

سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي

أ. محمد بوشوشة

جامعة الحاج لخضر باتنة

mohh_bouchoucha@yahoo.fr

ملخص:

تركزت العديد من الدراسات الاقتصادية حول موضوع تمويل المؤسسة، حيث تمحور الاهتمام حول اختيار نمط تمويل المؤسسة بين التوليفة المتمثلة في الأموال الخاصة والديون، في حين أهملت عنصرا هاما المتمثل في اختيار نوع الدين وذلك في حالة اختيار المؤسسة التمويل بالاستدانة، هل تختار المؤسسة التمويل بالاقتراض البنكي أم التمويل بالقرض السندي؟، وذلك نظرا لاختلاف شروط وإيجابيات كل نوع، حيث يتوفر أمام المؤسسة أساسا نوعين من التمويل بالاستدانة: الاقتراض البنكي، الاستدانة من السوق المالي المتمثل أساسا في السندات و تدخل العديد من العوامل والمحددات التي تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند عملية المفاضلة بين التمويل من البنوك والتمويل من السوق المالي، أو مزيج من الاثنين فقد تفضل مؤسسة التمويل بواسطة الاقتراض البنكي في حين قد تفضل أخرى القرض السندي، فعملية المراجعة (Arbitrage) بين عوائد وتكاليف كل نوع هي التي تحدد أساسا نوع الدين بالنسبة للمؤسسة.

Résumé

Plusieurs études économiques ont traité le thème de financement de l'entreprise, où ces études ont été axé sur la méthode de sélection de mode de financement : par les fonds propres ou le financement par l'endettement, mais sans prendre en compte un aspect important : comment peut on faire le choix entre le mode d'endettement, c'est-à-dire l'entreprise choisit l'emprunt bancaire ou l'emprunt obligataire, en basant sur les avantages et les inconvénients de chaque choix. En effet, l'entreprise prendre en considération des nombreux de facteurs lors une opération de choix de mode de financement : le financement basé sur le marché financier, ou le financement bancaire, ou bien une combinaison entre les deux modes de financement. Afin de faire cette sélection, une opération d'arbitrage entre les rendements et les couts de chaque mode peut déterminer la fraction de chaque mode d'endettement pour l'entreprise.

مقدمة

تتاح أمام المؤسسات الاقتصادية العديد من السياسات التمويلية التي تفاضل بينها من اجل اعتماد سياسة معينة أو مجموعة من السياسات بما يحقق أهداف المؤسسة، وتختلف هذه السياسات من حيث أن لكل سياسة إيجابيات وسلبيات، ولذلك فإن المؤسسات وخاصة في مراحل انطلاقتها سوف تعتمد على سياسة التمويل الذاتي وهي سياسة تناسب كذلك المؤسسات التي ترغب في المحافظة على استقلاليتها وعدم توسيع دائرة اتخاذ القرارات، ولكن وفي غالب الأحيان فإن التمويل الذاتي لا يكون كافيا نظرا للعديد من العوامل وأهمها سرعة نمو المؤسسة التي تتطلب استثمارات كبيرة تفوق إمكانية التمويل الذاتي فإن المؤسسة سوف تتجه إلى الأطراف الخارجية لحصول على التمويل، وبهدف زيادة أرباح المؤسسة فإن سياسة الاستدانة سواء بالقروض أو السندات سوف تحقق هذا الهدف من خلال درجة الرفع المالي ولكن قد تزيد درجة المخاطر وإمكانية وقوع المؤسسة في حالة الإفلاس نتيجة لهذا التوسع في الاستدانة.

إن اختيار نمط تمويل المؤسسة لا يعد أمرا سهلا نظرا لندرة الموارد المالية من جهة ومن جهة أخرى تتحكم مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية في قرار التمويل وإيجابيات وسلبيات كل مصدر تمويلي، فظريا تختار المؤسسة التمويل الذاتي من أجل انتظار زيادة المردودية ورغبة منها في المحافظة على السيطرة وعدم تدخل الغير في قراراتها ولكن في المقابل نجد أنه في الغالب أن التمويل الذاتي غير كافٍ كما أن تحقيق هيكل مالي أمثل يستوجب اللجوء إلى التمويل بالاستدانة من بهدف الاستفادة من أثر الرفع المالي، حيث تركزت أغلب الدراسات الخاصة بالهيكل المالي وسياسات التمويل حول طريقة اختيار طريقة التمويل بين الأموال الخاصة والديون وفي هذا الصدد ظهرت عديد الدراسات التي تعنى باختيار هيكل تمويل المؤسسة من خلال تكوين التوليفة بين الأموال الخاصة والديون.

ولكن في الواقع هناك عملية مفاضلة أخرى في حالة اختيار التمويل بالاستدانة بين القروض البنكية والقروض السندية، حيث تواجه هذه العملية كثير من التعقيدات، ومتخذ القرار قد تواجه صعوبة في تحديد نوع الدين الذي يعظم قيمة المؤسسة، فيدخل بذلك عناصر أخرى تتحكم في خيار التمويل بالاستدانة.

من خلال ما سبق فإنه يمكن صياغة إشكالية لهذا البحث كما يلي:

كيف يمكن لمتخذ قرار التمويل بالاستدانة المفاضلة بين التمويل بالقرض البنكي أو التمويل بالقرض السندي من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؟.

أولاً: مفهوم سياسة التمويل بالاستدانة

يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أهمية بالغة لما له من دور في تغطية مختلف احتياجات المؤسسة الاستثمارية والاستغلالية بما يضمن للمؤسسة تنفيذ إستراتيجيتها وتحقيق أهدافها واكتساب حصة سوقية مهمة، كما يسمح لها بمواجهة الظروف الطارئة وتجاوزها بأقل الأضرار الممكنة، واستغلال الفرص التي يتيحها المحيط ومحاولة استغلاله بما يرفع من كفاءتها ومردوديتها.

أ- مفهوم سياسة التمويل: التمويل هو: " البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على الميزج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية " ⁱ.

يمكننا تعريف سياسة التمويل بأنها: " تلك الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة، وذلك من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة من أجل تمويل نشاطات المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة المالية وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة إستراتيجيتها المالية " ⁱⁱ.

