

دراسة تحليلية لدور مشروع إصلاح السوق المالي في تحسين أداء سوق البورصة

"تقييم أثر الإصلاحات على تجربة شركة أليانس للتأمينات"

Analytical study of the role and contributions of the financial market reform

In improving the performance of the stock market project

Evaluating the Impact of Reforms on the Experience of Alliance Insurance"

د.د رفاع توفيق

جامعة الجزائر 3 (الجزائر)

reffaa.toufik@univ-alger3.dz

باحثة دكتوراه مولتة نسيم*

جامعة الجزائر 3 (الجزائر) مخبر العولمة و السياسات الاقتصادية

moulla.nassima@univ-alger3.dz

المعلومات المقال	الملخص:
تاريخ الارسال: 2021/07/11	تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية و ضرورة الإصلاحات المالية للنهوض بسوق البورصة و إضفاء الديناميكية على نشاطها من خلال تجربة مؤسسة أليانس كأول مؤسسة خاصة تدخل السوق و تحليل التأثيرات و التغييرات التي طرأت على أدائها بعد لجوئها لعملية رفع رأس مالها عن طريق البورصة من خلال الاكتتاب العام و قد خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي و التنظيمي لشركة أليانس لم يعرف تطورا كبيرا رغم طول فترة الدراسة و التي تسمح بتقييم الأداء بفعالية .
تاريخ القبول: 2021/09/25	
الكلمات المفتاحية: ✓ إصلاح السوق المالي: ✓ البورصة: ✓ مؤسسة أليانس:	
Article info	Abstract :
Received 11/07/2021	This study aims to highlight the importance and necessity of financial reforms to advance the stock market and add dynamism to its activity through the experience of the Alliance Corporation as the first private institution to enter the market and analyze the impacts and changes that occurred on its performance after resorting to raising its capital through the stock exchange through public subscription. The study concluded that the financial and organizational performance of Alliance has not witnessed a major development despite the length of the study period, which allows for effective performance evaluation.
Accepted 25/09/2021	
Keywords: ✓ Financial market reform ✓ Stock exchange ✓ Alliance corporation:	

. مقدمة:

نظرا للدور الفعال الذي تلعبه المؤسسة في سير النشاط الاقتصادي ، كان لا بد من الاهتمام بهذا الكيان الذي يعتبر قاعدة الهرم الاقتصادي ، لذا كان دور الدول توفير التمويل اللازم لها و الذي يتلاءم مع طبيعتها و وضعيتها.

و أمام الوضع الذي قابل المؤسسات لعدم كفاية الموارد الذاتية و محدودية التمويل البنكي ، كان اللجوء للبورصة ضرورة حتمية كونها مصدر مهم و فعال للتمويل نظرا لسهولة و دوره في الحفاظ على الكتلة النقدية المتداولة لتفادي التضخم كانت هناك عدة بحوث لتطويره لما له من دور في تشجيع الاستثمار من طرف صغار المدخرين.

و كمعظم الدول تم إنشاء سوق للقيم المنقولة في الجزائر سنة 1993، ولكن نظرا للركود الذي تعرفه كان لا بد من النهوض بهذه السوق من خلال اعتماد مخطط لتطوير و عصنة النشاط به لاضفاء الشفافية و النزاهة على النشاط الاقتصادي من جهة وضبط التوازن المالي للاقتصاد الكلي من جهة أخرى عن طريق تشجيع المؤسسات لاعتماد البورصة كمول رئيسي بتوفير المناخ المناسب لعمل هذه المؤسسات سواء كانت عامة، خاصة أو حتى صغيرة و متوسطة حيث كانت أولها شركة أليانس للتأمينات و التي دخلت سوق البورصة في خضم التحضير لمخطط عصنة و تطوير السوق و التي كانت أول مؤسسة قامت برفع رأس مالها عن طريق فتحه بنسبة 31% أمام الجمهور .

و بناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية كما يلي: إلى أي مدى ساهمت الإصلاحات التي عرفتها سوق الأوراق المالية في تطوير نشاط شركة أليانس للتأمينات بعد دخولها سوق البورصة ؟

و قصد التمكن من الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتحديد نطاق الإجابة عليها من خلال طرح الفرضيات التالية:

- تمتاز بورصة الجزائر بقلّة عدد الشركات المدرجة بها و بالتالي فهي بعيدة كل البعد عن فعالية سوق رأس المال؛
- ركود نشاط البورصة ما استدعى إطلاق مشروع إصلاح السوق بغية عصنته و تطوير نشاط و فعالية أداء المتدخلين فيه؛
- بهدف تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمؤسسة أليانس عملت على اللجوء لسوق البورصة لتمويل استثماراتها؛
- تعد مؤشرات تقييم الأداء المالي أداة فعالة للحكم على نجاعة الأداء المالي لمؤسسة التأمين .

أهمية الدراسة:

- أهمية تقييم الأداء المالي و التنظيمي في الحكم على تطور أداء المؤسسات؛
- حداثة مشروع إصلاح السوق المالي للوقوف على أهم ما جاء فيه للخروج بأهم الآليات الواجب اعتمادها؛
- دور السوق المالي كمصدر غير تقليدي لتنمية المدخرات و تنويع وسائل التمويل؛
- خصوصية تجربة أليانس كأول مؤسسة خاصة تدخل للبورصة و بالتزامن مع إطلاق مشروع إصلاح السوق المالي.

أهداف الدراسة:

جاءت هذه الدراسة بغية :

- تقييم أداء شركة أليانس بعد فتح رأس مالها في البورصة عن طريق الإكتتاب العام؛
- تحليل نشاط و أداء البورصة بعد إطلاق مشروع الإصلاح لعصنة السوق المالي؛
- الإحاطة بأهم ما جاء في مشروع الإصلاح كإنطلاقة لديناميكية جديدة في الأداء ؛
- تحليل لأهم الآليات اللازمة للنهوض بقطاع البورصة .

منهج وأسلوب الدراسة:

- المنهج الوصفي الاستقرائي: للإلمام بالجانب النظري تم اللجوء إلى التقارير السنوية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة للخروج بأهم نقاط مشروع إصلاح السوق المالي .
- المنهج التحليلي: استخلاص لأهم الآليات اللازمة و الدافعة للبورصة لتوفير مناخ عمل ديناميكي و جذاب و التأكد من فعالية مشروع إصلاح السوق المالي من خلال تحليل أداء سوق البورصة بشقيه و تقييم أداء الوسطاء فيه من جهة و الحكم على تجربة أليانس كأول مؤسسة خاصة تدخل سوق البورصة بالتزامن مع انطلاق مشروع العصرية و الإصلاح و ذلك من خلال إعداد عملية مقارنة لأدائها قبل ، أثناء و بعد عملية اللجوء للطلب العلني للادخار.

1. آليات استقطاب و تفعيل السوق المالي في الجزائر

أدت أهمية السوق المالية كآلية غير تضخمية لتمويل الاقتصاد ، وأداة جذابة لتنمية المدخرات ووسيلة للتنويع ونقل المخاطر ، إلى إطلاق وزارة المالية في يونيو 2008 برنامج يجمع المتدخلين الرئيسيين في السوق المالية بهدف تحديد واعتماد الإجراءات والتدابير المناسبة لتعزيز هذا الجزء من أسواق رأس المال.

