

تقييم المؤسسات من أجل الدخول إلى البورصة دراسة حالة: "مؤسسة آليانس للتأمينات"

أ.كروش نورالدين

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة الدكتور يحيى فارس - المدية-

Kerrouche_n@yahoo.fr

Résumé:

L'évaluation des entreprises qui souhaitent s'introduire en bourse est l'une des étapes les plus importantes qui peu garantir la réussite de l'opération d'introduction.

En effet, l'ensemble des immobilisations corporelles et incorporelles de l'entreprise ainsi que ses actifs financiers sont soumis à une réévaluation par des experts et bureaux d'études accrédités dans ce domaine, et ce afin d'assurer une estimation optimale du prix d'introduction en bourse pour garantir le succès de cette opération .

Cette démarche de réévaluation est d'une importance capitale pour le succès du processus d'entrée au marché financier, de sorte que si le prix de l'évaluation est supérieur au prix équitable cela conduit à la fuite des investisseurs et donc l'échec de l'opération d'introduction. Comme aussi la réduction excessive du prix coûte à l'entreprise en raison des pertes considérable due à la différence entre le prix de vente officiel de l'action et le prix raisonnable .

L'entreprise Alliance Assurance a misé sur plusieurs méthodes d'évaluation afin de déterminer le prix optimal de vente pour ses actions, pour donner plus de crédibilité à ce prix, ce dernier reste le plus important déterminant de la réussite du processus de l'augmentation de capital. En outre, il a opté pour la publication de ses états financiers pour les dernières années d'activité (2007,2008 et 2009), ce qui a poussé les investisseurs à souscrire fortement dans les actions de l'entreprise .

Mots clés: introduction en bourse, évaluation de l'entreprise, le prix d'entrer, le marché

الملخص

تعتبر عملية تقييم المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة من المراحل المهمة والمحددة لنجاح عملية الإدراج، إذ 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.

وتكتسي هذه العملية أهمية بالغة من أجل نجاح عملية الدخول إلى السوق المالية من طرف المؤسسة، ذلك أن ارتفاع سعر التقييم عن السعر العادل يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن شراء أسهم المؤسسة وبالتالي فشل عملية الاكتتاب، كما أن التخفيض المفرط لهذا السعر يكلف المؤسسة خسائر معايرة جراء الفرق ما بين سعر البيع الرسمي للسهم والسعر العادل له.

وقد اعتمدت مؤسسة أليانس للتأمينات على عدة طرق للتقييم من أجل تحديد سعر البيع الأمثل لأسهمها، وهذا من أجل إضفاء مصداقية أكبر على هذا السعر الذي يعتبر من بين أهم محددات نجاح عملية رفع رأس المال. كما اعتمدت على نشر قوائمها المالية للسنوات الأخيرة للنشاط (2007، 2008 و2009) والتي ساهمت في تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: الدخول إلى البورصة، تقييم المؤسسة، سعر الإدراج، السوق الأولية.

المقدمة العامة

تخضع كل المؤسسات وباختلاف مجال نشاطها إلى مجموعة من الشروط الضرورية الواجب توافرها من أجل السماح لها بالدخول إلى السوق المالية، ومن بين أهم هذه الشروط القيام بعملية تقييم كلي للمؤسسة بغية تحديد السعر الذي يتم على أساسه طرح الأسهم للاكتتاب العام للمستثمرين الماليين.

يعتبر 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.

وتكتسي هذه العملية أهمية بالغة من أجل نجاح عملية الدخول إلى السوق المالية من طرف المؤسسة، ذلك أن ارتفاع سعر التقييم عن السعر العادل يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن شراء أسهم المؤسسة وبالتالي فشل عملية الاكتتاب، كما أن التخفيض المفرط لهذا السعر يكلف المؤسسة خسائر معايرة جراء الفرق ما بين سعر البيع الرسمي للسهم والسعر العادل له.

كما يلاحظ من خلال معظم عمليات الدخول إلى البورصة في مختلف الدول، اعتماد المؤسسة المصدرة على تخفيض في قيمة أسهمها مقارنة بالقيمة الفعلية أو السوقية لها.^أ

1- أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى إدراك جملة من الأهداف يمكن ذكرها كما يلي:

- تسليط الضوء على عملية تقييم المؤسسات للدخول إلى البورصة وكذا مختلف الطرق المعتمدة من أجل ذلك.
- عرض أهم طرق التقييم التي تم اعتمادها من طرف مؤسسة أليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES عند الدخول إلى بورصة الجزائر.
- تحديد سعر السهم الرسمي لمؤسسة أليانس للتأمينات والذي تم على أساسه طرح أسهمها للاكتتاب العام.
-

2- أهمية الدراسة

تكتسي عملية تقييم المؤسسة من اجل الدخول إلى السوق المالية أهمية قصوى، ذلك انها من بين اهم محددات فشل او نجاح عملية الإدراج في البورصة. وعليه، جاء هذا البحث لتسليط الضوء على أهم طرق تقييم المؤسسات، مع اسقاط على تجربة مؤسسة آليانس للتأمينات.