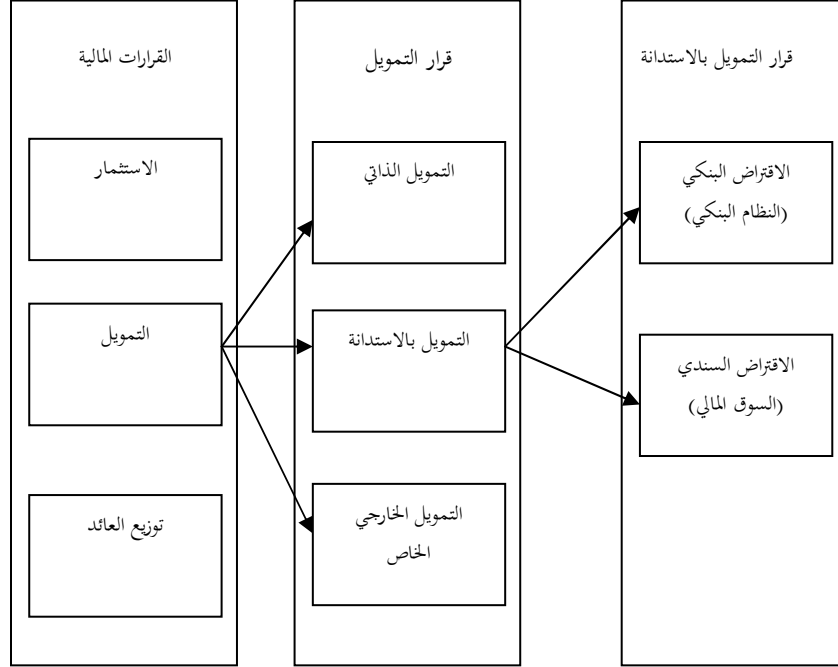
فإذا كانت الإستراتيجية المالية تعمل على تحقيق الأهداف المالية الإستراتيجية الطويلة المدى، فإن السياسة التمويلية تتحدد بناء على توجهات السياسة العامة التي تتركز على مخطط استراتيجي بعيد المدى حيث تعتبر السياسة التمويلية إحدى التكنيكات الأساسية لتنفيذ الإستراتيجية المالية، فكلما كانت قرارات السياسة التمويلية ملائمة وجيدة ومتماشية مع متطلبات المحيط المالي ووضعية المؤسسة الداخلية كلما مكن ذلك من تحقيق أهداف المؤسسة بشكل جيد والتقليل من درجة المخاطر التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة والتي يمكن أن تؤدي إلى اختلال التوازنات المالية والهيكلية والذي سيكون له الأثر السلبي على المؤسسة ككل.

ب- مفهوم سياسة التمويل بالاستدانة: يمكن تعريفها بأنها: " لجوء المؤسسة إلى الأطراف الخارجية من أجل الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها الاستثمارية، والاستغلالية، بالاعتماد على سياسة تمويل من خلال الاقتراض سواء من النظام البنكي أو من السوق المالي وخاصة في الدول التي

تتمتع بسوق مالية نشطة وذات كفاءة عالية، وذلك نظرا لأن المصادر التمويلية الذاتية في غالب الأحيان غير كافية لتمويل نشاطات المؤسسة".ⁱⁱⁱ

ويمكن تمثيل قرار الاستدانة في القرارات المالية للمؤسسة من خلال الشكل التالي:

الشكل (01): قرار الاستدانة في القرارات المالية للمؤسسة.



Source : Myriam Trabelsi-Algharbi, Le choix de la source de dettes par les grandes firmes les cas français, Thèse de doctorat en sciences de gestion, université d'Orléans, 2009, P 03

ج- أنواع سياسات الاستدانة: تنقسم سياسة الاستدانة أساسا إلى سياسة الاقتراض البنكي وسياسة الاقتراض السندي كما يلي:

1- سياسة الاقتراض البنكي: هي لجوء المؤسسة إلى النظام البنكي من أجل الحصول على قروض بنكية، حسب حاجة المؤسسة إلى التمويل سواء لتمويل الاستثمار (قروض طويلة الأجل)، أو لتمويل الاستغلال (قروض قصيرة الأجل)، حيث يتميز القرض البنكي بأنه:^{iv}

- مجمع أي لا يكون مقسم عكس السندات ;

- محدد الوجهة أي يكون موجها لاستعمال محدد بدقة;

- تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك.

وتلجأ المؤسسة للقروض البنكية للعديد من الأسباب من أهمها:^v

- عدم إمكانية التمويل بمصادر التمويل الأخرى.

- سرعة توفر هذا المصدر إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جيدة.

- المحافظة على عائد جيد للسهم وذلك لثبات عدد الأسهم.

- انخفاض التكلفة.

- الميزة الضريبية.

2- سياسة التمويل بالسندات: يعرف التمويل بالسندات بأنه: " تلك الأموال التي تحصل عليها

المؤسسة أو الجهة المصدرة للسندات وذلك بواسطة تمويل قرض جماعي يكون مجزأ على شكل أوراق مالية تسمى بالسندات " ^{vi}.

التمويل السندي هو: " قرض مرتفع تحصل عليه المؤسسة مقسم على شكل أجزاء متساوية تسمى

بالسندات الموضوعة لعموم الجمهور من أجل الاكتتاب من خلال وساطة النظام البنكي " ^{vii}.

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للدخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهياآت العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور بواسطة السوق المالي من أجل الاكتتاب وتوظيف أموالهم لدى المؤسسة، حيث تزداد أهمية الدعوى العامة للدخار من الجمهور خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظراً لانخفاض ثمنها ودرجة ضمان مهمة في الحصول على الربح والحق في الأصول في حالة التصفية.

وتلجأ المؤسسة للتمويل بالسندات للأسباب التالية:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية) ;

- محدودية التكلفة;

- الميزة الضريبية;

- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة;

- إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمؤسسة بتعديل هيكلها المالي.

- تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة.

ثانياً: اختيار هيكل الاستدانة في المؤسسة (المفاضلة بين القروض والسندات):

بعد المفاضلة أولاً بين الأموال الخاصة والديون، وعندما يفضل متخذ القرار سياسة الاستدانة، فهل يقوم باختيار القرض البنكي أم القرض السندي، وما هي المعايير التي يستند إليها في هذا القرار، ونتيجة لذلك ظهرت عديد الدراسات التي حاولت تسليط الضوء على كيفية اختيار المؤسسة لنوع الدين ولذلك سنحاول فيما يلي تسليط الضوء على مختلف الدراسات النظرية التي ظهرت في هذا الموضوع المهم.