1.1 تقديم مشروع إصلاح السوق المالي :

وقد أسفرت هذه المبادرة عن خطة وطنية لإصلاح السوق المالية ، تم تنقيح محتواها بفضل مهمة تحضيرية نفذت برعاية وزارة المالية بالشراكة مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي خلال النصف الأول من عام 2009 ما سمح بتوظيف الخبرات الدولية تمثلت في أربعة خبراء دوليين و خبيرين جزائريين بتأطير من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة تتكون خطة إصلاح السوق المالية الوطنية التي اعتمدها السلطات العامة من مرحلتين: مرحلة أولى مخصصة لتصميم مخطط رئيسي وتنظيم وتشغيل السوق المالي بالتراضي ، ومرحلة ثانية مخصصة لتنفيذ مصفوفات الإجراءات المختارة خلال المرحلة الأولى⁽¹⁾

اكتملت بالفعل الخطوة الأولى من المرحلة الأولى المخصصة لتقييم الوضع الحالي للسوق المالي الجزائر بإنشاء عدة مجموعات عمل بما في ذلك: مجموعة مسؤولة عن لوائح سوق الأوراق المالية ، مجموعة عمل مخصصة للاستثمار والخدمات والوساطة في سوق الأوراق المالية ، مجموعة عمل مخصصة لفتح رأس المال داخل الشركات الخاصة (IPO) ، وهي مجموعة عمل مخصصة لتمويل المؤسسات العامة الاقتصادية عبر السوق المالية، توجت هذه الخطوة الأولى بتقديم الخبراء الوطنيين والدوليين لتقاريرهم المرحلية المتعلقة بتقييم الوضع الحالي وسبل التفكير التي يجب مراعاتها لتصميم الخطة الرئيسية القياسية.

لخصت هذه التقارير بشكل شامل نقاط القوة والضعف في السوق المالية الوطنية وأدرجت دراسات مقارنة مع أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة التي تتشابه في حجم اقتصادنا وحالته، من بين نقاط القوة التي لاحظها الخبراء⁽²⁾

- إرادة السلطات العامة لتطوير سوق مالي ديناميكي لتنويع بدائل التمويل للاقتصاد الوطني؛
- إمكانات الشركات الجزائرية العامة والخاصة المؤهلة للتمويل عن طريق السوق المالية؛
- وفرة المدخرات الوطنية والموارد المؤسسية الزائدة؛
- وجود إطار تنظيمي وتنظيم مؤسسي يحتاج إلى تحسين؛
- وجود فرق مؤهلة ومدرّبة داخل مؤسسات السوق ووسطاء سوق الأوراق المالية؛
- استعداد العديد من البنوك والمؤسسات المالية والشركات الخاصة للعمل كوسطاء في تعاملات البورصة؛
- مستويات معدلات النمو خارج المحروقات و التي تجذب في الوقت الحالي حشد المستثمرين الدوليين والوطنيين؛

وفيما يتعلق بنقاط الضعف فقد لوحظ ما يلي:

- ضعف الخدمات المالية الاستثمارية على مستوى IOB ؛
- الطابع العائلي للشركات الجزائرية الخاصة وطريقة إدارتها والتي غالباً ما تختلف عن ممارسات الحكم الرشيد والشفافية؛
- تقادم نظام التداول والحدود الوظيفية للأنظمة المستخدمة من قبل مؤسسات السوق (عدم وجود نظام إشراف وما إلى ذلك)؛
- تمحور نشاط الخوصصة خارج البورصة حيث لم تشهد أي عملية منذ سنة 2000؛
- غياب كلي لتحليل و تقييم الأسهم المطروحة في البورصة من جهة و الهندسة المالية و الدعم في طرح الأسهم من جهة أخرى.

تتمحور الخطة النهائية لعملية الإصلاح حول خمسة محاور رئيسية هي: (3)

- نشر الروافع التنظيمية والضريبية لضمان العرض النوعي والكمي للأوراق المالية القابلة للتحويل لا سيما في الأسهم؛
- رفع مستوى احترافية الوسطاء في معاملات البورصة وتوسيع أنشطتهم لتشمل الخدمات المالية ذات القيمة المضافة العالية؛
- تعزيز حوكمة شركات السوق (شركة إدارة البورصة و أمين الحفظ المركزي للأوراق المالية)؛
- تحديث أنظمة التداول والتسوية والتسليم والمراقبة والإشراف لسوق الأوراق المالية؛
- ترويج وتعميم ممارسات وثقافة سوق الأوراق المالية.

وقد تمثلت الأهداف النهائية لخطة الإصلاح في (4)

- **تكبير حجم السوق:** و هو الأهم في إطار الوضعية الحالية ،جاء هذا المحور لإخراج البورصة من قوقعتها لتلعب الدور المنوط بها،و الذي يهدف حالياً إلى زيادة عدد المؤسسات المسعرة لتبلغ 30 خلال السنوات الخمس (2016-2020).
- **تأطير المتدخلين في السوق:** يعتمد على تطوير مهنية المتدخلين للوصول إلى المردودية المرغوبة و المستوى العالي من المهنية مع الأخذ بعين الاعتبار التطورات الحاصلة و التطورات الواجب بلوغها و ذلك في إطار دور المراقب الذي تلعبه اللجنة اتجاه المتدخلين.
- **إضفاء الديناميكية على السوق المالي:** يركز على تحفيز المتدخلين لضمان تدخلهم في أحسن الظروف من خلال ضمان المعلومة المالية،التواصل الجيد و ثقافة بورصية متأقلمة مع كل المستويات ،حيث يعمل هذا المفهوم على تقديم الصورة الأفضل للساحة المالية و جلب انتباه عدد أكبر من المتدخلين المؤقتين،يتطلب تنفيذ هذا المخطط تكامل عدة أنشطة منظمة في شكل ورشات كل تلعب دورها في خضم تحقيق الأهداف الثلاثة.

2.1 آليات استقطاب و تفعيل سوق الأوراق المالية:

- و بعد استعراض أهم النقاط التي جاء بها مشروع الإصلاح نستنتج أهم الآليات التي يجب أن تركز عليها الحكومة و منظمات السوق لتجسيد المشروع و تفعيله(5)
- **التحكم في معدلات التضخم:** إن معدل التضخم المرتفع هو ما يحول دون تحقيق المستثمرين في الأسواق المالية تحقيق عوائد استثمارية مقبولة ما ينعكس على القدرة الشرائية أمام الارتفاع في المستوى العام للأسعار و بالتالي عدم الاقبال على هذا النوع من الاستثمار كون معدل العائد المتوقع أقل بكثير من معدل التضخم.

■ **ضمان تغذية السوق بالمعلومات المالية:** السوق المالي وحتى يكون كفؤا يجب أن يتم تغذيته باستمرار بالمعلومات التي تساعد المستثمرين فيه بتقدير القيم الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه، أي أن يتم تزويده من طرف الشركات المسعرة فيه بالمعلومات عن التغيرات والأحداث التي يمكن أن يكون لها أثر ذو معنوية على أسعار الأوراق المالية و تمكن المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية. هذا وتتفاوت طبيعة المعلومات المحاسبية الإلزامية المطلوبة من بلد إلى آخر، إذ تنص التشريعات المحاسبية ولوائح سوق رأس المال في العديد من البلدان على ضرورة أن تقوم الشركة المسعرة في السوق بنشر تقرير مالي يتضمن الكشف المالية الخمس ومعلومات مالية وغير مالية أخرى على غرار الجزائر هناك إلزام قانوني على الشركات المسعرة بإعداد ونشر كشوف مالية سنوية تتماشى مع متطلبات لجنة مراقبة عمليات البورصة، وذلك في جرائد توزع عبر كامل التراب الوطني، وهذه الكشف هي: (6)

- كشف الميزانية؛
- كشف حساب النتائج؛
- مشروع تخصيص النتائج؛
- الملاحظات الملحق بالكشف المالية؛
- جدول تدفقات الخزينة؛

■ **توفير المناخ المناسب للمستثمرين في الأسواق المالية:** إن أحد أهم الأسباب للنهوض بسوق البورصة هي حماية المستثمرين في الأسواق المالية، وللحكم على درجة الحماية اعتمد كل من لابورتا La Porta ، لوباز دو سلاناس Lopez-de-Silanes ، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny ، بتصنيف الدول على أساس مجموعة من المؤشرات الكمية التي تعكس درجة حماية المستثمرين في الأسواق، ومن المؤشرات المعتمدة نجد الحقوق الممنوحة لحملة الأسهم والسندات ودرجة احترام القانون في مختلف البلدان، وتوصل هؤلاء الباحثين إلى أن الدول التي تصنف في مراتب متأخرة من حيث متطلبات المؤشرين المذكورين أعلاه، تمتلك سمات مشتركة فيما يخص ضعف حجم الأسواق المالية فيها (نسبة إلى الناتج الداخلي الخام)، صغر عدد الشركات المسعرة في البورصة ونقص عدد عمليات الدخول إلى البورصة مقارنة بتعداد السكان (7)، وفي الجزائر فقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10، المنشأ للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة و المكلفة بحماية المستثمرين على ضرورة تشكيل صندوق قصد حماية المستثمرين من المخاطر غير التجارية و/أو التجارية وضمان إلتزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم. (8)

إصلاح أنظمة حوكمة الشركات: عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) حوكمة الشركات بأنها «مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين ربما يكونون معزولين تماما عن إدارة الشركة» (9) و منه يعتبر وجود نظام حوكمة جيد في الشركة واحدا من الضمانات التي تجعل المستثمرين يثقون في هذه الشركة ويقدمون لها التمويل اللازم وبشروط ميسرة، هذا فضلا عن خلق الثروة للمساهمين وذلك إيمانا منهم بأن آليات الحوكمة التي يوفرها النظام تسمح بتوفير حماية كافية للمستثمرين من أي تلاعبات يمكن أن تضر بالحقوق المالية والسياسية لهم. وواقع الحال أنه من المبادئ الراسخة في مجال حوكمة الشركات نجد مبدأي المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق أقلية المساهمين.