3- إشكالية الدراسة

ومن خلال العرض السابق يمكن طرح السؤال الرئيس الموالي: ما هي أهم طرق تقييم المؤسسات المعتمدة من اجل الدخول إلى البورصة؟

وبغية تبسيط السؤال الرئيس يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما أهمية تقييم المؤسسة قبل عملية الإدراج في السوق المالية؟
- ما هي أسباب تخفيض سعر الدخول إلى البورصة عن السعر الرسمي الناتج عن عملية التقييم؟
- ماهي أهم الطرق المعتمدة من طرف مؤسسة آليانس للتأمينات من أجل تقييم أصولها، وما تأثير ذلك على نجاح عملية الاكتتاب؟

4- الفرضيات

وللإجابة عن السؤال الرئيس والأسئلة الفرعية يمكن طرح الفرضيات الآتية:

- يمكن للمؤسسات الراغبة في الدخول إلى السوق المالية اعتماد مجموعة من الطرق المتعامل بها في عملية تقييم المؤسسة، ولها حرية الاختيار بين مختلف هذه الطرق.
- تعتبر عملية تقييم أصول المؤسسة عملية فيصلية في نجاح عملية الاكتتاب العام لأسهم المؤسسة.
- من بين أهم أسباب تخفيض سعر البيع الرسمي لأسهم المؤسسة عن السعر العادل هو محاولة ضمان نجاح عملية الدخول إلى البورصة، إضافة إلى اختلاف طرق التقييم المعتمدة من طرف كل مؤسسة.
- لجأت مؤسسة آليانس للتأمينات إلى المزج بين مجموعة من طرق التقييم من اجل تحديد السعر الرسمي للدخول إلى البورصة.

خطة العمل

لمعالجة الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف سالفه الذكر، سيتم تقسيم هذا البحث إلى محورين رئيسيين كما يلي:

أولاً: تقييم المؤسسات وسعر الدخول إلى البورصة؛

ثانياً: تقييم مؤسسة آليانس للتأمينات؛

أولاً: تقييم المؤسسات وسعر الدخول إلى البورصة

من أجل الدخول إلى البورصة، تلجأ المؤسسات المقدمة على هذه العملية إلى مكاتب دراسات متخصصة من أجل تقييمها وتحديد السعر المناسب الذي يتم به عرض أسهمها للمستثمرين. ويمثل هذا السعر أحد أهم عناصر نجاح عملية الاكتتاب.

سيتم تقسيم هذا النقطة التطرق إلى العناصر الرئيسية الآتية:

- تقييم المؤسسة ماهيته وأهميته من أجل عملية الدخول إلى البورصة؛
- مختلف طرق تقييم المؤسسات؛
- سعر الدخول وتخفيضه من أجل الدخول.

1- تقييم المؤسسة ماهيته وأهميته من أجل عملية الدخول إلى البورصة

سيتم من خلال هذا الجزء تعريف عملية تقييم المؤسسة وكذا أهميته في نجاح عملية الدخول إلى البورصة.

1-1- تعريف عملية تقييم المؤسسات

تقييم المؤسسة ككل أو جزء منها هو تحديد السعر الأكثر احتمالاً، والذي يتوقع أن تتعقد به الصفقة في ظل الشروط العادية للسوق. هذا السعر يعكس الاستراتيجيات السابقة وفرص النمو المستقبلية المتاحة أمام المؤسسة.

أو هو عملية إعطاء قيمة للمؤسسة من خلال البيانات المتوفرة، وبالاعتماد على معايير محددة في تاريخ محدد.

1-2- أهمية تقييم المؤسسة في نجاح عملية الدخول إلى البورصة

تسمح عملية تقييم المؤسسة بتحديد قيمة المؤسسة، والتي يتم على أساسها تحديد سعر الأسهم من أجل الدخول إلى سوق الأوراق المالية. وتعتبر هذه العملية شديدة الحساسية للسعر المختار، حيث يتوقف عليها نجاح عملية الدخول من جهة، ومن جهة أخرى تحصيل المؤسسة على الأموال الضرورية لنموها وتطويرها.