أ- نظرية تكلفة التناظر في المعلومات: ويفسر هذا العنصر خيار الاستدانة من طرف المؤسسات وذلك بالأخذ بعين الاعتبار العوامل المرتبطة بتكاليف المعلومات، هذه التكاليف يمكن أن تكون: تكاليف إصدار القروض التي تتحملها المؤسسة مقابل مقرضها، تكاليف انتشار المعلومات التي تتحملها المؤسسة مقابل التي تتحملها المؤسسات المنافسة.

1- تكاليف الاقتراض والتناظر في المعلومات: بصفة عامة إن أسعار الفائدة المطبقة في السوق المالي تكون أقل ارتفاعاً من أسعار الفائدة المطبقة في البنوك، وذلك نظراً لارتفاع سيولة الأوراق المالية المصدرة في السوق المالي، ولكن المقابل فإن تكاليف إصدار القرض السندي تكون أكثر ارتفاعاً مقارنة بتكاليف القرض البنكي، وذلك نظراً لأن إصدار السندات يصاحبه العديد من التكاليف الإضافية المرتبطة بالإجراءات القانونية المفروضة من طرف سلطات السوق المالي (الزامية التسجيل، الإشهار...)، وكذلك مكافآت الأطراف التي تتدخل في عملية الإصدار (بنوك، محافظ الحسابات، مكاتب التنقيط...)، وبالتالي فإن المؤسسات تختار نوع الاستدانة من خلال عملية مراجعة بين تكاليف الاستدانة ومعدلات الفائدة المطبقة: فإذا كانت المبالغ التي ترغب المؤسسة في الحصول عليها مرتفعة كفاية من أجل تغطية التكاليف الثابتة فإنه من الأفضل الاستدانة من السوق المالي من أجل الاستفادة من معدلات الفائدة الأكثر جاذبية.^{viii}

علاوة على ذلك، فإن الإصدار في السوق المالي يمكن أن تضم التكاليف المرتبطة بالتناظر في المعلومات، فحسب (Blackwell et Kidwell 1988) تكلفة البحث عن المكتتبين هي أكثر

ارتفاعاً في السوق المالي منها بالنسبة للعلاقة بين البنك والمؤسسة الراغبة في الاقتراض^{ix}، بالنسبة ل (Fama 1985) الذي اهتم بتكلفة نشر المعلومات المطلوبة من أجل إصدار قرض في السوق المالي حيث بين أن هذه التكاليف هي أكثر ارتفاعاً لأنه يجب نشر هذه المعلومات بالنسبة لعدد كبير من المقرضين، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة تفضل الاقتراض من البنوك لأنها لن تكون ملزمة بتقديم معلومات لعدد كبير من المقرضين وإنما للبنك المقرض فقط، على عكس المؤسسات الكبيرة التي بإمكانها الدخول بسهولة إلى السوق المالي لأنها تحقق اقتصاديات في المعلومات على حجم كبير وأيضاً ذات فائدة لمقرضيها.^x

إن أو دراسة تم القيام بها من أجل تحديد محددات الاستدانة تمت من طرف Easterwood et (1991) Kadapakkam، حيث أشارت النتائج المتحصل عليها بأن المؤسسات المتوسطة الحجم تلجأ أكثر من المؤسسات الكبيرة إلى الاقتراض البنكي، كما قامت دراسة ل (Krishnaswami et (1999) Subramaniam، التي درست أثر التكاليف المتعلقة بالاستدانة والتناظر في المعلومات على نمط استدانة المؤسسات حيث أظهرت هذه الدراسة بأن التكاليف المتعلقة بإصدار السندات تفسر جزءاً مهم من تعدد نمط استدانة المؤسسات، حيث أن المؤسسات الكبيرة الحجم التي تتميز بإصدارات متوسطة تستغل اقتصاديات الحجم الخاصة بإصدار السندات في السوق المالي، حيث يظهر هنا العنصر الأساسي في الاستدانة والمتمثل في حجم المؤسسة حيث بينت العديد من الدراسات وجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والتمويل بالاستدانة.^{xi}

2- تكاليف نشر المعلومات: حسب (Boot et Thakor 1993) فإن المؤسسات تنشر إرادياً للسوق 03 أنواع من المعلومات: المعلومات المكتملة التي يحوزها المستثمرون، المعلومات التي المعروفة أصلاً من المستثمرين، المعلومات التي يتحصلون عليها أول مرة ولم تكن معروفة من قبل، وبصفة عامة فإن المعلومات المنشورة موجهة للمستثمرين ونتيجة لذلك فإنها تصبح متاحة للمؤسسات المنافس، وبالتالي فإن التمويل من السوق الدوري يؤدي إلى النشر الدائم للمعلومات الخاصة بالمؤسسة التي تصبح متاحة للعموم وتفقد قيمتها بالنسبة للمؤسسة، على العكس فإن اختيار التمويل من البنوك يحد من درجة انتشار المعلومات الخاصة بالمؤسسة، وذلك نظراً لأم البنك ملزم بالسرية والأمان.^{xii}

أول من تناول بالدراسة لهذا العنصر (Campbell 1979)، الذي بين أن اختيار التمويل البنكي هو يفسره رغبة المؤسسة في المحافظة على سرية بياناتها المالية والمحاسبية، من خلال دراسة التوتر بين المساهمين والدائنين مع الأخذ بعين الاعتبار بأن شروط الاقتراض هي شروط تعاقدية، وبين بأن المساهمين ممثلين بالمسيرين يفضلون الاقتراض من البنوك من أجل الإخفاء عن بقية الدائنين المعلومات في حين يوضح (Bhattacharya et Chiesa 1995) في غياب معلومات جد حساسة، فإن المؤسسات و مقرضي الأموال من مصلحتهما تقاسم المعلومات على عوائد المشاريع وهو ما يشجع المؤسسة على الاقتراض من السوق المالي^{xiii}، ولكن هذه النتيجة لا يمكن قبولها عندما تكون المشاريع تتميز بمخاطرة كبير، ومن خلال استثمارات ملائمة في مشاريع البحث والتطوير تمكن المؤسسة من تحقيق أرباح، في هذه الحالة التمويل من خلال السوق المالي غير ملائم لأن المنافسين بإمكانهم الاستفادة من معلومات خاصة بالمؤسسة سوف تصبح عمومية، وبالتالي فإن التزام المؤسسة بمشروع للتطوير يستلزم السرية وهو ما يجبر المؤسسة للتوجه نحو الاقتراض البنكي الذي يتميز بالسرية والأمان، في حين توسع (Yosha 1995) في تحليله بأن اختيار نمط التمويل في حد ذاته يعتبر معلومة للمنافسين فإذا اختارت المؤسسة التمويل بالاقتراض البنكي فهذا يعني أنها بصدد إخفاء معلومات عن منافسيها حول مشروع عالي التقنية، حيث خلص في تحليله إلى وجود توازن بأن المؤسسات التي تحوز على معلومات حساسة التي ترغب في الاحتفاظ بها سرية ستلجأ مع ذلك إلى التمويل البنكي (المنافسون لا يمكنهم الاستدلال بتأكيد بأن المؤسسة تحاول إخفاء معلومات خاصة مع الأخذ بعين الاعتبار لمميزات إصدار السندات)، وعلى العكس من ذلك المؤسسات التي لا تحوز على معلومات حساسة تختار التمويل من خلال القرض السندي مع تكلفة إصدار مرتفعة نوعاً ما ولكنها تسمح بإعطاء إشارة لمنافسيها على ضعف تميز مشاريعها وبالتالي فإنها تخفض من تكاليف المصاحبة للجهود الإستراتيجية لمنافسيها.^{xiv}