وعلى المستوى الاقتصادي الكلي يعد إصلاح أنظمة حوكمة الشركات أحد الروافع المهمة لبعث وتنمية الثقة في سوق رأس المال وذلك من خلال كونه يساهم في توفير عنصر حاسم في تطور الأسواق المالية، ألا وهو حماية المستثمرين. وفي هذا الصدد يمكن أن يوفر نظام حوكمة الشركات إطارا مؤسسيا لحماية المستثمرين لاسيما في البلدان التي تتصف بضعف هذه الحماية.

بعث برامج الخصوصية عن طريق البورصة: تعد عملية الخصوصية عن طريق فتح رأسمال المؤسسات العمومية للاكتتاب العام من طرف الجمهور أسلوب ذو جاذبية كبيرة نظرا لما يقدمه من مزايا توسيع قاعدة الملكية وتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار، زيادة فرص إنجاح برامج الخصوصية بإتاحة الحصص الاجتماعية للشركات المراد خصوصتها أمام عدد كبير من المستثمرين المحتملين من مستثمرين أفراد ومؤسسيين، من جهة. وتنمية البورصة وتوسيعها من جهة أخرى. ولقد استخدمت تقنية فتح رأسمال المؤسسات العمومية من العرض العام للإكتتاب من الجمهور في إطار العديد من تجارب الخصوصية التي توصف بالناجحة في البلدان المتقدمة وبلدان الخليج العربي و بدرجة أقل في كل من تونس والمغرب.(10)

وفي الجزائر لم تستطيع السلطات سوى خصوصية عدد محدود من المؤسسات العمومية الموضوعة على لائحة الخصوصية، وتم القيام بذلك خارج البورصة بدعوى عدم جاهزية هذه الأخيرة لتسجيل عدد كبير من الشركات المخصوصة وفي ظل السياق الاقتصادي الحالي المتسم بعجز الميزانية وضرورة تعبئة كل الموارد الممكنة من أجل تمويل الاقتصاد، تشكل مخططات الادخار في شكل أسهم أو ما يعرف بمخططات تمليك العاملين إحدى التقنيات المستخدمة في خصوصية المؤسسات العمومية، و تحفيز العاملين وضمان هيكل ملكية الشركات الخاصة وهي كذلك من أدوات توسيع قاعدة الملكية من خلال السماح لفئة من صغار المساهمين (الأجراء) بتملك نسبة معينة من رأسمال الشركة التي تستخدمهم لأن السياق العام قد أصبح أكثر ملائمة لتطبيق هذه التقنية، إذ أنه حدث تحسن كبير في المستويات الثقافية والتعليمية للمستخدمين، فضلا عن تحسن مستويات دخولهم وقدرتهم على الادخار ومن ثم الاستثمار المالي (11).

■ **تشجيع المؤسسات العائلية على الانفتاح على رأس المال من خارج العائلة:** نظرا لخصوصية نشاط الشركات العائلية و التي تمثل حصة الأسد من نسيج القطاع الخاص في الجزائر و التي تفضل العمل في إطار بعيد كل البعد عن الشفافية وذلك على الرغم من أن اتخاذ الشركة للشكل القانوني لشركات الأشخاص يصعب عليها الاستفادة من رأس المال من خارج الشركاء ويحرمها من الاستفادة من فرص التمويل المتوفرة في سوق رأس المال، وأمام هذا الوضع لابد من دفع المؤسسات العائلية نحو الدخول في البورصة، يجب أولا وقبل كل شيء تشجيعها على تبني أشكال قانونية تتماشى مع حرية نقل ملكية الحصص الاجتماعية (الأسهم) التي تتطلبها الأسواق المالية . ويمكن أن تتضمن حزمة التحفيز في هذا الصدد كل من الحوافز الضريبية (مثلا تخفيض الضريبة على إرباح الشركات مقارنة بضريبة الدخل الإجمالي) والتسهيلات القانونية (منح حرية أكبر للشركاء (المساهمين) في شركات المساهمة (12)).

2. تحليل أثر الإجراءات المتخذة في إطار مشروع تفعيل السوق المالي على أداء سوق الأوراق المالية

1.2 تحليل نشاط سوق الأوراق المالية:

تعتمد العملية على تحليل السوق بشقيه و هما سوق الأسهم و السندات:

1.1.2 تحليل أداء سوق الأسهم:

لتحليل أداء سوق الأسهم ينبغي الاستعانة ببعض المؤشرات التي تعتبر ضرورية لإعطاء الوضعية الحقيقية للسوق، تتمثل في رسملة البورصة، حجم أوامر الشراء والبيع، حجم وقيمة الأسهم المتداولة.

● **رسملة السوق:** و يقصد بها القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، و يتم احتسابها بضرب سعر السهم في عدد الأسهم المتداولة (13)، و فيما يلي رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر في الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2018 موضحة من خلال الجدول أدناه:

الجدول 1: تطور رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر (2009-2018)

الوحدة (مليار دينار جزائري)

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
رسملة البورصة	6.55	7.90	14.96	13.02	13.81	14.79	15.42	45.77	40.58	43.93
نسبة التطور %	-	20.61	89.37	12.97	6.07	7.10	4.26	196.82	11.34	8.26

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

من خلال الجدول يتضح أن السوق قد شهد ارتفاع في الرسملة المحققة حيث بلغت سنة 2009 6.55 مليار دينار و ارتفعت إلى 7.9 مليار دينار سنة 2010 بنسبة بلغت 20.61% و هذا بالتزامن مع بدأ التحضير لعملية تطوير وعصرنة السوق لترتفع معها الرسملة سنة 2011 إلى 14.96 مليار دينار ما يعادل نسبة 89.37% يفسر هذا الارتفاع بدخول شركة أليانس للتأمينات لسوق البورصة سنة 2011 و هو ما أثر بشكل واضح على تطور رسملة السوق بعد النجاح الذي عرفته العملية، تبعه بعد ذلك انخفاض في الرسملة لتعاود بذلك الارتفاع من جديد سنة 2013 ببلوغ قيمة 13.81 مليار دينار و ذلك بدخول شركة أن سي رويية للبورصة أواخر 2013 و هو ما يترجم استمرار الارتفاع سنة 2014 نظرا لتواصل الطلبات على أسهم الشركة، أما الارتفاع الذي شهدته سنة 2015 فهو راجع إلى ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بسبب المعاملات المحققة على سهم أليانس بعد قرار شركة تسيير بورصة القيم بتحديد المستوى الأدنى في المشاركة في رأس مال شركة أليانس، كما أن سنة 2016 كذلك عرفت ارتفاع معتبر في الرسملة بلغ تقريبا الضعفين نتيجة الاكتتاب على أسهم شركة الصيدلة بيوفارم، لينخفض من جديد سنة 2017 .

و منه نستنتج أن هذا الانخفاض في قيمة الرسملة نتيجة تراجع الأداء والذي يفسر بضعف فعالية السوق في ضوء قلة عدد الشركات المدرجة وعدم جاذبية الإستثمار المالي في هذا السوق.