فإذا كان سعر الدخول أقل من القيمة الحقيقية للمؤسسة، فإنها لا تحصل المبلغ المطلوب من عملية الدخول، إضافة إلى تحملها تكاليف مرتفعة ناجمة عن التخفيض في السعر. أما إذا كان مرتفعاً أكثر من اللازم، فإن ذلك قد يرهن نجاح عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية، من خلال عدم إقبال المستثمرين على شراء أصول المؤسسة.

2- مختلف طرق تقييم المؤسسات

يمكن التمييز بين عدة طرق أساسية تستعمل في تقييم المؤسسات، ومن أهمها:

1-2- طريقة التدفقات النقدية الحالية La méthode des cash-flows actualisés

ترتكز هذه الطريقة على تحديد قيمة المؤسسة على أساس استحداث القيمة الصافية لتدفقات الخزينة المستقبلية الناتجة عن نشاط المؤسسة.ⁱⁱ

ولتحديد القيمة المتوقعة للمؤسسة وفق هذه الطريقة يجب:ⁱⁱⁱ

- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة.

- حساب معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال. ويمكن التعبير عنها رياضيا من خلال العلاقة الآتية:

حيث: VE: قيمة المؤسسة.

CF_t : التدفق النقدي الصافي في الفترة t.

CMPC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

n: مدة حياة المؤسسة.

VT: القيمة النهائية للمؤسسة (المتبقية).

V_D : قيمة الديون المالية الصافية.

من ميزات هذه الطريقة أنها تسمح بإدماج استراتيجية المؤسسة، وكذا توقعات النمو والتطوير المستقبلية، وشروط المساهمين فيما يتعلق بالعائد المنتظر على أساس المخاطر المحتملة.^{iv} ومن سلبياتها أن قيمة المؤسسة تتغير وفقا لتغيرات تكلفة رأس المال، والذي بدوره يصعب تحديده.^v

2-2- طريقة الأصول La méthode des patrimoniale

بصفة عامة، قيمة أصول المؤسسة تمثل المجموع الجبري لقيم العناصر المكونة للمؤسسة. وفق هذه الطريقة، المصدر الرئيسي للمعلومات هي الميزانية، الجرد ومختلف عقود المؤسسة (قرض، إيجار، ... إلخ). وتعتبر قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كقيمة تصفية.^{vi}

ويمكن التمييز بين أربع طرق رئيسية لقياس قيمة الأصول وهي:

2-2-1- القيمة المحاسبية الصافية La Valeur Comptable Nette

يتم تحديدها مباشرة من عناصر الميزانية، حيث تمثل الفرق بين الأصول الصافية (رأس المال الاجتماعي، الاحتياطات، المؤونات ذات الطابع الاحتياطي والأرباح الغير موزعة) والديون.^{vii}

ومن بين مساوئ هذه الطريقة اعتمادها على القيمة التاريخية، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار القيم المعنوية، وتهمل العناصر غير الموجودة في الميزانية.^{viii}

2-2-2- القيمة المحاسبية الصافية المصححة La Valeur Comptable Nette Corrigée

جاءت هذه الطريقة لتغطي نقائص الطريقة السابقة، حيث إنها تعتمد على قيمة الأصول الحقيقية الحالية (القيمة السوقية، القيمة الجوهرية أو قيمة التصفية)،^{ix} وتأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الموجودة في الميزانية مثل الضمانات. إلا أنها هي الأخرى لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر المعنوية، وتتجاهل مبدئين أساسيين للمؤسسة هما ترتيب الأصول وهدف البحث عن الربح.^x

2-2-3- القيمة الجوهرية (La Valeur Substantielle)

تعطي هذه الطريقة قراءة اقتصادية لأصول المؤسسة من خلال الاحتفاظ بالسلع الضرورية للاستغلال (بما فيها السلع المستأجرة وقرض الإيجار). وتقييم الأصول المختارة بتكلفة الاستبدال. ويمكن التمييز بين مقاربتين للقيمة الكبيرة هما:

القيمة الجوهرية الخام = أصول التشغيل + السلع المستأجرة وقرض الإيجار + الأصول المتداولة.

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الكبيرة الخام - الديون.^{xi}

لا يمكن اعتبار القيمة الجوهرية كطريقة لتحديد قيمة المؤسسة، فبعض العناصر ليست ملكا للمؤسسة، وبالمقابل تم أخذها بعين الاعتبار. القيمة الجوهرية لا يمكن أن تساوي سعر بيع المؤسسة. ولأجل هذا، فإن هذه الطريقة ليس لها أساس قانوني حقيقي، حيث أنها تستعمل أساسا لتقدير Goodwill.^{xii}

2-2-4- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال à Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation^{xiii}

يتم حسابها من خلال العلاقة الآتية: أصول الاستغلال + احتياج رأس المال العامل المعياري.