ب- نظرية الخطر المعنوي والتحفيز (Alea moral et incitation): نقطة

الانطلاق لهذا العنصر هي وجود مشاكل الوكالة بين المؤسسة ودائنيها، وخاصة عندما ترغب المؤسسة في الاستثمار في مشاريع لا تتميز بمردودية كبيرة وبالتالي يصبح مشكل المقرضين هو كيفية تحفيز المؤسسة على الاستثمار في مشاريع ذات المردودية الكبيرة، حيث أن التميز في التمويل البنكي تظهر في المراقبة المطبقة من طرف البنوك على المؤسسة، وفي عدم قدرة الأسواق على تحديد السلوك المعتمد من طرف

المقترض، وبالتالي فغن تكاليف الوكالة أكثر أهمية بالنسبة للقرض السندي، هذا الاختلاف في تكاليف الوكالة يمكن أن تشكل عنصراً لتحديد طبيعة الاستدانة.

1- التحفيز وحوكمة المؤسسة: يمكن تعريف نظام حوكمة المؤسسة بأنه:

- هو: " نظام هياكل وإجراءات المنشأة بهدف التسيير ومراقبة المؤسسة وينظم التفاعلات ما بين الملاك، مجلس الإدارة، و المسيرين " .^{xv}

- نظام حوكمة المؤسسة هو: " مجموع الميكانزمات التي تسعى من أجل تعيين حدود الفضاء التقديري للمسيرين، هذه الميكانزمات تحكم المسيرين وتؤثر على قراراتهم " .^{xvi}

- تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها " .^{xvii}

- تعرف كذلك بأنها: " النظام الذي يوجه ويضبط أعمال المؤسسة، حيث يصف ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في المؤسسة: مجلس الإدارة، المسيرين، المساهمين، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بالمؤسسة، كما يضع الأهداف والإستراتيجيات اللازمة لتحقيقها، وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء " .^{xviii}

إن نظام الحوكمة هو مجموع القواعد التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين وبمعنى آخر، فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسئولية.

لقد نشأ مفهوم حوكمة المؤسسات بعد ظهور نظرية الوكالة، و ما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين وأصحاب المصالح، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين مختلف الأطراف الفاعلين في المؤسسة، حيث بدأ هذا المفهوم بواسطة Jensen et Meckling (1976)، وذلك من خلال إبراز أهمية التقليل من الصراعات التي تنشأ من فصل الملكية عن التسيير، وكانت البداية الحقيقية لتحديد مفهوم الحوكمة عندما قامت لجنة الأبعاد المالية لحوكمة المؤسسات (Cadbury 1992)، بإصدار تقريرها المعد من طرف مجلس التقارير المالية وسوق لندن للأوراق المالية والمعنون: الأبعاد المالية لحوكمة المؤسسات.^{xix}

(The fiancial aspects of corporate governance)، ولقد أخذت الحوكمة المالية بعداً آخر بعد تعدد الأزمات المالية والإفلاس والفضائح المالية للمؤسسات الأمريكية، نهاية العام 2001 وأول اعتراف رسمي بهذا المفهوم فقد كان من طرف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OCDE، في مقال بعنوان: مبادئ حوكمة المؤسسات (Principle of corporate governance^{xx}, 1999).

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساءلة إدارة المؤسسة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميعاً، مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة، كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

إن هيكل حوكمة المؤسسة له أثر على تحفيز المؤسسة على الاستدانة من البنوك أو من السوق المالي، وذلك لأن النوعين لا يفرضان على المؤسسة درجة الرقابة على المديرين، حيث يعتبر بصفة عامة في المؤسسات الكبيرة بأن المساهمون متشتتون

(L'actionnariat dispersé)، وذلك لأن أغلب المساهمين هم حاملون صغار لأسهم المؤسسة، قاموا بحيازة عدد متطابق من أسهم المؤسسة بهدف واحد وهو التوظيف، هؤلاء المساهمين قاموا بتوكيل من ينوب عنهم في تسيير مساهمتهم، حيث يتمتع المديرون بهامش من الحرية، ولكن فصل الملكية عن قرارات التسيير تخلق صراعات بين المساهمين والمديرين، هذه الصراعات تكون من ثلاث مصادر: إحلال الأصول (توجه المديرين نحو حيازة أصول التي تسمح بتخفيض تعدد التدفقات النقدية وبالنتيجة خطر العسر المالي)، توجه المديرين نحو الاحتجاز المبالغ فيه بطريقة تسمح بتوسيع تغطية حقوقهم الثابتة، توجه المديرين نحو تقليل الاستدانة بهدف تخفيض تعدد التدفقات النقدية الباقية.