- **حجم الأوامر المقدمة في السوق:** و هو ما يتم بناء على مجموع الأوامر المقدمة من طرف المستثمرين للوسطاء في عمليات البورصة، وفيما يأتي حجم الأوامر المقدمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة ما بين 2009-2018.

الجدول 2: حجم الأوامر المقدمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2009-2018

السنوات	حجم أوامر الشراء	حجم أوامر البيع	اتجاه السوق
2009	597489	151339	شاري
2010	599390	45014	شاري
2011	485478	634480	بائع
2012	117052	2386014	بائع
2013	399091	2029559	بائع
2014	433325	2531197	بائع
2015	624802	2454054	بائع
2016	1471448	1592506	بائع
2017	1337331	2363641	بائع
2018	1206116	97900341	بائع

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و التقارير الشهرية لبورصة الجزائر .

من خلال الجدول السابق، يتضح أن سوق الأوراق المالية بالجزائر هو سوق بائع أكثر منه مشتري، وهذا نظرا للحجم المرتفع لأوامر البيع المقدمة في السوق مقارنة بأوامر الشراء ما عدا سنتي 2010 و 2009، من حيث حجم أوامر البيع نجد أنها في ارتفاع من سنة 2010 إلى سنة 2014 حيث انتقلت من 45014 طلب إلى 2531197 لتعاود الانخفاض في السنوات الموالية رغم تعزيز سوق الأسهم بشركتي أن سي أ روية و بيوفارم و التي لم تغير من اتجاه السوق.

- **حجم وقيمة الأسهم المتداولة:** هو مؤشر يعكس حركية و نشاط سوق الأوراق المالية، وهو ما يمكن من خلاله الحكم على تأثير الإصلاحات على تطوير السوق من خلال تحليل تطور كل من حجم و قيمة الأسهم المتداولة في البورصة في الفترة الممتدة من 2009 حتى 2018 و هو ما سنقدمه من خلال الجدول الموالي:

الجدول 3: حجم وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2009-2018

السنوات	حجم الأسهم المتداولة	قيمة التداول	عدد المعاملات
2009	34700	13891895	160
2010	27420	11985965	125
2011	231997	18511435	413
2012	49471	36038865	143
2013	120681	49116990	132
2014	90111	41410340	251
2015	2213143	1251956825	256
2016	788860	805500430	339
2017	468145	302261260	438
2018	225405	205797271	440

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و التقارير الشهرية لبورصة الجزائر.

يتضح من خلال الجدول أن سوق الأوراق المالية قد عرفت تذبذب في حجم المبادلات يختلف من سنة لأخرى بناء على التغيرات التي تحدث على الساحة المالية، حيث نلاحظ أن حجم و قيمة التداول كان ضعيف سنة 2009 ب 34700 سهم متداول بقيمة تقدر ب 13.89 مليار دينار استمر الوضع بالانخفاض سنة 2010 لكن سنة 2011 كانت المنعرج ب 231997 سهم متداول بقيمة تقدر ب 18.51 مليار دينار نتيجة دخول شركة ألسانس للتأمينات و التي رافقها طلب كبير على أسهم الشركة بعد غياب الإصدارات عن بورصة الجزائر لفترة معتبرة و بالتزامن مع مرحلة التحضير لمشروع تطوير و عصنة السوق المالي.

استمرت قيمة التداول في الارتفاع رغم تذبذب حجم الأسهم المتداولة و بحلول سنة 2013 ارتفع كل من حجم و قيمة التداول التي سجلت قيمة 49.11 مليار دينار نتيجة دخول شركة عصائر روية.

سنة 2015 عرفت تسجيل أكبر قيمة تداول عرفتها بورصة الجزائر على الإطلاق قدرت ب 125.19 مليار دينار بحجم تداول بلغ 2213143 بسبب المعاملات المحققة على سهم شركة أليانس بعد قرار شركة تسيير بورصة القيم بتحديد المستوى الأدنى في المشاركة في رأس مال شركة أليانس

في سنة 2016 ارتفعت قيمة و حجم التداول مقارنة بالسنوات السابقة بعد دخول شركة بيوفارم سوق البورصة ليواصل السوق بعدها الانخفاض في كل من حجم و قيمة التداول ليصل سنة 2018 20.57 مليار دينار كانت الحصة الأكبر لأسهم بيوفارم نتيجة عقد السيولة المعتمد .

الجدول 4: تطور عدد المؤسسات المسجلة في البورصة خلال الفترة 2009 - 2018

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد المؤسسات	06	06	06	05	06	06	05	05	05	05

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها .

يبقى عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضعيفا جدا مقارنة مع الأهداف المسطرة من طرف مشروع عصنة و تطوير سوق البورصة ، حيث كان سنة 2009 ست (06) شركات اثنتين في سوق الأسهم و أربعة في السندات و استمر الوضع حتى سنة 2011 بدخول شركة أليانس للتأمينات سوق البورصة و نهاية استحقاق سند الخطوط الجوية الجزائرية و الذي يليه سند اتصالات الجزائر لينخفض عدد الشركات إلى 5 سنة 2012، في حين شهدت 2013 دخول شركة أن سي أ روية سوق الأسهم ليستمر نفس الوضع في 2014 ، في سنة 2015 كان استحقاق سند سونلغاز و في 2016 سند دحلي و دخول بيوفارم سوق البورصة ليستمر الوضع على ما هو عليه حتى سنة 2018.

2.1.2 تحليل أداء سوق السندات:

نعمد في عملية تحليل سوق السندات على المؤشرات التالية

• حجم و قيمة التداول:

و هو ما سنعرضه من خلال الجدول التالي لتوضيح حجم و قيمة التداول لكل الشركات المدرجة في سوق السندات ببورصة الجزائر للفترة ما بين 2009-2018

الجدول 5: حجم و قيمة التداول لكل الشركات المدرجة في سوق السندات ببورصة الجزائر للفترة 2009-2018

الوحدة: قيمة التداول مليون دينار.

السنوات	الخطوط الجوية الجزائرية		شركة سونلغاز		شركة اتصالات الجزائر		شركة دحلي	
	حجم التداول	قيمة التداول	حجم التداول	قيمة التداول	حجم التداول	قيمة التداول	حجم التداول	قيمة التداول
2009	13152	134.08	50364	29.08	45.47	454.79	300	3.00
2010	5761	58.91	65044	404.00	18374	183.94	1130	11.21
2011	-	-	15146	78.44	4111	41.22	1700	16.43
2012	-	-	109128	548.68	-	-	9228	88.46
2013	-	-	3048	15.24	-	-	3860	36.67
2014	-	-	1629	8.145	-	-	10210	9.391
2015	-	-	-	-	-	-	758	7.58

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها .

من خلال الجدول نلاحظ أن سنة 2009 عرفت تداول أربعة قروض سنديّة منها سند جديد هو سند دحلي لكنه عرف تداول ضعيف جدا قدر ب 300 سند في حين أن أكبر نسبة تداول من نصيب سند شركة سونلغاز الذي أصدر سنة 2008 بحجم قدر ب 50364 سند تليها شركة اتصالات الجزائر، في حين عرف حجم التداول انخفاضا خلال الفترة 2010-2011 لكل من سندات الخطوط الجوية الجزائرية و شركة اتصالات الجزائر و ذلك لقرب تاريخ استحقاق كل منهما نهاية 2010 و 2011 على التوالي. أما في سنة 2012 فقد ارتفع حجم التداول الإجمالي ليصل إلى 118356 سند بقيمة 637.14 مليون دينار ، النسبة الأكبر كانت لسونلغاز ب 109128 سند تليها دحلي بمقدار 9228 سند و هما السندا الوحيدان اللذان تم تداولهما سنة 2012.

بالنسبة لسنتي 2013 و 2014 شهد كل من حجم و قيمة التداول انخفاضاً بتسجيل سند دخلي أكبر نسبة في حين أن سند سونلغاز كان استحقاقه سنة 2014 و هو ما جعل التداول سنة 2015 يتوقف على سند دخلي فقط بحجم و قيمة تداول ضئيلتين، لأن تاريخ استحقاقه جانفي 2016.