تعطي هذه الطريقة تقييما إجماليا لقيمة المؤسسة، فإذا كان الهدف البحث عن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة، فإنه يكفي طرح الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، وهي الديون المستخدمة في شراء أصول الاستغلال.

2-3- طريقة المردودية Valeur de rendement^{xiv}

ترتكز على مبدأ استحداث التدفقات، وهي تستعمل عادة من أجل المقارنة بين المؤسسات من نفس فئة المخاطرة.

2-3-1- قيمة العائد La valeur de rendement

تعطي من خلال العلاقة الآتية: $V_r = \text{Résultat net} / k_{cp}$

حيث أن k_{cp} : يمثل معدل العائد المتوقع المنتظر من طرف المساهمين.

2-3-2- قيمة المردودية (La valeur de rentabilité)

تعطي من خلال العلاقة الآتية: $V_{re} = \text{Div} \times 100 / k_{cp}$

حيث أن V_{re} : تمثل قيمة المردودية.

Div: قسائم الأرباح الموزعة.

2-3-3- نسبة السعر إلى الفائدة Price earning ratio

يعتبر PER أو coefficient de capitalisation boursière من بين المؤشرات واسعة الاستعمال في سوق الأوراق المالية. ويتم حسابه من خلال قسمة السعر على الفائدة للسهم الواحد. حيث يسمح بمقارنة أسهم مختلف المؤسسات من أجل اتخاذ قرار الاستثمار المالي فيها.

3- سعر الدخول إلى البورصة وظاهرة تخفيضه

سيتم استعراض سعر الدخول إلى السوق المالية، وعملية تخفيضه وكذا أهم النظريات التي تفسر عملية التخفيض.

3-1- سعر الدخول إلى البورصة

يعتبر سعر عرض الأسهم في سوق الأوراق المالية من أهم العوامل المحددة لنجاح عملية الاكتتاب. فإذا كان السعر مرتفعا كثيرا، فإن المستثمرين يعزفون عن عملية الاكتتاب، وبالتالي فشل العملية. أما إذا كان منخفضا كثيرا مقارنة بقيمته الحقيقية، فإن المؤسسة ستعجز عن تحصيل المبالغ المالية الضرورية لتحقيق استثماراتها، وبالتالي فهي تتحمل تكلفة مرتفعة جراء ذلك.^{xv}

يتم في أغلب عمليات الدخول إلى البورصة تخفيض سعر الاكتتاب عن القيمة الحقيقية له، وقد تمت ملاحظة هذه الظاهرة منذ فترة طويلة، وبنسب متغيرة حسب مختلف البلدان (أنظر الملحق رقم 01)، حيث بلغت نسبة 7 % في سنوات الثمانينيات، 15 % ما بين سنوات 1990 و1998 قبل أن تبلغ الذروة بتسجيل نسبة 65 % في زمن فقاعة الانترنت (bulle internet).^{xvi}

3-2- أهم التفسيرات لتخفيض أسعار الأسهم عند الدخول إلى البورصة

ترتكز النظريات التي تفسر على تخفيض سعر الأسهم عند الدخول إلى البورصة أساسا على:^{xvii}

- وجود عدم تناظر في المعلومات وظاهرة الإشارة؛
- التحسب لإمكانية التقاضي أمام المحاكم؛
- سلوك المساهمين الأصليين اتجاه مراقبة رأس المال؛
- البحث عن السيولة للأوراق المالية في السوق الثانوية.

3-2-1- وجود عدم تناظر في المعلومات وظاهرة الإشارة L'existence d'asymétries informationnelles et de phénomènes de signalisation

