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 والمتعلق برأس المال الأدنى لشركات التأمين الناشطة في السوق الوطنية، تم رفع رأس مال شركة أليانس للتأمينات ليبلغ عتبة 2 205 714 180 دج في فيفري 2011، وهذا من خلال اللجوء إلى الطلب العلني للادخار.

2- السوق الحالية والمستقبلية لمؤسسة أليانس

تشتغل مؤسسة أليانس للتأمينات حاليا في قطاعات التأمينات التقليدية وبالأخص التأمين على السيارات، التأمين الصناعي والتأمين على النقل. وهي تهدف من خلال زيادة رأس مالها بصفة أساسية إلى الاستجابة للمتطلبات القانونية الجديدة المتعلقة برأس المال الأدنى لشركات التأمين في الجزائر، بالإضافة إلى التوسع والنمو إلى قطاعات أخرى مستقبلا، ومن بين القطاعات المستهدفة ما يلي:

- التأمين على الأفراد والأسر.
- التأمين على الأشخاص، الادخار والمساعدة الصحية.
- التأمين على المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، المهن الحرة، التجار والمؤسسات.
- منتجات التأمين الجديدة وبالأخص التأمين على الحياة والصحة.
- تشكيلة منتجات موجهة إلى الورشات الكبرى، السكنات والصناعة.
- أخطار البناءات والمخاطر الأخرى.

3- شبكة أليانس للتأمينات عبر التراب الوطني

لقد اتبعت مؤسسة أليانس للتأمينات سياسة قائمة على توسيع شبكتها التجارية عبر كامل التراب الوطني، وهو ما أهلها إلى فتح 139 مركز إنتاج عبر 35 ولاية، مقسمة إلى 11 وكالة رئيسية، 29 وكالة مباشرة، 59 وكالة عامة و92 ملحق²⁵.

الجدول رقم (01): المنحة المصدرة حسب نوع الوكالة لسنوات 2006-2009

السنة	2006	2007	2008	2009
وكالات رئيسية	18,33%	26,64%	30,09%	33,35%
وكالات مباشرة	79,22%	67,90%	60,48%	33,72%
وكالات عامة	2,44%	5,46%	9,43%	32,93%
المجموع	100%	100%	100%	100%

Source : Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 33.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن الوكالات المباشرة هي الأكثر مساهمة في تحقيق رقم أعمال المؤسسة، حيث قدرت نسبة مساهمتها ما بين 79% و 60% سنتي 2006 و2008، لتعرف انخفاضا حادا سنة 2009، ليس من حيث القيمة ولكن بسبب تطور نشاط الوكالات الأخرى (الرئيسية والعامة)، حيث تساوت تقريبا من حيث المساهمة في المنح المصدرة.

²⁵ <http://www.allianceassurances.com/presentation.html>, consulté le 15/02/2013.

4- المنح المصدرة وتوزيعها

عرف نشاط مؤسسة أليانس للتأمينات ارتفاعا كبيرا موازاة مع ديناميكية سوق التأمينات الجزائرية، والاتجاه التصاعدي له، والراجع بصفة أساسية إلى إعادة هيكلة سوق التأمينات الوطنية وتبني بعض الإصلاحات خاصة على مستوى القوانين. وقد عرف إنتاج مؤسسة أليانس للتأمينات من حيث المنح المصدرة تطورا كبيرا وارتفاعا متواصلا، وهو ما يمكن إبرازه من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (02): رقم أعمال مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009.

(وق: 1000 دج)

السنة	2006	2007	2008	2009
رقم الأعمال	302 837	932 398	1 675 931	2 852 622
نسبة النمو*	-	208%	79,74%	70,21%

المصدر: Rapport Annuel, Alliance Assurances, Alger, 2009, p : 11.

(*) نسبة النمو في رقم الأعمال يتم حسابها كما يلي: نسبة النمو = (رقم الأعمال للسنة n+1 - رقم الأعمال للسنة n) / رقم الأعمال للسنة n
يظهر الجدول أعلاه حجم التطور في نشاط مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009، إذ قفز رقم الأعمال المحقق من طرف المؤسسة من مبلغ 923 098 دج سنة 2007 إلى مبلغ 1 675 931 دج سنة 2008 محققة نسبة نمو تقارب 80%، لتواصل ارتفاعها محققة مبلغ 2 852 622 دج سنة 2009، أي بنسبة نمو تفوق 70%.

5- تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات من أجل الدخول إلى البورصة

لقد تم تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات من طرف مكتب خبرة محاسبي معتمد (خبير محاسبي ومحافظ حسابات).

وقد اعتمد مكتب الدراسات في تقييمه لمؤسسة أليانس للتأمينات على توليفة من خمس طرق رئيسية هي:

- الأصول المحاسبية الصافية المصححة؛
- القيمة المحاسبية التقديرية؛
- استحداث التدفقات الصافية؛
- طريقة الموجودات؛
- طريقة المقارنة ومضاعف السوق.

وقد تم ترجيح مختلف الطرق وفق المعاملات الآتية:

- 10% بالنسبة لقيمة المؤسسة حسب الأصول المحاسبية الصافية المصححة.
- 30% من القيمة المحاسبية التقديرية للمؤسسة.
- 25% من قيمة المؤسسة على أساس التدفقات النقدية الصافية.
- 25% على أساس قيمة موجودات المؤسسة.
- 10% من قيمة المؤسسة على أساس المقارنة ومضاعف السوق.

من بين العوامل التي تم أخذها بعين الاعتبار من أجل تحديد هذه الترجيحات ما يلي:

- درجة الثقة الخاصة بكل قيمة.
- الخطر المرتبط بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة وكذا طبيعة نشاط المؤسسة.

ويمكن إبراز سعر الدخول إلى البورصة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (03): سعر الدخول الرسمي إلى البورصة من طرف أليانس للتأمينات

الطريقة	سعر السهم	نسبة الترجيح	السعر بعد الترجيح
الأصول المحاسبية الصافية	311	10%	31,1
القيمة المحاسبية التقديرية	430	30%	129
استحداث التدفقات الصافية	1 201	25%	300,25
طريقة الموجودات	985	25%	246,25
طريقة المقارنة ومضاعف السوق	1 271	10%	127,1
السعر المرجح لسهم أليانس للتأمينات (دج)			833,7

Source : Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p p : 9-11

حسب الترجيحات المعتمدة من طرف مكتب الخبرة المحاسبي، فان سعر سهم مؤسسة المساهمة أليانس للتأمينات يقدر بمبلغ يقارب 834 دج للسهم الواحد. حددت مؤسسة أليانس للتأمينات سعر الإصدار الرسمي لأسهمها بمبلغ 830 دج، أي بتخفيض قدره أربعة (04) دج عن السعر المقترح من طرف مكتب الخبرة المحاسبية.

ثالثا: نتائج عملية الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات سيتم من خلال هذا العنصر، عرض عملية رفع رأس المال التي قامت بها مؤسسة أليانس للتأمينات عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني، وهذا بعرض مراحل وإجراءات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، وكذا أهم النتائج المتعلقة بالعملية.

1- خصائص عملية رفع رأس المال

يمكن إجمال أهم خصائص عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال ما يلي:

- المصدر: مؤسسة أليانس للتأمينات.
- رأس المال الاجتماعي: 800 000 000 دج.
- نوعية الأسهم: أسهم عادية، وهي أسهم منزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب.
- البنك المرافق للمؤسسة: القرض الشعبي الجزائري.
- نقابة الإصدار: تتكون نقابة الإصدار والتوظيف من البنوك الآتية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque، ب ن ب برييا BNP PARIBAS، الشركة العامة SOCIETE GENERALE وبنك التنمية المحلية.

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: رقم 02-2010 بتاريخ 8 أوت 2010.

- السعر الاسمي للسهم: 200 دج.

- سعر الإصدار: 830 دج.

- عدد الأسهم المصدرة: 1 804 511 سهما جديدا.

- فترة الاكتتاب: من 02 نوفمبر 2010 إلى 01 ديسمبر 2010.