و تجدر الإشارة أنه آخر سند تم تداوله في البورصة حيث كانت السندات بعدها تداول خارج سوق البورصة.

• حجم و عدد الأوامر المقدمة:

يوضح الجدول التالي حجم و عدد الأوامر المقدمة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2009-2018 فيما يتعلق بسوق السندات.

الجدول 6: حجم و عدد الأوامر المقدمة في سوق السندات

السنوات	الخطوط الجوية الجزائرية		شركة سونلغاز		شركة اتصالات الجزائر		شركة دخلي	
	عدد الأوامر	حجم الأوامر	عدد الأوامر	حجم الأوامر	عدد الأوامر	حجم الأوامر	عدد الأوامر	حجم الأوامر
2009	406	140950	962	230080	547	209670	813	67130
2010	224	69350	542	217820	296	106320	719	44070
2011	-	-	380	138050	95	17650	475	23810
2012	-	-	176	242760	-	-	490	33660
2013	-	-	112	24990	-	-	172	12460
2014	-	-	-	-	-	-	-	-
2015	-	-	-	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الطلب على السندات كان مختلف من مؤسسة أخرى حيث أن معظمها كانت على سند سونلغاز و اتصالات الجزائر حيث كان بحجم 230080 دج لسونلغاز و ب 209670 دج لاتصالات الجزائر في حين أن سندات الخطوط الجوية الجزائرية فكان النصف تقريبا نظرا أن استحقاقه كن سنة 2010 أين شهد أقل طلب على العكس من ذلك فإن سند دخلي قد شهد طوال مدة الاكتتاب حجم تداول أقل من باقي السندات و بطلبات متناقصة حتى سنة 2013.

2.2 تحليل نشاط ممتهي السوق بعد الإصلاحات

من بين أهداف برنامج عصرنة و تطوير سوق الأوراق المالية هو تنظيم مهن السوق و تكوين المتدخلين لإضفاء الحرفية على نشاط السوق و هو ما يمكن أن نبرهنه من خلال تقديم و تحليل المعطيات المتعلقة بنشاط الوسطاء في عمليات البورصة

الجدول 7: قيمة المعاملات المحققة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة للفترة 2011-2018

السنة	قيمة المعاملات (دج)
2011	321222985.00
2012	673186960.00
2013	101027990.00
2014	148946340.00
2015	1259536825.00
2016	* 788860.00
2017	302261260.00
2018	206127271.00

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

(*) حجم المعاملات

من خلال الجدول يتضح لنا أن قيمة المعاملات المحققة من طرف الوسطاء تعرف تذبذب مستمر حيث كانت في 2011 ما قيمته 321 222 985 دج لترتفع إلى الضعف سنة 2012 لتعاود الانخفاض إلى الثلث سنة 2013 رغم أن السوق قد عرف دخول مؤسسة عصائر روية و نفس الحالة بالنسبة لسنة 2014 و خلافا لذلك قد عرفت سنة 2015 أفضل دور للوسطاء بامتياز نظرا لما عرفه سهم أليانس من نشاط تلك السنة بعدها عادت القيمة للانخفاض لتستقر عند قيمة 206127271 دج سنة 2018، كل ذلك يؤكد أن نشاط الوسطاء محدود و يتم بوتيرة محتشمة في ظل غياب سعي الوسطاء في تفعيل سوق البورصة رغم التكوين في ظل تطوير السوق .

الجدول 8: تطور عدد الحسابات المفتوحة على مستوى وكالات ماسكي الحسابات حافطي السندات

السنوات	عدد الحسابات أشخاص طبيعيين	عدد الحسابات أشخاص معنويين	المجموع
2010	12339	325	12664
2011	12631	318	12949
2012	16703	364	17167
2013	18086	419	18505
2014	18138	391	18529
2015	18632	420	19052
2016	18796	733	19529
2017	20794	571	21365
2018	20868	615	21483

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

من خلال تتبع تطور عدد الحسابات نلاحظ التزايد المستمر في عددها بالنسبة للأشخاص الطبيعيين حيث كانت 12339 سنة 2010 لتبلغ سنة 2018، 20868 حساب بزيادة بلغت 69.12%، و هو ما يعكس تحسن في نشاط وسطاء عمليات البورصة سواء من خلال توفر التكوين و كذا القيام بفتح مكاتب للتأسيس بدور و أهمية الاستثمار في البورصة، في حين أن الحسابات المتعلقة بالأشخاص المعنويين عرفت تذبذب حيث شهدت سنة 2013 ارتفاع بلغ نسبة 15% تبعه انخفاض سنة 2014 بعد دخول مؤسسة روية البورصة سنة 2013، و هو ما حدث كذلك سنة 2016 عندما ارتفع عدد الحسابات نتيجة دخول شركة بيوفارم لتعرف التراجع بعد ذلك .

على العموم فإن العدد الاجمالي للحسابات كان دائما في ارتفاع و هذا ما نأمل تحقيقه في السنوات القادمة.

3 دراسة تقييمية لأثر دخول شركة أليانس للتأمينات بورصة الجزائر على فعالية أدائها المالي و التنظيمي

1.3 التعريف بشركة أليانس للتأمينات

هي شركة ذات أسهم، تأسست بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 1995/01/25 و المتعلق بفتح سوق التأمينات للخواص انطلق نشاطها في 01 جانفي 2006 بعد حصولها على الاعتماد من طرف وزارة المالية رقم 05-122 في 2005/07/30 لممارسة الأنشطة المتعلقة بعمليات التأمين و إعادة التأمين⁽¹⁴⁾.

بلغ رأس مال شركة أليانس 500 مليون دينار جزائري، مقسم إلى 100000 سهم بقيمة اسمية تبلغ 5000 دج للسهم . في سنة 2008 أعلنت الشركة عن رفع أس مالها بعد انعقاد الجمعية العامة غير العادية في تاريخ 2009/07/16 ليصل إلى 800 مليون دينار موزع على 160000 سهم بقيمة اسمية 5000 دج للسهم.

و في تاريخ 2010/06/02 و بقرار من الجمعية العامة غير العادية تم تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد من 5000 دج إلى 1000 دج ليرتفع عدد الأسهم المكونة لرأس المال إلى 800000 سهم ،بعد ذلك و بتاريخ 2010/07/29 تم تخفيض القيمة الاسمية للسهم إلى 200 دج للسهم ليصبح رأس مال الشركة موزع على 4 مليون سهم .

قامت شركة أليانس باللجوء إلى البورصة للقيام بعملية رفع رأس مالها بمبلغ 1.44 مليار دينار بناء على أحكام المرسوم التنفيذي رقم 375-09 المؤرخ في 2009/11/16 الذي يعدل و يتم المرسوم التنفيذي رقم 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 و المتعلق برأس المال الأدنى لشركات التأمين و كذا تطوير نشاطها بإنشاء فروع جديدة و التي يمكن أن نوضحها مفصلة في الجدول الموالي:

الجدول 9: تمويل الفروع الجديدة لشركة أليانس للتأمينات

التعيين	المبلغ (دج)	النسبة	الملاحظات/الاحتمالات
فرع التأمين على الحياة	510.000.00	36.2%	مشاركة شركة التأمين أليانس 51% x 1 مليار دج أي 510 مليون دج
فرع الترقية العقارية	450.000.00	31.9%	مشاركة شركة التأمين أليانس 90% x 500 مليون دج أي 450 مليون دج
فرع رأس المال الاستثماري	450.000.00	31.9%	مشاركة شركة التأمين أليانس 90% x 500 مليون دج أي 450 مليون دج
المجموع	1.410.000.00	100%	

المصدر : التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة سنة 2010 ص 29

كانت نسبة فتح رأس المال 31% مقسمة على 1804511 سهم حيث كان يبلغ رأس مال الشركة 800 مليون دج مقسمة على 4 مليون سهم ،حررت و اكتتبت من طرف المساهمين موضحين في الجدول التالي:

الجدول 10: تقسيم رأس مال شركة أليانس للتأمينات

المساهمين	النسبة	عدد الأسهم
خليفة حسان	50 %	200000
خليفة شيد	15 %	600000
رحمون محمد	14 %	560000
عيساتي محمد	10 %	400000
عربات المغرب ش ذ أ	5 %	200000
أورحمون عبد الكريم	4 %	160000
ايتراشا ش ذ م م	1.5 %	60000
إيجيتراشا ش ذ م م	0.5 %	20000
المجموع	100 %	4000000

المصدر : من إعداد الباحثين بناء على تقارير شركة أليانس

1.1.3 سير عملية الاكتتاب العام لشركة أليانس في البورصة

وفقا لعملية الاكتتاب المتبعة من طرف الشركات الراغبة في دخول البورصة قامت أليانس بتقديم مذكرة إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بغية رفع رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام ،وذلك بعد التأكد من توفر كل الشروط اللازمة لذلك و هي:

- أن تكون شركة ذات أسهم
- رأس مال لا يقل عن 500 مليون دج
- توزيع 30% من رأس المال الاجتماعي
- نشر الوضعية المالية المصادق عليها ثلاث سنوات سابقة و السنة الجارية

- تقديم مذكرة إعلامية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة
- تحقيق ربح خلال 3 سوات السابقة للطلب
- توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 150 مساهم
- و هو ما جعل اللجنة تمنح تأشيرتها رقم 2010/02 لشركة أليانس للتأمينات بعد توفر كامل الشروط و ذلك في اجتماعها المقام بتاريخ 2010/08/08، حيث امتدت فترة العرض لمدة شهر من 2010/11/02 إلى 2010/12/01
- خصائص عملية الاكتتاب (15)
- مبلغ الاصدار: 1433787.970 دج
- عدد الأسهم : 1804511
- صنف الأسهم: أسهم عادية
- الشكل : أسهم منزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب
- القيمة الاسمية للسهم: 200 دج
- سعر الاصدار 830 دج
- و قد تم تخصيص و تقسيم الأسهم على حسب الفئات وفق التقسيم الموالي:⁶
- القسم "أ": تم تخصيص ما نسبته 33.3% من العرض لفئة الأشخاص الطبيعيين ذو الجنسية الجزائرية ما يعادل 600000 سهم، لحد أدنى للأسهم المقرر للاكتتابها 5 أسهم و أقصى ب 50000 سهم.
- القسم "ب": خصصت للمستثمرين من المؤسسات نسبة 28.5% من العرض ما يعادل 514286 سهم بحد أدنى بلغ 1000 و حد أقصى 250000 سهم .
- القسم "ج": الأشخاص المعنويون ذو الجنسية الجزائرية ما عدا المذكورين في القسم "ب" بنسبة 33.50% ما يقابل 604511 سهم بحد أدنى للاكتتاب 1000 سهم و حد أقصى ب 250000 سهم.
- القسم "د": الوكلاء العامون لشركة أليانس للتأمينات 2.4% من العرض أي 42857 سهم بحد أدنى بلغ 20 سهم و أقصى ب 1400 سهم .
- القسم "هـ": العمال الأجراء في شركة التأمين و فروعها بنسبة 2.4% من العرض أي 42857 سهم بحد أدنى من الأسهم للاكتتاب 20 سهم و أقصى 1400 سهم.
- لكن بعد نهاية عملية الاكتتاب تبين أن عدد المكتتبين قد بلغ 5646 مكتتب متجاوزة بذلك الحد الأدنى المحدد ب 300 مساهم بنسبة اكتتاب نهائية بلغت 139.73% ما يعادل نسبة 31% من رأس المال و هذا ما يعكس نجاح عملية رفع رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار، ينعكس هذا النجاح من خلال ارتفاع طلبات الاكتتاب خصوصا من طرف الفئة الأولى و هو ما لزم تعديل التقسيم بمقرر من لجنة المتابعة و التشاور مع المصدر بعد إقفال عملية الإكتتاب كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 11: الةقسيم النهائي للأسهم المطروحة على مختلف الفئات

رمز القسم	عدد الأسهم الممنوحة	النسبة %
أ- الأشخاص الطبيعيون ذو الجنسية الجزائرية	1338346	74.17%
ب- المستثمرون من المؤسسات	181625	10.07%
ج- الأشخاص المعنويون ذو الجنسية الجزائري	186022	10.31%
ج- مكرر شركة المغرب للعربات ش.ذ.أ بعنوان السنة المالية	90226	5.00%
د- الوكلاء العامون لشركة أليانس ش.ذ.أ	3635	0.20%
هـ- العمال الأجراء في شركة أليانس ش.ذ.أ	4657	0.26%
المجموع	1804511	100%

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 2010 ص 30.

2.3 أثر اللجوء للطلب العلني للادخار على شركة أليانس للتأمينات:

بعد عملية رفع رأس مال شركة أليانس للتأمينات إلى 2205000000 دج بعدد أسهم بلغ (4000000 سهم قديم+1804511 سهم جديد) ما يعادل 5804511 سهم.

هذه الزيادة في رأس المال سمحت بزيادة الحصة السوقية للشركة التي عرفت ارتفاعا مقارنا بالسنة الماضية أين بلغت نسبة 5% كما أن هدف الشركة هو بلوغ أكبر عدد من الوكالات تمثلها في مختلف الولايات حيث كانت سنة 198 2010 وكالة و ظلت في ارتفاع إلى أن بلغت 258 وكالة سنة 2018، وهو ما سمح للشركة التي عملت بالتوازي مع ذلك على ابتكار منتجات جديدة مما رفع رقم أعمالها من 2851860992 دج سنة 2009 إلى 3423089369 سنة 2010، بعد فتح رأس مالها .

1.2.3 تأثيره على الأداء المالي:

و بغية تقييم وضعية الشركة من الناحية المالية اعتمدنا في الدراسة على المجال الزمني من (2007 إلى 2018) وهي مقسمة إلى 4 سنوات قبل الاكتتاب و 8 سنوات بعده بهدف الحكم على الأداء المالي لمدة معتبرة.

■ مؤشرات الأداء المتعلقة بحسابات التسيير لشركة أليانس قبل و بعد الاكتتاب

الجدول 12: مؤشرات الأداء المتعلقة بحسابات التسيير قبل و بعد الاكتتاب

السنوات	2007	2008	2009	2010
المؤشرات المالية				
رقم الأعمال	932397344	1675932051	2851860992	3423089369
معدل نمو رقم الأعمال	-	79.74%	70.16%	20.03%
السنوات	2011	2012	2013	2014
رقم الأعمال	3952400660	3714980127	4149957579	4427170545
معدل نمو رقم الأعمال	15.46%	-6%	11.7%	6.67%
السنوات	2015	2016	2017	2018
رقم الأعمال	4431718338	4564683710	4802292227	3866601363
معدل نمو رقم الأعمال	0%	3%	5.2%	-1.94%
النتيجة الصافية	2007	2008	2009	2010

198009910	312888456	125836444	206488070	
2014	2013	2012	2011	
355369919	367325800	232934937	364615009 -	
2018	2017	2016	2015	
462000000	432000000	422000000	363000000	
2010	2009	2008	2007	القيمة المضافة
1198664531	1225223615	698732426	118574128	
2014	2013	2012	2011	
1860262437	1963765966	1881839662	1018713879	
2018	2017	2016	2015	
2351590814	2038725423	2278646589	2265230140	

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الميزانيات السنوية لشركة أليانس للتأمينات

الملاحظ من خلال الجدول أن شركة أليانس قد حققت زيادات معتبرة في رقم أعمالها حيث كان سنة 2009 2.8 مليار دينار بحصة سوقية معتبرة محتلة المرتبة الثانية في قطاع التأمين الخاص في حين عرفت سنة 2011 بالتزامن مع دخولها البورصة رقم أعمال بلغ 3.9 مليار دينار لينخفض سنة 2012 بنسبة 6 % بعدها يعاود الارتفاع حتى سنة 2014 ليعرف بعدها استقرار سنة 2015 مع ارتفاع طفيف في السنوات الموالية حتى سنة 2018 أين عرف انخفاض بلغ تقريبا 2 %.