تفترض نماذج المعلومات أنه عند الدخول إلى سوق الأوراق المالية، تقوم المؤسسات والبنوك المرافقة لها أو المستثمرين بتقديم أفضل المعلومات. افترض روك (Rock 1986) أن بعض المستثمرين أحسن اطلاعا حول القيمة الجوهرية للأسهم المصدرة، وبالتالي فهم لا يكتتبون إلا في الإصدارات الأكثر جاذبية. وفي المقابل، يقوم المستثمرون الأقل اطلاعا بالاكتتاب في جميع الإصدارات. وهذا ما يؤدي إلى وجود طلب كبير على الإصدارات الجذابة، مما يولد تخفيضا واضحا في سعر الإصدارات الجديدة التي تترجم بمرودية كبيرة بعد الدخول إلى البورصة. وهذا ما يؤدي إلى ظاهرة تدعى لعنة الفائز (winner's curse)، حيث إن المستثمرين الأقل اطلاعا يكتتبون بنسب أكبر في الإصدارات ذات السعر المرتفع، الذي سرعان ما ينخفض بعد الدخول إلى البورصة، وبالتالي يكون معدل المرودية المحصل عليه من طرف هؤلاء المستثمرون أقل مقارنة بالبقية، وفي بعض الحالات تكون سلبية خاصة بالنسبة للإصدارات ذات السعر الأعلى من قيمتها الحقيقية. وهو ما يفسر الحجم القليل أو المنعدم من الطلب عليها من قبل المستثمرين الأحسن اطلاعا.

ومن أجل ضمان عدم اختفاء هذا النوع من المستثمرين (investisseurs maudits) فإنه لا بد من ضمان حصولهم على مرودية في المتوسط تكون موجبة، وبالتالي التخفيض نسبيا من سعر الدخول إلى البورصة. هذا التخفيض

يكون مكلفا بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي فهي تعمل على الحد منه. من خلال الحد من عدم تناظر المعلومات. ومن بين الحلول الممكنة أمام المؤسسة هي إرسال إشارة إلى المستثمرين عن جودة المعلومات المقدمة من خلال الاستعانة بخدمات أحد البنوك المرموقة من أجل مرافقتها في عملية الدخول إلى البورصة، أو مدقق حسابات مشهور.

أثبتت الدراسات التجريبية أن المستثمرين الخواص (الأفراد) يمكن اعتبارهم أقل إطلاعا من المستثمرين المؤسساتيين (المستثمرين المؤسسين سجلوا نسب مردودية أعلى مقارنة بتلك المحصل عليها من طرف الأفراد).

3-2-2-2- التخليص في سعر الدخول كوسيلة لإدارة التقاضي La sous-évaluation comme outil de gestion des litiges

في بعض البلدان، وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية، يقوم المستثمرون بمتابعة الجهات المصدرة للأوراق المالية قضائيا نتيجة الخسائر المالية التي تكبدوها من خلال الاستثمار في الأسهم جراء المعلومات المغلوطة أو غير المعلن عنها. وفي هذا الإطار يمكن أن يكون التخليص كوسيلة لتقليل الخطر القضائي. حيث أثبتت العديد من الدراسات التجريبية ذلك (دراسة تينيك Tinic (1988) ولاوري شوو Lowry et Shu (2002)).

3-2-3- التخليص، نتيجة لسلوك استراتيجي للمساهمين في السوق La sous-évaluation, résultat d'un comportement stratégique des actionnaires en place

على الرغم من أن عملية تخفيض سعر الأسهم عند الدخول إلى سوق الأوراق المالية تعتبر عملية جد مكلفة، إلا أنها يمكن أن تعزز من تشتت الملكية، وبالتالي الحد من سيطرة المساهمين الرئيسيين. عندما تكون الأسهم مسعرة بأقل من قيمتها الأصلية (مخفضة)، فإن المردودية المتوقعة لها تكون مرتفعة جدا وبالتالي يكون الطلب عليها كبيرا. وهو ما يسمح للمؤسسة بالتركيز على الأشخاص الطبيعيين في الاكتتاب. هذه الأخيرة لا تهتم بالرقابة على المؤسسة، وهو ما يسمح باحتفاظ الملاك الأصليين على كل السلطات في المؤسسة.

3-2-4- التخليص، وسيلة لجعل السوق الثانوية أكثر سيولة La sous-évaluation, un moyen de rendre le marché secondaire plus liquide

يقوي تخفيض سعر الدخول إلى البورصة السوق الثانوية. لأن الأصول المخفضة تلقى في غالب الأحيان رواجاً وطلبا كبيرا على الاكتتاب، المستثمرون المشاركون في عملية الدخول إلى البورصة لهم إمكانية بيع أسهمهم لمستثمرين عقلايين بسعر أعلى من سعر الدخول (الاكتتاب). عمليات البيع والشراء في يوم الدخول إلى البورصة تولد مداخيل وساطة للوسطاء الماليين، والتي تعوضهم عن الخسارة المتعلقة بالتخليص الأولي عند الدخول إلى البورصة.

ثانيا: تقييم مؤسسة آليانس للتأمينات

تعد مؤسسة آليانس 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 للاذخار.

1-تقديم مؤسسة أليانس للتأمينات

1-1- 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 180 714 205 دج في فيفري 2011، وهذا من خلال اللجوء إلى الطلب العلني للادخار.