ففي هذه الحالة عندما يكون المساهمون متشتتون وهناك فصل للملكية عن التسيير، فإن مراقبة المديرين تكون أقل فعالية منها إذا كان رأس المال متركز وبالتالي فإن البنوك بإمكانها توفير ميزات

للمراقبة وبالتالي فإنه يكون من المستحسن السعي نحو التمويل البنكي من أجل تحقيق رقابة أكثر على المسيرين، ولكن في المقابل فإن المسيرين هم الذين يقومون باتخاذ قرار الاستدانة وبما أن المسيرين متشبتون فإنه ليس بإمكانهم التعارض مع خيارات المسيرين، حسب

(1997, Ofek et Yermack, 1990) Slutz إن عنصر الوكالة يشكل عنصرا هاما في تقديرات قرار التمويل للمؤسسات، والذي يحفز المسيرين من أجل الابتعاد عن الرقابة بهدف المحافظة على هامش الحرية قدر الإمكان، ولهذا عندما تكون تكاليف الوكالة مرتفعة في المؤسسة فإن المسيرين الغير مالكين سيكونون محفزين لتفادي الاقتراض البنكي من أجل تفادي الرقابة البنكية على نشاطاتهم وبالتالي تقليل هامش حريتهم، ويفضلون التمويل من السوق المالي، إن هذا التحليل يقترب من نظام الحوكمة للدول anglo-saxons الذي يختلف عن نظام الحوكمة للدول الأوروبية الذي يتميز بانخفاض عدد المساهمين وتركزهم حيث المساهمين (في الأغلب عائلات) هم الذين يقومون بعملية المراقبة ويمارسون تأثير كبير على فريق المسيرين.^{xxi}

أما في المؤسسات التي تتميز بتركز المساهمين، نجد نوعين من المؤسسات: المؤسسات التي تحتوي على مساهم أساسي مسيطر (عائلة أو مؤسسة أخرى مالكة لأسهمها) فإن الصراعات بين المسيرين والمساهم تكون أقل تعقيدا، حيث بإمكان المساهم اتخاذ القرارات من أجل مراقبة المسيرين، وكذلك اتخاذ القرارات الإستراتيجية، ولا يحتاج المساهم لتدخل البنوك، ولكن في المقابل فإن الرقابة البنكية تبقى ضرورية و لا تختفي تماما ولذلك فإن مصالح المسيرين لا تتعارض دائما مع مصالح المساهمين، على الرغم من انخراط المسيرين في تسيير المؤسسة، فتركز المساهمين يسمح بالزام المسيرين باختيار نوع التمويل الذي يعظم درجة مراقبتهم وفي حالة وجود خطر معنوي فإن المؤسسة ملزمة بالتمويل بالقرض البنكي.

كذلك إن مشاركة المسيرين يمكن أيضا أن يؤثر على اختيار مصدر التمويل، ولكن هذا يبقى كذلك يكتنفه الكثير من الغموض وعدم الدقة والوضوح، وذلك نظرا لتعارض فرضيتين:

- حسب الفرضية الأولى عندما يحوز المسيرون على أجزاء من رأس مال المؤسسة فإن مصالحهم تتقاطع مع مصالح المساهمين وبالتالي سيسعى الجميع لتعظيم قيمة المؤسسة، وبالتالي فإنهم لا يكونون ملزمين بالاقتراض من البنوك وسيلجؤون إلى السوق المالي.

- حسب الفرضية الثانية إن مساهمة المسيرين في رأس المال يمكن أن يزيد من ظاهرة تحذر المساهمين

(Enracinement des dirigeants)، حيث يستفيد هؤلاء من وضعيتهم المسيطرة وهامش حريتهم من أجل اتخاذ قرارات لا تعظم قيمة المؤسسة، ففي هذه الحالة فإن الرقابة البنكية تصبح ضرورية من أجل تحفيز المسيرين على الاستثمار بصفة فعالة.

لقد قدم (Almazan et Suarez (2003)، نموذج يقوم على التناظر في المعلومات مرتبط بمردودية المشروع الاستثماري المراد تحقيقه، ومشكل التحفيز مرتبط باختيار نوع الاستدانة ومستوى مجهودات المسيرين، حيث يعرض المساهمين عقود تعويضية على المسيرين بهدف التأثير على اختيارات الاستدانة ومستوى المجهودات التي يبذلونها ولكن كل ذلك حسب التدفقات المرتبطة بالمشايخ، فلعقد يتأثر بوجود معلومات خاصة مرتبطة بمردودية المؤسسة ومن أجل تحفيز المسيرين للخضوع أكثر للتمويل البنكي فإن العقد يجب أن يحتوي عوائد إضافية لصالح المسيرين^{xxii}.

2- التحفيز وسمعة المؤسسة: لقد اقترح (Diamond (1989)، عامل إضافي لتفسير اختيار الاستدانة في المؤسسة الخاضعة أكثر للخطر المعنوي والمتمثل في سمعة المؤسسة، حيث أن رغبة المؤسسة في اكتساب سمعة جيدة يمكن أن يحد من تحفيز المؤسسة للاستثمار في مشاريع أكثر مخاطرة^{xxiii}، ومن أجل ذلك فإنه اقترح في النموذج الخاص به مؤسسة في مواجهة مشروعين استثماريين أحدهما أكثر مخاطرة من الثاني (حيث أن كل مشروع يستلزم استثمار ابتدائي متساوي يتم تمويله بالاستدانة)، فتعظيم قيمة الأسهم تستلزم اختيار الاستثمار الأكثر مخاطرة، ولكن في هذه الحالة فإن خطر عدم التسديد يكون كبيراً كذلك وفي حالة وقوعه فإن سمعة المؤسسة في خطر، و يمكن الحد من المخاطرة إذا تم اختيار المشروع الخالي من المخاطرة، في هذه الحالة إن المؤسسة التي تملك فرصة كبيرة للوفاء بالتزاماتها وتحسين سمعتها وتستفيد في المستقبل من معدلات فائدة منخفضة، وفي سنة 1991 قام بتطبيق نظريته من اختبار طبيعة اختيار التمويل بالدين في المؤسسة في وجود خطر معنوي، حيث بينت النتائج أن البنوك بتنسيق أعمال الرقابة تستطيع أن تحل بأقل التكاليف مشكلة صراعات المصالح مع المؤسسات المقترضة وكذلك إن سمعة المؤسسة تشكل جزءاً من المعايير التي تحدد طبيعة الاستدانة في المؤسسة^{xxiv}.

و يفترض هذا النموذج علاقة عكسية بين سمعة المؤسسة و خيار الاستدانة من البنوك، فالمؤسسات التي تتميز بسمعة سيئة ليس لديها شيء لتخسره في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها فهي تمويل إلى الاستثمار في المشاريع ذات المخاطرة، والرقابة البنكية لا تحفزها للاستثمار في بصفة فعالة، ولكنها تسمح في المقابل

بتحديدها وبالتقليل منها، فالمؤسسات المتوسطة السمعة التي لها تاريخ محدود في تسديد القروض تتوجه نحو البنوك أكثر، ولكن المؤسسات التي ترى أن سمعتها في نمو مستمر فإنه سوف تميل نحو التوجه إلى السوق المالي للاستدانة، وفي الواقع العملي يستخدم عمر المؤسسة كمقياس لتحديد درجة سمعة المؤسسة، فعندما يطول عمر المؤسسة فإنها تلجأ أكثر للاستدانة من السوق المالي فإذا كانت المؤسسات لها علاقات طويلة نوعاً مع البنوك فإنه ترسل إشارة للسوق بأنها قادرة على الوفاء بالتزاماتها وتستطيع الاستفادة عند أول إصدار للقرض السندي من معدلات فائدة منخفضة وبالتالي فإن العلاقة الجيدة بين المؤسسة والبنوك تكون لها سمعة جيدة وهو ما يسرع من إمكانية دخول المؤسسة في السوق.