- الأرباح وفوائض القيمة الناتجة عن بيع أسهم شركة أليانس للتأمينات معفاة كليا من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات إلى غاية 31 ديسمبر 2013. وهذا بموجب المادة رقم 63 من القانون رقم 20-11 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، الخاص بقانون المالية لسنة 2003، المعدلة والتممة من طرف المادة رقم 64 من قانون المالية لسنة 2009.

- ممارسة الحق التفضيلي في الاكتتاب: لم يوجد إلا المساهم "شركة المغرب للمركبات" وهي شركة ذات أسهم، الذي مارس حق الاكتتاب التفضيلي بصفة غير قابلة للتخفيض بالتناسب مع عدد الأسهم التي توجد بحوزته والمقدرة بنسبة 5%. وعليه، كانت حصته من الإصدار الجديد 90 229 سهم جديد (1 804 511 X 5%). أما باقي المساهمين فقد تنازلوا عن حقوقهم التفضيلية في الاكتتاب.

2- التقسيم الأولي للعرض

تم تقسيم أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات المعروضة للاكتتاب العام إلى خمس (05) مجموعات رئيسية هي:

الجدول رقم (04): التقسيم الأولي لعملية بيع أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات.

رمز القسم	فئة المستثمرين	النسبة (%)	الحد الأدنى للأسهم المشتراة	الحد الأقصى للأسهم المشتراة
أ	الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية	33.20	05	50 000
ب	المستثمرون المؤسساتيون	28.50	1 000	250 000
ج	الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية	33.50	1 000	250 000
د	الوكلاء العامون لشركة التأمين أليانس	2.40	20	1 400
هـ	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	2.40	20	1 400
المجموع		100%		

قدر سعر بيع السهم الواحد بمبلغ 830 دج لكل من الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية، المستثمرين المؤسساتيين والأشخاص المعنويين ذوي الجنسية الجزائرية باستثناء شركة المغرب للعربات (شركة ذات أسهم) التي مارست الحق التفضيلي في الاكتتاب وبالتالي حازت على 5% من الأسهم الجديدة بمبلغ 200 دج. أما الوكلاء العامون والعمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات، فقد استفادوا من تخفيض قدره 10% من سعر السهم، وبالتالي شراء الأسهم الجديدة بمبلغ 747 دج للسهم الواحد.

في حالة ما إذا كان اكتتاب أي فئة أقل من النسبة المخصصة لها في التقسيم الأولي، فإن الفرق يتم اكتتابه بالأولوية للصف "أ" ثم الصف "ب" ثم الصف "ج" ثم الصف "د" ثم الصف "هـ".

3- معالجة طلبات الاكتتاب

يتم تجميع كافة طلبات الاكتتاب المقدمة على أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر)، والتي تخول لها صلاحيات رفض أي طلب اكتتاب لا يتوافق والشروط المنصوص عليها.

يحق لكل مستثمر إيداع مذكرة اكتتاب واحدة فقط في نفس الصف (أ، ب، ج، د أو هـ). وفي حالة وجود أكثر من مذكرة اكتتاب لنفس المستثمر في نفس الصف، فإن

شركة تسيير بورصة القيم تأخذ بعين الاعتبار المذكرة التي تحتوي على أكبر طلب للاكتتاب في أسهم المؤسسة فقط.

تخصيص الأسهم لكل مستثمر يتم على أساس طلبات الاكتتاب المقبولة وليست المرفوضة، لكل صنف كما يلي:

- في حالة عدد الأسهم المقبولة في صنف ما أكبر من عدد الأسهم المخصصة لهذا الصنف، في هذه الحالة سيتم تخفيض الاكتتابات بطريقة متساوية. يعتمد التوزيع حسب المرحلة على منح جميع المكتتبين العدد الأقصى للاكتتاب في حدود الأسهم المطلوبة. يمكن أن ينتج حسب هذا التوزيع رصيد يتم توزيعه بمنح أسهم إضافية إلى المستثمر صاحب أعلى عدد من الأسهم، ثم إلى المستثمرين صاحبي تاريخ الاكتتاب الأقرب إلى تاريخ الاكتتاب الرسمي ثم عشوائيا.