1-2- السوق الحالية والمستقبلية لمؤسسة أليانس

تشغل مؤسسة أليانس للتأمينات حاليا في قطاعات التأمينات التقليدية وبالأخص التأمين على السيارات، التأمين الصناعي والتأمين على النقل. وهي تهدف من خلال زيادة رأس مالها 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

1-3- شبكة أليانس للتأمينات عبر التراب الوطني

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

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%

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

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 و 2008، 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. وهو ما يمكن عرضه من خلال الشكل الآتي:

1-4- 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. (1000 دج)

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

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

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 %.

2- تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات وسعر 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.

1-2- الأصول المحاسبية الصافية المصححة

يمكن توضيح قيمة مؤسسة المساهمة أليانس للتأمينات في 31 ديسمبر 2009 استنادا إلى الأصول المحاسبية الصافية المصححة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (03): الأصول المحاسبية الصافية لمؤسسة أليانس للتأمينات (دج)

البيان	القيمة بتاريخ 2009/12/31
رأس المال الاجتماعي	800 000 000
الاحتياط القانوني	-
الاحتياط الاختياري	-
المؤونات التقنية	95 777 513
نتيجة قيد التخصيص	-6 461 329
نتيجة صافية للدورة المالية	324 986 499
مصاريف إعدادية	789 537
انحراف إعادة التقييم	82 156 878
انحراف الجرد	-1 666 608
تكيف الاستثمارات	-400 000
تكيف أقساط إعادة التأمين	-4 362 734
تكيف الحقوق على المؤمنين	-45 455 685
الأصول الصافية	1 243 784 997

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 09

يقدر عدد أسهم شركة المساهمة أليانس للتأمينات في نهاية سنة 2009 ما مقداره أربعة ملايين (4 000 000) سهم، وعليه فإن قيمة السهم الواحد وفق هذه الطريقة هو 311 دج للسهم الواحد (1 243 784 997/ 4 000 000).

2-2- القيمة المحاسبية التقديرية

تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بأصول المؤسسة على طول الفترة 2010-2015. ومن ثم أخذ القيمة المتوسطة للسهم.

ويمكن عرض الأصول الصافية التقديرية للمؤسسة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (04): الأصول الصافية التقديرية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2010-2015

(1000 دج)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رأس المال	2200000	2200000	2200000	2200000	2200000	2200000
الاحتياطيات	30604	67708	109588	174197	240817	254105
المؤونات	101994	136728	157213	181129	207652	233187
نتيجة قيد	282284	652883	1050342	1731407	2393980	3280060
نتيجة صافية	581482	704973	697358	864066	1094873	1333692
الأصول	3196364	3762293	4214502	5150801	6137323	7301045
عدد الأسهم	11000000	11000000	11000000	11000000	11000000	11000000
قيمة السهم	291	342	383	468	558	664

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, P

10

مقارنة بسنة 2009، يلاحظ ارتفاع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات إلى حدود مليارين ومائتي مليون دج. وهو نتاج عملية رفع رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار.

تقدر قيمة السهم الواحد وفق هذه الطريقة بالمتوسط الحسابي خلال الفترة 2010-2015 ومع الأخذ بعين الاعتبار قيمة السهم الناتجة عن طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة لسنة 2009، وعليه يمكن عرض قيمة السهم كما يلي:

$$\text{قيمة السهم الواحد} = \frac{7}{(664 + 558 + 468 + 383 + 342 + 291 + 311)} = 430 \text{ دج للسهم.}$$

2-3- قيمة السهم باستعمال التدفقات النقدية (Free Cash-flows)

تسمح هذه الطريقة للمستثمرين من معرفة مدى قدرة المؤسسة على تغطية ديونها، وإنتاج تدفقات صافية تمكنهم من الحصول على تعويض على الأموال المستثمرة.

وتحسب قيمة المؤسسة اعتمادا على هذه الطريقة من خلال العلاقة الآتية:

حيث إن:

FCFi: التدفق النقدي الحر للسنة i.

N: عدد السنوات (N=5).

VT: القيمة النهائية، وتعطى من خلال العلاقة $VT = \frac{FCFN*(1+g)}{(t-g)}$ ، حيث g: يمثل معدل النمو السرمدي للتدفقات

النقدية الحرة، وقد تم تقديره من طرف مكتب الخبرة المحاسبية المكلف بتقييم مؤسسة أليانس للتأمينات بنسبة 3 %.

t: معدل الاستحداث. الهيكله الماليه لمؤسسة أليانس للتأمينات مطابقيه للهيكله الماليه لباقي مؤسسات التأمين، من حيث إن نسبة الحقوق المرتفع نسبيا. وقد تم تحديد معدل الاستحداث بنسبة 20 %، حيث أن 12 % تمثل معدل الاستحداث في الدول المتطورة والمصادق عليه من طرف وكالات التتقيط الدولية، ويضاف إليها نسبة 5% للحيطه، و زيادة أخرى بنسبة 3 % لحدائة إنشاء المؤسسة.