فيما يتعلق بجانب الأداء المالي للشركة فقد اعتمدنا على أهم المؤشرات كما يلي :

■ مؤشرات المردودية لشركة أليانس قبل و بعد الاكتتاب

و التي يتم عرضها من خلال الجدول الموالي

الجدول 13: مؤشرات المردودية لشركة أليانس قبل و بعد الاكتتاب

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
المؤشرات المالية												
معدل الربح الصافي	22 %	7 %	11 %	6 %	-9 %	6 %	9 %	8 %	8 %	15 %	11 %	11 %
معدل نتيجة الاستغلال	28 %	15 %	19 %	28 %	-47 %	12 %	35 %	9 %	8 %	14 %	8 %	8 %
معدل العائد على الأصول	17 %	6 %	9 %	3 %	-5 %	3 %	5 %	4 %	14 %	16 %	16 %	17 %
معدل العائد على حق الملكية	29 %	20 %	28 %	9 %	-23 %	12 %	17 %	11 %	5 %	5 %	5 %	5 %

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الميزانيات السنوية لشركة أليانس للتأمينات

لقد لاحظنا تراجع في مستوى الأداء لمؤسسة أليانس بانخفاض كل مؤشرات الأداء و الربحية بعد عملية الاكتتاب ، ويرجع ذلك نتيجة رفع رأس المال لكن من دون تحقيق أرباح و المترجمة بتحقيق نتيجة صافية سالبة و التي من خلالها تقيم المردودية بقسمة الأرباح على الأصول و الأموال الخاصة.

- فيما يخص معدل الربح الصافي فقد كان قبل عملية الاكتتاب بمتوسط بلغ 11.5 % لينخفض إلى 7.37 % أي بمعدل 31.56 % نتيجة تحقيق رقم أعمال معتبر مع تحقيق أرباح بمعدلات منخفضة نتيجة زيادة رأس المال عن طريق دمج فارق إعادة التقييم.
- أما معدل العائد على الأصول كمؤشر معبر يتضح أنه بلغ 3 % قبل الاكتتاب لينخفض إلى (5%) بعد دخول البورصة إي انخفاض وصل إلى 266.6 % و ذلك لحدثة العملية مع ارتفاع التكاليف دون تحقيق عوائد على الاستثمارات ، لكن بعد مرور فترة 4 سنوات عرف المعدل تحسن ليصل إلى 7.5 % إي ارتفاع بنسبة 150 % و هذا راجع إلى تمكن المؤسسة من تحقيق جزء من الأرباح على الاستثمارات المحققة بعد عملية رفع رأس المال.

الجدول 14: مؤشرات أداء هيكل رأس المال لشركة أليانس قبل و بعد الاكتتاب

السنوات المؤشرات المالية	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة قابلية التسديد	43 %	65 %	66 %	58 %	70 %	66 %	64 %	63 %	60 %	59 %	60 %	61 %
نسبة الاستقلالية المالية	75 %	206 %	211 %	151 %	291 %	221 %	206 %	189 %	180 %	179 %	179 %	191 %
نسبة ديون ط و م الأجل إلى المديونية	96 %	96 %	97 %	22 %	21 %	19 %	16 %	16 %	14 %	15 %	18 %	22 %
نسبة ديون ق الأجل إلى المديونية	4 %	4 %	3 %	83 %	79 %	81 %	84 %	82 %	86 %	85 %	82 %	78 %

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الميزانيات السنوية لشركة أليانس للتأمينات

من الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤشر قابلية التسديد قد ارتفع بعد ما كان بمعدل 58 % قبل الاكتتاب إلى 62.87 % نتيجة زيادة رأس المال كما أن المؤسسة قد ارتفعت استقلاليتها لاعتمادها على المديونية بعد فتح رأس المال ، كما توضح النتائج أن الشركة تعتمد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل ما سمح بارتفاع المعدل بمتوسط 23.5 % قبل الاكتتاب إلى 82 % بعده.

الجدول 15: مؤشرات السيولة لشركة أليانس قبل و بعد الاكتتاب

السنوات المؤشرات المالية	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة السيولة العامة	5205 %	3061 %	5210 %	507 %	104 %	123 %	122 %	124 %	322 %	286 %	328 %	315 %
نسبة السيولة الفورية	5192 %	3057 %	5199 %	507 %	104 %	123 %	122 %	124 %	117 %	107 %	117 %	98 %
نسبة السيولة النقدية	313 %	470 %	550 %	221 %	27 %	47 %	43 %	55 %	44 %	43 %	43 %	40 %

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الميزانيات السنوية لشركة أليانس للتأمينات

نلاحظ انخفاض معتبر في كل من نسبة السيولة العامة و الفورية حيث كانت الأولى بمتوسط بلغ 3495.75 % قبل الاكتتاب ليصبح المتوسط 215.15 % معناه أن الشركة كانت لها سيولة معتبرة تسمح لها بتسديد الديون القصيرة قبل الاكتتاب في حين أن النسبة أصبحت أقل بعد دخول البورصة في حين أن النقدية عرفت هي أيضا انخفاض بلغ تقريبا 90%.

من خلال النتائج المتوصل إليها بعد الدراسة التقييمية لأثر دخول شركة أليانس للتأمينات بورصة الجزائر على فعاليتها المالية و التنظيمي تبين أن عملية الاكتتاب لم تحسن الأداء المالي للشركة نتيجة تراجع معظم المؤشرات بعد الاكتتاب رغم اعتماد فترة 8 سنوات بعده لتسمح للشركة بتحقيق الأرباح الناتجة عن الاستثمارات الممولة.

و قد أرجعت بعض الدراسات التراجع إلى زيادة عدد المساهمين بعد عملية فتح رأس المال مما يعمل على انخفاض الحافز لدى الإدارة لانخفاض حصص الملكية وهو ما جاء في دراسة Mikkelson سنة 1997 و التي توصلت إلى أن سوق الأوراق المالية هي قناة تدفق المدخرات و هو ما أوجب ضرورة فتح رأس مال المؤسسات بنسبة تفوق 50 % عوض 20 و 30 %.

2.2.3 تأثيره على الأداء التنظيمي:

انطلاقا من عملية الاكتتاب العام في بورصة الجزائر ابتداء من سنة 2010، عرف نشاط المؤسسة عدة تطورات على عدة أصعدة خصوصا في مجال تسهيل عمل الوكالات و كذا العمل على تذليل العقبات أمام زبائنها، ففي سنة 2011 و بالتزامن مع عملية رفع رأس المال قامت بإمضاء عقد سيولة مع بنك القرض الشعبي الجزائري في إطار إطلاق مخطط لأليانس جديدة سنة 2015 و هو ما بدأت به سنة 2012 من خلال إعداد لجنة للحكومة لمتابعة المخطط الاستراتيجي المسطر مع تحقيق نمو معتبر حيث أن أليانس و للسنة الرابعة على التوالي هي ثاني علامة في القطاع الخاص للتأمينات بلغت نمو سنة 2013 بنسبة 13.5 % مقابل نسبة 12% للقطاع ككل تبعه تطورات عميقة سنة 2014 في نظام المعلومات للشركة بارتفاع عدد المستخدمين الداخليين للحواسيب و التي بلغ عددها 800 حاسوب مع تطور حجم نشاط الشركة بطرح عدة خدمات للزبائن عبر عدة تطبيقات للهواتف المحمولة و هي ثورة في مجال الهواتف الذكية بتكنولوجيا جديدة و هندسة جديدة لنظم المعلومات، كما عمدت على ربط جديد wimax data ب 4 Mo بين الموقع الرئيسي و موقع تلمسان⁽¹⁷⁾، و قد جاء في مخطط الشركة لسنة 2015 إطلاق مشروع إعادة هيكلة الشبكة مع ضمان أمن المعلومة باعتماد استراتيجية حفظ جديدة، كما كسبت النسخة الأخيرة ل wallix وهو ما يتطابق مع المعايير الدولية ل ISO 27001 و قد سهلت إمكانية الدخول ل VPN من طرف وكلائها.