ولكن ينتقد نموذج Diamond من خلال عنصرين:

- افتراض أن المؤسسات التي تتمتع بسمعة ائتمانية جيدة (لدى البنوك) تتوجه بسرعة نحو الأسواق ولكن الدراسات العملية أثبتت بأن هيكل استدانة المؤسسات في الغالب مختلط بين قروض بنكية وقروض سندية حيث أن السمعة الائتمانية تساعد على الاقتراض من السوق المالي ولكن في نفس الوقت تحافظ المؤسسات على الاقتراض من البنوك.

- تكلفة الرقابة البنكية حيث أن البنوك بإمكانها التحكم في توجهات المؤسسة، كما بإمكانها في العديد من الحالات التعارض مع القرارات المتخذة وتوجيه المؤسسة نحو قرارات أخرى.

3- التحفيز وفرض البنك: حسب التحليلات السابقة فإن البنوك بإمكانها مراقبة المؤسسات المقترضة، من أجل تخفيض توجهات المؤسسات نحو الاستثمار في المشاريع الغير مرجحة أو المنخفضة المردودية لكن (Sharpe (1990), et Rajan (1992)، يقترحان بأن الرقابة البنكية يمكن أن تخفي فرص سلوكية (comportement opportuniste)، من طرف البنوك نفسها حيث يفسر Sharpe في مقاربة زمنية ديناميكية للعلاقة بين البنك/المؤسسات المقترضة بأن ميزة المعلومات للبنك الأساسي من خلال نشاط الرقابة يمكن أن يؤدي إلى خلق سيطرة احتكارية تسمح بالالتقاط من خلال المعلومة للمؤسسة.^{xxv}

أما Rajan يعتبر نوع واحد من المؤسسة حيث أن نوع المشروع يخضع للحالة الطبيعية: في الحالة الجيدة المشروع الأكيد يتم القيام به، في الحالة السيئة فإننا بصدد مشروع عشوائي الذي سيتم إنشائه،

حيث أن حالة الطبيعة تخضع بالتالي لجودة المشروع الاستثماري (تقاس من خلال التدفقات المحققة)، وهذا النموذج متعدد الفترات الذي يسمح باعتبار النجاح الزمني كما يلي:^{xxvi}

في $t=0$ المؤسسة تقوم بإنشاء الاستثمار وتوقع عقد أول للاقتراض من أجل تمويله، فإذا اختارت عقد اقتراض بنكي فإن موعد استحقاق التسديد يكون في $t=1$ ، أما إذا قامت باختيار عقد قرض سندي موعد الاستحقاق يكون في $t=2$ ، حيث في $t=1$ البنك المتخصص بالإعلام يلاحظ حالة الطبيعة (وبالتالي طبيعة المشروع) على العكس من ذلك دائنوا السندات لا يتحصلون على أي معلومة في $t=2$ ، عند تحقيق الأرباح وفي حالة ما إذا كانت المؤسسة ممولة من بنك واحد فإن البنك يمكن له إجبار المؤسسة على إعلامه حول الطبيعة قبل التسديد، فإذا قدر البنك بأن المشروع لا يحقق مردودية كبيرة بإمكانه التخلي عن تمويل المؤسسة في المرحلة الثانية، أما إذا كان المشروع قد تم تمويله من السوق المالي الدائون ليس لديهم أي سلطة لممارسة أي رقابة على قرار المؤسسة في مواصلة تحقيق المشروع الاستثماري، ولكن في المقابل إذا كان المشروع مربحاً فإن البنك يشترط الاستمرار في تمويل الاستثمار من خلال تقسيم التدفقات الحالية للاستثمار لأرباحه، هذه التكلفة الإضافية تخفض من ميل المؤسسة لتطبيق مجهودات للإدارة والتسيير في حالة التمويل من خلال القرض السندي، حيث أن إعادة تخصيص الفوائض المحققة من الاستثمار لا يمكن أن تتحقق نتيجة لذلك.

إن نموذج Rajan يفترض وجود علاقة عكسية بين التدفقات المنتظرة من المشاريع واللجوء إلى البنوك، بالنسبة للمؤسسات التي تحوز على مشاريع استثمارية ضعيفة الجودة الرقابة البنكية لا تشكل أي ميزة إضافية ويمكن أيضاً أن تساهم في إمكانية إفلاسها، أما المؤسسات التي تمتلك مشاريع استثمارية ذات المردودية المتوسطة فإنها ستلجأ إلى البنوك، أما المؤسسات التي ترغب بتمويل استثمارات ذات المردودية المرتفعة فإنها ستتوجه نحو الأسواق المالية في الحالة التي تكون فيها البنوك في وضعية احتكار معلوماتي.

لقد قامت العديد من الدراسات التجريبية من أجل التأكد من صحة فرضيات نموذج Rajan حيث توصلت هذه الدراسات إلى نتائج متباينة، ويمكننا تلخيص هذه النتائج في الجدول التالي:

الجدول (01): الدراسات التجريبية لنموذج Rajan

الدراسة	مكان الدراسة	النتائج المتوصل إليها
---------	--------------	-----------------------

Houston et James (1996)	الولايات المتحدة الأمريكية	وجود علاقة عكسية بين فرص النمو والتمويل البنكي بالنسبة للمؤسسات الأمريكية التي لها علاقة مع بنك وحيد.
Johnson (1997), Spindt et Subramaniam (1999)	الولايات المتحدة الأمريكية	وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو والتمويل البنكي.
Denis et Mihov (2003)	الولايات المتحدة الأمريكية	لا توجد أي علاقة ذات دلالة بين فرص النمو والقرض السندي
Alonso et Al (2005)	إسبانيا	لا توجد علاقة قوية بين فرص النمو والتمويل من السوق المالي
Hoshi, Kashyap et Sharfstein (1993), Shirasu et Xu (2007), Arkawa (2008)	اليابان	فرص النمو ترتبط إيجابياً مع التمويل بالقرض السندي
Anderson et Makhija (1999), Hosono (2003)	اليابان	وجود علاقة إيجابية بين فرص النمو والتمويل البنكي

Source : Myriam Trabelsi-Algharbi, OP-CIT, P 215.