- في حالة ما إذا كان عدد الأسهم المقبولة في صنف ما أقل أو تساوي العدد المخصص لها في التقسيم الأولي، هنا سيتم إرضاء جميع طلبات الاكتتاب بنسبة 100 %.

4- التقسيم النهائي لعملية الاكتتاب

لقد جرت عملية الاكتتاب الخاصة بسهم شركة المساهمة آليانس للتأمينات على مدار الفترة الممتدة من 2 نوفمبر إلى 1 ديسمبر 2010، وذلك على مستوى جميع الوكالات البنكية التابعة لبنوك نقابة التوظيف على المستوى الوطني.

لقد تم تعديل التقسيم الأولي المنصوص عليه في البداية بموجب مقرر من لجنة المتابعة وبالتشاور مع المصدر، وذلك بهدف تكيفه مع الطلب الذي تم إيدأؤه وتلبية العدد الأقصى من المستثمرين في القسم "أ" (الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية).

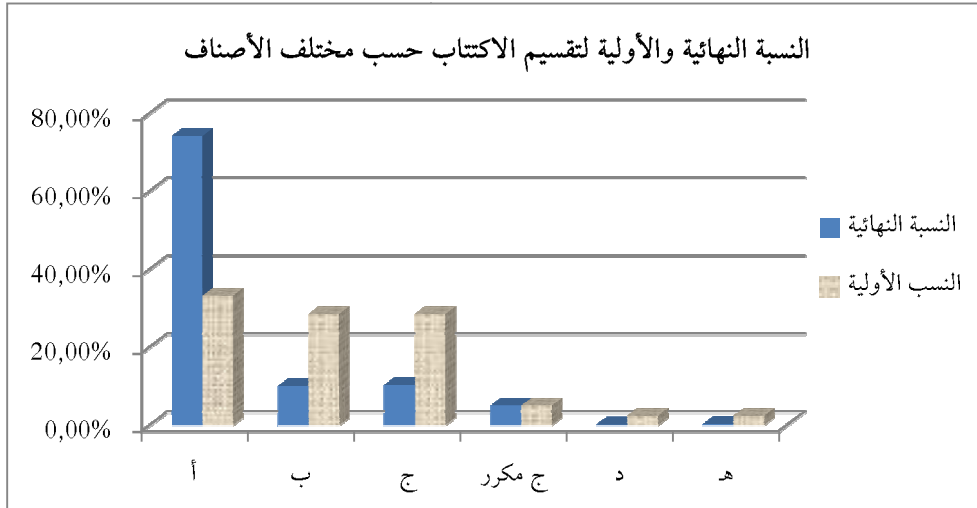
ويمكن توضيح تقسيم عملية الاكتتاب النهائية من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (05): تقسيم عملية الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات

رمز القسم	فئة المستثمرين	عدد الأسهم الممنوحة	النسبة
أ	الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية	1 338 346	74,17%
ب	المستثمرون المؤسساتيون	181 625	10,07%
ج	الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية	186 022	10,31%
ج مكرر	شركة المغرب للعربات ش.ذ.أ	90 226	5,00%
د	الوكلاء العامون لشركة التأمين أليانس للتأمينات	3 635	0,20%
هـ	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	4 657	0,26%
المجموع		1 804 511	100%

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص: 30. ويمكن عرض النسب النهائية والأولية لتقسيم الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات وفق كل صنف من المستثمرين حسب الشكل أدناه:

الشكل رقم (01): النسب النهائية والأولية لتقسيم الاكتتاب في أسهم أليانس للتأمينات



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول أعلاه.

نتيجة الطلب الكبير المقدم من طرف الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية (المستثمرين من الصنف "أ")، فقد قامت مؤسسة أليانس للتأمينات بالتشاور مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتغيير نسب الاكتتاب الأولية من أجل تمكين هذه الفئة من المشاركة الواسعة في العملية. وهو ما مكنها من الاكتتاب في ما يزيد عن 74% من مجموع الأسهم المطروحة للبيع، وهذا مقابل نسبة أولية لا تفوق 33%.