أما أبرز ما حققته الشركة سنة 2016 هو اتمام الموقع الالكتروني للشركة من خلال عرض و لأول مرة محرك بحث لتسيير العروض عبر الخط و كذا إعلان الحوادث عن طريق نظام E-mailig مع مواصلة تحقيق مشاريع تطوير و ترسيخ خدمات IT.⁽¹⁸⁾ انطلقت الشركة و على مدار سنة 2017 ب تطوير المشاريع التالية: ⁽¹⁹⁾

- مشروع الأنترانات بين الوكالات للربط بينها بهدف تسهيل الدخول لموارد المديرية العامة بوسائل أكثر أمان و أكثر سرعة.
- مشروع الأنترانات بين المديريات الجهوية و الجزائرية للاتصالات للربط بين المديريات و القاعدة الجديدة للجزائرية للاتصالات لرفع من سرعة تدفق الأنترنت .
- مشروع افتراضية الموزعين عن طريق الإعداد و التموين بالمعدات و وضع في الإنتاج مركز المعطيات للجزائر العاصمة و التي تسمح بربح الوقت و خلق نوع جديد من الموزعات المطلوبة .

3.3 دور أليانس على مستوى سوق البورصة:

بعد دخول شركة أليانس سوق البورصة كانت أول جلسة في 2011/03/07.

يمكن توضيح نشاط سهم أليانس من خلال الجدول التالي:

جدول 16: تطور قيمة وحجم التداول لأسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة 2011 - 2018

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة	عدد الصفقات	سعر السهم
2011	668	765637	194475	161414250	222	830
2012	2889	1906604	27392	22733355	39	825
2013	2845	1618079	40	27400	3	825
2014	2845	1069352	9682	5660690	25	610
2015	771	4950017	2083439	1198117185	40	625
2016		150081	22880	112770060		470
2017		223984	268044	114859279		410
2018			29302	12347836	83	427

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

من خلال الجدول يتضح أن القيم المتعلقة بنشاط السهم في البورصة كانت متذبذبة مع العرض و الطلب على الأسهم الذي شهد أفضل تداول سنة 2011 و التي تتزامن مع عملية فتح رأس المال تبعه تراجع حتى سنة 2014 في حي كانت سنة 2015 انطلاقة جديدة للسهم بتسجيل قيمة تداول معتبرة مع انخفاض سعر السهم إلى 625 دج ليتراجع في السنوات الثلاثة الأخيرة مع تسجيل دائما انخفاض في سعر السهم.

الخاتمة:

من خلال الدراسة اتضح أن سوق الأوراق المالية يعرف نشاطا ضعيفا مما يتطلب عملية إصلاح جذية و فعلية للنهوض بالقطاع بغية تنويع مصادر التمويل و إضفاء الديناميكية على نشاط البورصة المحتشم عن طريق تشجيع العرض و الطلب بمنح إعفاءات لكل من الأفراد و المؤسسات كما عملت على إعادة تنظيم و تقنين المهن المتعلقة بالسوق باعتماد على نظام معلومات حديث و هو ما يسمح بتكبير حجم السوق بمتدخلين مألوفين لما لهذا السوق من أهمية و دور فعال في النشاط الاقتصادي كونه مصدر من مصادر التمويل تلجأ له المؤسسات لفتح رأس مالها و توسيع نشاطها ، وهو ما عمدته شركة أليانس للتأمينات من خلال رفع رأس مالها إلى 2.20 مليار دينار من خلال اللجوء العلني للإدخار بعرض 1.8 مليون سهم و هو ما أعطى ديناميكية لبورصة الجزائر بعد أن فاقت نسبة الإكتتاب 139 % مما سمح للشركة بتنويع أنشطتها و توسيعها مع تطور رقم الأعمال الذي عرف ارتفاع معتبر و بتحقيق نتيجة صافية سنوية معتبرة ولكن بعد تحليل أداء المؤسسة بعد دخول البورصة إتضح أنه مزال ضعيف مقارنة مع ما تم تسطيره .

النتائج:

و لكن بالنظر إلى نشاط البورصة عامة نجد أنه يتسم بالركود وهو ما نلمسه من خلال :

- قلة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة؛
- ضعف حجم المدخرات نتيجة ضعف القدرة الشرائية مما يؤدي إلى غياب الطلب على الأوراق المالية؛
- انخفاض نسبة فتح رأس مال المؤسسات عن طريق البورصة و التي تتراوح بين 20 و 30%؛
- التأخر في انطلاق بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بعد إطلاقها سنة 2012 ، حيث أنها لم تشهد أي دخول حتى سنة 2018؛
- ضعف نشاط الوساطة و الذي تمارسه البنوك أين اقتصر دورها على تسجيل الأوامر و تنفيذها؛
- محدودية الأدوات المالية و ضعف تنوعها؛
- رغبة الهيئات الفاعلة من مؤسسات مالية و جامعات في تكوين و تأطير نشطاء السوق من خلال عقد اتفاقيات مع البورصة ؛

- تذبذب نشاط أليانس للتأمينات بتراجع أدائها المالي رغم مرور 8 سنوات من دخولها البورصة و التي تعتبر فترة كافية لتحقيق عوائد على الاستثمارات .

التوصيات:

- لذلك لابد من التحرك أكثر و مجدية للنهوض بسوق البورصة من خلال الاقتراحات التي نجدها مهمة في تحقيق ذلك و هي:
- تشجيع توظيف الفوائض المالية في البورصة من طرف الأفراد من خلال الترويج عن طريق وسائل الإعلام المختلفة؛
- توفير المعلومات المالية المتعلقة بالمؤسسات المسعرة من خلال النشر الدوري و المنتظم لمختلف القوائم المالية ما يمنحها ثقة الجمهور؛
- إعادة بعث عملية الخوصصة خاصة المؤسسات العمومية و بنسب معتبرة و تشجيع موظفيها للاستثمار ما يمنح حافز لتطور و ازدهار المؤسسة؛
- تشجيع بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؛
- تكوين الوسطاء في عمليات البورصة ما يمنحهم الفعالية في جذب و إقناع المستثمرين؛
- العمل على زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، من خلال تسهيل وتخفيف شروط الإدراج خاصة فيما يتعلق بالضرائب، وما ينعكس عليها من تنوع في الأدوات المالية، زيادة حجم وقيمة التداول، وبالتالي إضفاء السيولة على السوق ككل.

قائمة المراجع:

- 1- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2010 ص 92.
- 2- تقرير برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، سبتمبر 2013، حول مشروع إصلاح السوق المالي في الجزائر، المرحلة الأولى: التقييم و التصميم.
- 3- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008 ص 72.
- 4- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2015 ص 20.
- 5- قيرة عمر، ديسمبر 2017، إصلاح السوق المالي نحو إطار متكامل لإصلاح بورصة الجزائر، مجلة أوراق إقتصادية، المجلد 1، العدد 1، ص 211.
- 6- المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية) العدد 34، سنة 1993.
- 7- قيرة عمر، ديسمبر 2017، نفس المرجع السابق، ص 214.
- 8- المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية) العدد 34، سنة 1993، ص 7.
- 9- ربيحة قوادرية، 18-2014/11/19، أثر رأس المال البشري على حوكمة الشركات، المؤتمر العلمي المحكم الثالث، كلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون، الأردن، ص 697-714.
- 10- قيرة عمر، ديسمبر 2017، نفس المرجع السابق، ص 219.
- 11- قيرة عمر، ديسمبر 2017، نفس المرجع السابق، ص 220.
- 12- قيرة عمر، ديسمبر 2017، نفس المرجع السابق، ص 221.
- 13- الأغا تغريد، 2016، دراسة تحليلية لمعوقات و سبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 151.
- 14- حشماوي محمد، سعيدي حنان، جوان 2017، أهمية بورصة الأوراق المالية الجزائرية في تمويل شركة أليانس للتأمينات، مجلة المدبر، المجلد 4، العدد 1، ص 11.
- 15- التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 2010 ص 27.
- 16- التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 2010 ص 30.
- 17- Rapport de gestion du conseil d'Administration Alliance d'Assurance 2015 P 17.
- 18- Rapport de gestion du conseil d'Administration Alliance d'Assurance 2016 P 16.
- 19- Rapport de gestion du conseil d'Administration Alliance d'Assurance 2017 P 29.