هذه الاختلافات في النتائج المتحصل عليها يمكن تفسيرها بأن فرضيات نموذج Rajan، لا تطبق سوى على المؤسسات التي لها علاقات مع بنك وحيد، وباستثناء دراسة Houston et James (1996) فإن بقية الدراسات أهملت هذا المتغير، وبالتالي فإن هذا النموذج يطبق على المؤسسات الصغيرة التي لها في الغالب علاقة مع بنك وحيد فقط، أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فعندما تلاحظ وجود خطر معلوماتي فإنها تلجأ بصفة عامة إلى عدة بنوك.

4- التحفيز وهيكل الاستدانة المختلط: لقد قامت العديد من الدراسات من أجل تفسير الاستعمال المختلط للقروض البنوك والقرض السندي والعلاقة مع التحفيز المرتبطة بالخطر المعنوي، حيث ظهرت العديد من الدراسات من تفسير هذه العلاقة مثل:

Seward (1990), Besanko et Kanatas (1993), Gerber (2008) حيث بين Besanko et Kanatas، Seward بأن عقود الاستدانة المثلى يجب أن تدرج مزيج من الديون من أجل خلق تحفيز الكافية للرقابة من جانب البنك، أما بالنسبة ل Gerber فإنه يفسر

بقدرته البنوك على تنويع المخاطر، ولكن هذه النماذج لم تفسر لماذا بعض المؤسسات تقوم باختيار مزيج من الديون (قروض بنكية، قروض سندية) في حين أن بعض المؤسسات لا تقوم بهذا الاختيار.

وفي هذا الصدد ظهر عمل (1997) Holmström et Triole، يبين بأن المؤسسات المتوسطة الرملة تستدين من البنوك والأسواق المالية، في حين أن المؤسسات ذات الرملة الجيدة تلجأ فقط إلى السوق المالي، حيث يفترض النموذج بأن ميزة البنوك (بالنسبة للسوق المالي) تقوم في الرقابة المطبقة على المؤسسات المقترضة، ولكن تعتبر في نفس الوقت مشكلة تحفيز للرقابة على مستوى البنوك، حيث يتحقق توازن أولي من خلال تمويل سندي تحصل عليه إذا كانت المؤسسات تحوز على رأس مال للانطلاق مرتفع، فالرقابة البنكية وبتخفيض الخطر المعنوي والفرص القائمة بخفض من الرأسمال اللازم لتمويل المشروع، أما التوازن الثاني يتحقق من خلال تمويل مختلط إذا كانت المؤسسة تحوز على رأس مال للانطلاق متوسط، واختيار هيكل الاستدانة يخضع إذا للثروة الأولية التي تحوزها المؤسسة، ولكن هذا التفسير لم يتمكن كذلك من تفسير لماذا المؤسسات الكبيرة (ذات الرملة الكبيرة) تلجأ في نفس الوقت للبنوك والسوق المالي.^{xxvii}

في حين اهتم (2007) Lobe et Stantik، بنوعية المؤسسة أكثر من حجم المؤسسة، فالمؤسسات يمكن أن تقدم إشارة عن نوعيتها للسوق المالي من خلال اللجوء إلى الاقتراض البنكي في سياق تمتلك معه البنوك ميزة معلوماتية، فأى إشارة مع ذلك تكون مكلفة لأن البنك يستخدم وضعيته المسيطرة من أجل الحصول على جزء من الفائض الذي يحققه المشروع، كما أن النموذج يفترض بأن السوق المالي هو الطريق الوحيد للتمويل من طرف المؤسسات المنخفضة النوعية التي لا يمكن لها تقديم إشارة، والمؤسسات ذات النوعية الجيدة التي تتحمل تكلفة إشارة مرتفعة، فالمؤسسات ذات النوعية المتوسطة تفضل التفاوض على تمويل مختلط (بنكي، سندي) حيث أن حصة التمويل البنكي ترتفع مع نوعية المؤسسة، وبالتالي إن القرض السندي أقل تكلفة بالنسبة للمؤسسات ذات النوعية الجيدة، في حين إذا كانت المؤسسات ذات النوعية الجيدة كبيرة الحجم فإنه من المحتمل أن تعاني من مشكلة الرقابة البنكية وتكلفة الاستدانة ستكون أقل تكلفة بالنسبة لها.^{xxviii}

ج- نظرية خيار الاستدانة خطر الإفلاس وإعادة التفاوض: يدخل عامل إمكانية إعادة التفاوض على عقود الاقتراض بما فيها سلطات اتخاذ القرار الناتجة عن عقد الاقتراض، حيث أن السيرين دائما

يأخذون بعين الاعتبار لعامل مرونة عقود الاقتراض كعامل مهم يتم على أساسه المفاضلة بين مصادر التمويل، كما يأخذون بعين الاعتبار الأخطار المتعلقة بالإفلاس، وفي هذا الإطار فإن شروط عقد الاقتراض تهدف إلى ضمان وضعية المقرضين في حالة تناظر للمعلومات و عدم تكامل العقود، لكن هذه الشروط يمكن أن تضم مصادر لعدم الكفاءة والتي تستلزم إعادة التفاوض بشأنها، حيث أن عقود الاقتراض البنكي تكون أكثر سهولة لإعادة التفاوض من العقود الخاصة بالسوق المالي هذه الميزة يمكن أن تؤثر على اختيار الاستدانة في المؤسسة.

1- إعادة التفاوض وكفاءة قرارات التصفية: لقد تمت دراسة الميزة المرتبطة عقود الاقتراض م البنوك من طرف (Berlin et Loyers 1989)، بالمقارنة مع عقود الاقتراض من السوق المالي، الفروقات في المعلومات وتحفيزات المراقبة بين النوعين من العقود يمكن أن يكون لها أثر على كفاءة قرارات تصفية المؤسسات الواقعة في وضعيات صعبة، ونوعية الاستدانة كذلك، فالعقود التي تكون شروطها قائمة على معلومات عمومية (عقود السندات) تكون أكثر تشددا (تصفية المشاريع الجيدة)، وأكثر تحفيفا (الاستمرارية في حالة المشاريع الأقل جودة)، إن عدم الكفاءة يمكن تفاديها إذا كان الدائنون يسعون للحصول على معلومات خاصة ويراقبون المؤسسات المقترضة، اللجوء على خدمات متخصص في المعلومات والمراقبة (البنك) يضمن سياسة تصفية كفأة، ولكن هذا القرار يكون أكثر تكلفة لأنه يجب ضمان أن هذا المتخصص يكون محفزا لمراقبة المؤسسة واختيار سياسة تصفية معتمدة، وبالتالي يكون هنا مراجعة بين الأرباح المتأتية من سياسة التصفية الكفاءة وتكاليف الوكالة المرتبطة بالمراقبة البنكية.