رغم أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعد أول مؤسسة جزائرية خاصة تطرح أسهما للاكتتاب العام من أجل رفع رأس مالها، إلا أن التجاوب الجماهيري كان واسعا، وهو ما يعكس الرغبة الكبيرة لهذا الأخير في الاستثمار المالي.

العمل على تلبية أكبر قدر ممكن من اكتتاب الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية (الصنف "أ") جعل من نسبة اكتتاب المستثمرين المؤسسيين والأشخاص المعنويين تنخفض بصفة كبيرة، إذ انخفضت نسبة اكتتاب المستثمرين من الصنف "ب" من 28% إلى حدود 10%. ومستوى الانخفاض نفسه تم تسجيله على المستثمرين من الصنف "ج" (من 28% إلى 10%).

أما بالنسبة للوكلاء العامين والعمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات فإنهم لم يقوموا بالاكتتاب في كل الحصص المخصصة لهم، وهذا رغم المعاملة التفضيلية التي خصوا بها من خلال السعر المخفض المخصص لهم، حيث قدر سعر الاكتتاب بالنسبة لهم بمبلغ 747 دج، أي بتخفيض قدره 10% عن سعر الإصدار والمقدر بمبلغ 830 دج، إذ قدرت نسبة اكتتاب الوكلاء العامين 0,2% بدل النسبة الأولية 2,4%، و0,26% بالنسبة للعمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات بدل النسبة الأولية المخصصة لهم والمقدرة بنسبة 2,4% من مجموع الأسهم المعروضة للبيع.

5- حجم الأموال المرفوعة واستخداماتها

سيتم من خلال هذا الجزء، عرض الناتج الخام لعملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات، وكذا التكاليف المصاحبة للعملية والناتج الصافي، كما سيتم عرض استعمالات الأموال المرفوعة من عملية الاكتتاب العلني للمؤسسة.

1-5- الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات
يمكن استعراض الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (06): الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات (دج)

فئة المستثمرين	عدد الأسهم المكتتة	سعر السهم	المبلغ المحصل
الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية	1 338 346	830	1 110 827 180
المستثمرون المؤسسيون	181 625	830	150 748 750
الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية	186 022	830	154 398 260
شركة المغرب للعربات ش.ذ.أ	90 226	200	18 045 200
الوكلاء العامون لشركة التأمين أليانس للتأمينات	3 635	747	2 715 345
العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	4 657	747	3 478 779
المجموع	1 804 511	-	1 440 213 514

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نتائج عملية الاكتتاب لمؤسسة أليانس للتأمينات. من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن المبلغ الإجمالي الخام المرفوع من عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للدخار تجاوز مبلغ 1,44 مليار دج. نال منها الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية ما يفوق 77% من خلال الاكتتاب في ما يفوق 1,33 مليون سهم بسعر وحدي يقدر بمبلغ 830 دج. وهو نفس السعر المطبق على كل من المستثمرين المؤسسيين والأشخاص المعنويين ذوي الجنسية الجزائرية. أما شركة المغرب للعربات، فقد مارست حقها التفضيلي في الاكتتاب بالسعر الاسمي للسهم والمقدر بمبلغ 200 دج. أما الوكلاء العامون والعمال الأجراء للمؤسسة فقد استفادوا من تخفيض يقدر بنسبة 10% وبالتالي الاكتتاب بمبلغ 747 دج للسهم الواحد.

2-5- تكاليف عملية رفع رأس المال

بلغت التكلفة الإجمالية لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للادخار ما يفوق مبلغ 185 924 885 دج خارج الرسم. وهي مقسمة كما يلي:

- أتعاب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمقدرة بمبلغ 1 075 341 دج خارج الرسم.
- أتعاب المؤتمن المركزي على السندات والمقدرة بمبلغ 400 000 دج خارج الرسم.
- أتعاب شركة تسيير بورصة القيم والمقدرة بمبلغ 14 120 901 دج خارج الرسم.
- أتعاب قانونية تقدر بمبلغ 21 506 820 دج خارج الرسم.
- أتعاب نقابة التوظيف والمقدرة بمبلغ 68 821 823 دج خارج الرسم.
- مصاريف النشر والإشهار والاتصال والمقدرة بمبلغ 80 000 000 دج خارج الرسم.