ويمكن توضيح التدفقات النقدية المستحدثة بمعدل 20 % خلال الفترة 2010-2015 من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (05): التدفقات النقدية المستحدثة خلال الفترة 2010-2015 (1000 دج)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
التدفقات النقدية	63050	-	700179	922459	1265385	1528537
$(1+t)^n$	1,2	1,44	1,728	3047,718	2,488	2,985
التدفقات النقدية	63050	-	486236	533831	508530	511904
مجموع التدفقات النقدية	1763210					
القيمة النهائية	8220781					
القيمة النهائية	2753123					
قيمة المؤسسة	4807357					
عدد الأسهم	4000000					
قيمة السهم الواحد (دج)	1201					

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010,

p : 11

وعليه، تبلغ قيمة السهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات حسب هذه الطريقة 1201 دج.

2-4- تقييم المؤسسة وفق طريقة الموجودات (méthode Patrimoniale)

قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة انطلاقا من مجموع الخصوم المرجحة بالديون هي 3940402000 دج، وهو ما يعطي قيمة للسهم الواحد تساوي بالتقريب مبلغ 985 دج.^{xix}

2-5- قيمة المؤسسة حسب طريقة المقارنة ومضاعف السوق^{xx}

في الوقت الراهن، لا توجد مؤسسة بنفس خصائص مؤسسة أليانس للتأمينات وتتنشط في نفس القطاع مسعرة في بورصة الجزائر، وبالتالي لا يوجد مرجع يمكن من خلاله تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات.

ولكن، بالنظر إلى دول الجوار وبعض دول حوض البحر الأبيض المتوسط كتركيا مثلا، يسمح هذا بتحديد مرجع للمعاملات بالاعتماد على رقم الأعمال الخاص بالمؤسسة.

حققت مؤسسة أليانس للتأمينات في سنة 2009 رقم أعمال صافي يقدر بمبلغ 2 790 308 000 دج، وباستعمال مضاعف سوق يقدر 1,5 (القيمة الأكثر تحفظا)، فإن قيمة مؤسسة أليانس للتأمينات تساوي 4 185 462 000 دج. ويمكن استعمال مضاعف يصل إلى 2 بسبب توسع السوق على المدى خمس (05) سنوات المقبلة، وبالتالي قيمة المؤسسة في هذه الحالة تساوي 5 924 270 000 دج. وهو ما يعني قيمة للسهم الواحد بما يفوق 1481 دج.

يمكن استعمال مضاعف آخر ويتمثل في مضاعف منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث يقدر المضاعف ب 1,7. وهو ما يعني قيمة للمؤسسة بما يفوق 5 087 178 000 دج. أي سعر السهم الواحد يساوي 1271 دج.

2-6- سعر الدخول الرسمي إلى البورصة

لقد 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.

- 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 (06): 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 الحرة	201 1	25 %	300,25
طريقة الموجودات	985	25 %	246,25
طريقة المقارنة ومضاعف السوق	271 1	10 %	127,1
السعر المرجح لسهم أليانس للتأمينات (دج)			833,7

حسب الترجيحات المعتمدة من طرف مكتب الخبرة المحاسبي، فإن 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.

3- تأثير تحديد سعر البيع على نجاح عملية اكتتاب أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر

رغم أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعد أول مؤسسة جزائرية خاصة تطرح أسهما للاكتتاب العام من أجل رفع رأس مالها، إلا أن التجاوب الجماهيري كان واسعاً، وهو ما يعكس مدى توفيق المؤسسة في اختيار سعر البيع الأمثل إلي يضمن بيع كل الأسهم المبرمجة قبل انطلاق العملية مع تسجيل فائض في الطلب يقارب نسبة 38%.

ان هذا الإقبال الكبير للمستثمرين الماليين على شراء أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات يعكس مدى تعطش هذا النوع من المستثمرين لمثل هذه العمليات المفقودة على مستوى بورصة الجزائر، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى نجاح سياسة المؤسسة في التعامل مع هذا النوع من العمليات وخاصة على مستوى اختيار سعر السهم الذي ساهم في جلب أكبر عدد من المستثمرين.