3-5- الناتج الصافي لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

يمكن الحصول على الناتج الصافي لعملية رفع رأس مال المؤسسة من خلال طرح مختلف الأتعاب والمصاريف الناشئة عن عملية رفع رأس المال من الناتج الإجمالي لعملية بيع الأسهم للجمهور العام، ويقدر الناتج الصافي بمبلغ 1 254 288 629 دج.

4-5- استعمالات الأموال المرفوعة من عملية رفع رأس المال

تهدف عملية الدخول إلى البورصة إلى رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات إلى الحد الأدنى الضروري لممارسة أنشطة التأمين وإعادة التأمين المفروضة من قبل وزارة المالية، حيث سيتم إضافة الناتج الصافي للعملية إلى رأس المال الاجتماعي.

تهدف عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات إلى:

- تعزيز سياسة المؤسسة من ناحية الشفافية والفعالية.
- تلميع صورة المؤسسة أمام الجمهور العام، البنوك والمؤسسات المالية.

- تحفيز وضمان وفاء عملاء المؤسسة ووسطائها في عملية التأمين من خلال اشراكهم في رأس مال المؤسسة.

تسعى المؤسسة من خلال رفع رأس مالها إلى إنشاء فروع جديدة تعزز بها وجودها وتنافسيتها في سوق التأمينات الجزائرية، وترفع بها حصتها الإجمالية. وتتمثل هذه الفروع الجديدة فيما يلي:

المشروع	المبلغ (دج)	النسبة (%)	قيمة المشروع (دج)	نسبة مساهمة مؤسسة أليانس للتأمينات
فرع التأمين على الحياة	510 000 000	36,17%	1 000 000 000	51%
فرع الترقية العقارية	450 000 000	31,91%	500 000 000	90%
فرع رأس المال الاستثماري	450 000 000	31,91%	500 000 000	90%
المجموع	1 410 000 000	100%	2 000 000 000	-

تسعى مؤسسة أليانس للتأمينات إلى إنشاء ثلاثة فروع بالمشاركة مع مؤسسات أخرى مع الاحتفاظ بالأغلبية في عدد الأسهم، حيث تحوز نسبة 51% من فرع التأمين على الحياة أي ما مقداره 510 000 000 دج من إجمالي رأس مال المشروع والمقدر بمبلغ مليار دج. أما المشروع الثاني والمتمثل في فرع الترقية العقارية فتقدر نسبة مشاركة أليانس للتأمينات بمبلغ 450 000 000 دج أي ما نسبته 90% من رأس مال المشروع وهي نفس النسبة التي تمتلكها في فرع رأس المال الاستثماري.

خاتمة:

تعد مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة جزائرية خاصة تقوم برفع رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية، وهي مؤسسة تأمين باشرت نشاطها سنة 2006، وهي تحقق نتائج إيجابية وتوسع من سنة لأخرى حصتها في السوق الجزائرية.

ومن خلال ما تم استعراضه في هذه الورقة البحثية، يمكن القول أن عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات كانت ناجحة بكل المقاييس، إذ مكنت المؤسسة من رفع رأس مالها تماشياً ومتطلبات النشاط القانونية والتنظيمية الجديدة، وتحسين صورتها الخارجية لدى مختلف المتعاملين الاقتصاديين والوكلاء وهو ما يعكسه حجم الطلب الكبير على أسهم المؤسسة والذي فاق بكثير حجم الأسهم المعروضة للاكتتاب العام.

ومن خلال ما سبق، تم الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تعد مؤسسة أليانس للتأمينات من بين مؤسسات التأمين الخاصة حديثة النشأة، حيث باشرت نشاطها سنة 2006، وهي في نمو وتطور مستمرين، وتحقق نتائج إيجابية كل سنة.
- اعتمدت مؤسسة أليانس للتأمينات على سعر إدخال قدره 830 دج للسهم الواحد، وهو نتيجة تقييم المؤسسة وفق توليفة خطية لمجموعة من طرق التقييم المعتمدة ومنها طريقة الأصول المحاسبية الصافية، القيمة المحاسبية التقديرية، التدفقات النقدية، مضاعف السوق. وقد تم الاعتماد على توليفة من الطرق بدل طريقة واحدة من أجل إضفاء مصداقية أكبر على سعر البيع وبالتالي تحفيز المستثمرين على الاكتتاب.
- أغلب المكتتبين في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات كانوا من الأشخاص الطبيعيين ذوو الجنسية الجزائرية بنسبة تفوق 74%، وهو ما يعكس الرغبة في هذا النوع من الاستثمار في الجزائر.

- كتنقيح لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات، يمكن القول بأنها كانت ناجحة على كل الأصعدة، حيث تم رفع الأموال الضرورية المبرمجة في الآجال المحددة مع تنويع حملة الأسهم الجدد بين الأفراد، المؤسسات المالية والبنوك، عمال المؤسسة والأشخاص المعنويين. وقد تم تسجيل فائض في الطلب يقارب 38% رغم أنها أول مؤسسة خاصة تعرض أسهمها للاكتتاب العام، ما يعني الرغبة لدى الفرد الجزائري في استثمار أمواله على مستوى البورصة

وعلى ضوء النتائج السابقة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- توعية المؤسسات الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لهذه الأخيرة لتعريفها بالخصائص والمزايا التي تتيحها سوق الأوراق المالية للمؤسسة، وبالبدائل التمويلية التي توفرها لها.
- اعتماد طرق محددة من أجل تقييم المؤسسات الراغبة في الدخول إلى البورصة كل حسب نوع النشاط التي تمارسه، وهذا من أجل حماية مصالح المكتتبين الجدد من جهة، ومن جهة أخرى لإضفاء مزيد من الشفافية على عملية الإدراج.
- تحفيز المؤسسات على الدخول إلى البورصة من خلال منحها إعفاءات ضريبية وتسهيلات فيما يتعلق بالشروط الضرورية لدخول سوق الأوراق المالية خاصة فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين.
- العمل على كسب ثقة المستثمرين في السوق وحماية حقوقهم من المضاربة بالأسعار (خاصة بالنسبة لحاملي الأقلية من الأسهم).
- العمل على توفير المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في الآجال المحددة ولكافة المستثمرين وبدون تكلفة لزيادة فعالية السوق من أجل تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات سليمة.

المراجع:

عبد الله وليد رحال، مبادئ وأساسيات الاستثمار في البورصة، دمشق، سوريا، 2006.
عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.

عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Le marché financier : structures et acteurs**, Banque éditeur, Paris, 7^{ème} édition.

B. Solnik & B. Jacquilat, Marché financier: gestion de portefeuille et de risque, Dunod, Paris, 1989.

Geraldine Broye et Alain Schatt, "Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?", **La revue des sciences de gestion**, Direction et Gestion, No : 196, Octobre 2002.

Thouraya Gherissi Labben et autres, **L'opportunité d'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises hôtelières suisses : une nouvelle solution de financement pour la branche**, Projet déposé dans le cadre du programme Réserve Stratégique de la HES-SO, **Rapport Final**, Juillet 2009.

Le guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008.

Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », **Revue française de gestion**, 2005/5 (n° 158), Lavoisier.

Tarek Miloud, **Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur**, Presses universitaire de Louvain, 2003.

Géraldine BROYE et Alain SCHATT, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », **Revue Finance Contrôle Stratégie** – Volume 6, N° 2, juin 2003.

Guide d'introduction en bourse, Société de gestion de la bourse des valeurs, Bourse d'Alger, 2011.

Pierre Conso et Hemic Farouk, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 11^{ème} édition, 2005.

Racim Balia, **L'évaluation des entreprises introduites en bourse, Cas E.G.H El Aurassi**, mémoire de magister en sciences commerciales et financières, Option finance, Ecole Supérieure de Commerce –Alger-, 2002.

<http://www.sgbv.dz/mod-cotation-ar.php>. Consulté le 15/02/2013.

<http://www.allianceassurances.com/presentation.html>, consulté le 15/02/2013.