خاتمة عامة

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

اعتمدت مؤسسة أليانس للتأمينات على عدة طرق للتقييم من أجل تحديد سعر لبيع الأسهم في السوق الأولية، وهذا من أجل إضفاء مصداقية أكبر على هذا السعر الذي يعتبر من بين أهم محددات نجاح عملية رفع رأس المال. كما اعتمدت على نشر قوائمها المالية للسنوات الأخيرة للنشاط (2007، 2008 و2009) والتي من ساهمت في تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة.

وقد تم من خلال ما سبق، الخلاص إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تكون عملية فتح أو رفع رأس المال لمختلف المؤسسات مصاحبة لعملية تقييم لأصول المؤسسة من أجل تحديد سعر العرض الرسمي للدخول إلى البورصة، هذه العملية تعتبر في غاية الحساسية والأهمية إذ أن نجاح الاكتتاب العام متوقف على مدى عكس السعر المحدد لقيمة المؤسسة الحقيقية (تلجأ المؤسسات عادة إلى تخفيض هذا السعر عن القيمة الحقيقية من أجل تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة).

- 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. وهو ما تعكسه قوائمها المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لسنوات 2007، 2008 و2009.

- 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.

وعلى ضوء النتائج السابقة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- اعتماد طرق محددة لتقييم المؤسسات كل حسب نوع النشاط الذي تمارسه، وهذا من أجل حماية مصالح المستثمرين وتجنب الاختلافات الكبيرة في الأسعار بين كل طريقة وأخرى.
- العمل على كسب ثقة المستثمرين في السوق وحماية حقوقهم من المضاربة بالأسعار (خاصة لحاملي الأقلية من الأسهم).
- العمل على توفير المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في الأجل المحددة ولكافة المستثمرين وبدون تكلفة لزيادة فعالية السوق من أجل تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات سليمة.

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.

Sébastien Dossogne, Valorisation et cession d'entreprise: de l'intention à la finalisation, de la valeur au prix, Edition Edipro, 2eme édition, 2003, p: 275.

Abdelkader Gliz, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université d'Alger, 2001, p 81.

THIERRY MELOUX, Analyse 360°: Pratique de l'analyse financière des entreprises, Edition Books on Demand, 2008, p: 131.

Idem, P: 131.

Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P P: 102-103.

Éric Stéphane, Op-cit, P 117.

Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:103.

Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Fondements de gestion financière: manuel et applications, Editions du CEFAL, 3eme édition, 2008, P152.

Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:104.

Éric Stéphane, Op-cit, 2003, P: 118.

Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:108.

Éric Stéphane, Op-cit, 2003, P P: 118-119.

Idem, P P: 124-125.

Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, 2005/5 (no 158), Lavoisier, 2005, P: 235.

Dominique Dufour et Eric Molay, Sous évaluation a l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT, International Review of Financial Analysis Vol 16, 2008, p 100.

Idem, P P : 102-106.

<http://www.allianceassurances.com/presentation.html>, consulté le 2010/09/15.

Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 12.

Idem, p : 12

ⁱ 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.

ⁱⁱ Sébastien Dossogne, Valorisation et cession d'entreprise: de l'intention à la finalisation, de la valeur au prix, Edition Edipro, 2eme édition, 2003, p: 275.

ⁱⁱⁱ Abdelkader Gliz, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université d'Alger, 2001, p 81.

-
- ^{iv} THIERRY MELOUX, Analyse 360°: Pratique de l'analyse financière des entreprises, Edition Books on Demand, 2008, p: 131.
- ^v Idem, P: 131.
- ^{vi} Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P P: 102-103.
- ^{vii} Éric Stéphaney, Op-cit, P 117.
- ^{viii} Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:103.
- ^{ix} Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Fondements de gestion financière: manuel et applications, Editions du CEFAL, 3eme édition, 2008, P152.
- ^x Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:104.
- ^{xi} Éric Stéphaney, Op-cit, 2003, P: 118.
- ^{xii} Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, P:108.
- ^{xiii} Éric Stéphaney, Op-cit, 2003, P P: 118-119.
- ^{xiv} Idem, P P: 124-125.
- ^{xv} Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, 2005/5 (no 158), Lavoisier, 2005, P: 235.
- ^{xvi} Dominique Dufour et Eric Molay, Sous évaluation a l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT, *International Review of Financial Analysis* Vol 16, 2008, p 100.
- ^{xvii} Idem, P P : 102-106.
- ^{xviii} <http://www.allianceassurances.com/presentation.html>, consulté le 2010/09/15.
- ^{xix} Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 12.
- ^{xx} Idem, p : 12.