كما يقترح (Chammanur et Fulghieri 1994) من أجل تحفيز البنك للرقابة على المؤسسة حيث يعتبرون بأن البنوك حريصة على سمعتها وبالتالي فغن البنوك سوف تبذل المزيد من الموارد لتقييم المؤسسات الواقعة في الصعوبات، لأنها ترغب في الحصول على سمعة جيدة (مصفي جيد)، لدى الدائنين الذين يتخذون قرارات لإعادة التفاوض على تصفية المؤسسة، هذه السمعة الجيدة بإمكانها أن ترفع حجم أعمال البنك في المستقبل، أما على مستوى المؤسسات المرونة بإمكانها التأثير على اختيار الاستدانة، بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من احتمال كبير للوقوع في الإفلاس تختار التمويل من البنوك على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة، أما بالنسبة للمؤسسات التي لا تعاني من احتمال مرتفع للوقوع في الإفلاس فإنها تختار التمويل من السوق المالي.^{xxix}

لقد قام (Cantillo et Wright (2000)، بدراسة لمحاولة تحديد المميزات التي تؤثر على اختيار نوع الاستدانة بشكل كبير سواء: إعادة التفاوض، التكاليف المرتبطة بالتناظر في المعلومات، التحفيز المرتبطة بالخطر المعنوي، والنتائج المتوصل إليها تشير إلى أن كفاءة قرارات التصفية هي التي تشكل أكثر عنصر مؤثر لاختيار الاستدانة أكثر من بقية العناصر الأخرى، حيث أن العناصر التي تنخفض من خطر الإفلاس (التدفقات النقدية المرتفعة والمستقرة، مردودية مرتفعة، معدلات الفائدة الحقيقية المنخفضة...)، تفسر لجوئها للتمويل من السوق المالي.

في حين بينت دراسات أخرى مثل: (Esho et Sharpe (2001)، (Johnson (1997)، بأن المؤسسات التي يمكن أن تحقق خسائر أكبر عند التصفية (مثلا التي تقدم ضمانات أكثر) تختار التمويل من البنوك.

2- إعادة التفاوض وهيكل الاستدانة المختلط: باعتبار أن الديون البنكية هي أكثر سهولة لإعادة التفاوض، حاول (Detragiache (1994 تفسير اللجوء المزدوج للبنوك والأسواق المالية حيث أدخل عنصر جديد: إذا كان إعادة التفاوض تسمح بتقليل الأخطار يمكنها كذلك رفع خطر إحلال الأصول من طرف المؤسسات المقترضة، ومن أجل اختبار ذلك قام بنمذجة الهيكل المالي الأمثل بدالة من مستويين من الديون التي لا تختلف سوى بتكلفة إعادة التفاوض، فإذا اعتبر الدائنون بأنه من المفضل ترك المؤسسة الواقعة في الصعوبة بين أيدي (المالكين/المديرين) فإنه بإمكان المساهمين التقاط فائض للمؤسسة ويمنحون أرباح إيجابية للمؤسسة حتى في حالات العسر المالي للمؤسسة، كذلك التحفيز على تحقيق مشاريع أقل أمثلية يرفع من مرونة عقود الاستدانة، كما أن إصدار ديون أكثر تكلفة لإعادة التفاوض (السندات) يمكن أن يقلل من إحلال الأصول، وبالتالي فغن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار للعوامل المرتبطة بالتكلفة، التحفيز، إعادة التفاوض، يفترض بأنه في حالة خطر إحلال الأصول فإن المؤسسات تلجأ إلى السوق المالي لأن هذا التمويل صعب إعادة التفاوض لكنها لا تكتفي فقط بهذا النوع من التمويل لأن عدم مرونة هذا النوع من عقود الاستدانة يمكن أن تؤدي إلى سياسات تصفية غير كفأة، وهذا التحليل يكون مقبولا فقط بالنسبة للمؤسسات الكبيرة لأنه بالنسبة للمؤسسات الصغيرة اللجوء على السوق المالي يكون أمرا صعبا، وتختار المؤسسات الكبيرة التمويل من السوق المالي لاعتبارات

التكلفة (لأنها ستحقق اقتصاديات الحجم على التكاليف الثابتة وتستفيد من معدلات فائدة منخفضة).^{xxx}

كما قدم كذلك (Hackbarth, Hannessy et Leland (2007) نموذج لتفسير هيكل الاستدانة المختلط للمؤسسات، حيث يشير النموذج إلى أن نموذج المراجعة Trade-off يمكن تطبيقه لتفسير هيكل استدانة المؤسسات، ففي نموذج المراجعة بين اقتصاديات الضرائب وتكلفة الإفلاس يعتبرون القرارات المثلى للاستدانة لنوعين من المؤسسات التي تتميز بالقدرة على التفاوض التي تحوزها مقابل البنوك، المؤسسات التي تمتلك قدرة كبيرة على التفاوض تمتلك قدرة محدودة على الاقتراض من البنوك، ولذلك فالبنوك التي تعرف هذه القدرة وتحدد لها عتبة لا يمكن تجاوزها من أجل الاقتراض، هذه المؤسسات الراغبة في تحقيق اقتصاديات الضرائب المتأتبة من الديون تتحول نحو السوق المالي من أجل تمويل جزء من استثماراتها، حيث أن تكلفة الإفلاس تبقى محدودة وذلك لأنها تمتلك قوة تفاوضية كبيرة مع البنوك في حالات العسر المالي، في المقابل يبين النموذج بأن القدرة على الاستدانة للمؤسسات الضعيفة القدرة التفاوضية لا تشكل حجر عثرة لأن اقتصاديات الضرائب للديون يمكن تحقيقها بصفة تكاملية من القروض البنكية، وهذه المؤسسات لا تحتاج اللجوء إلى القرض السندي، لأنه سيرفع فقط من تكلفة الإفلاس، وبالنتيجة فإن هذا النموذج يوضح بأن هيكل استدانة المؤسسات يقوم على القدرة التفاوضية مع البنوك:

- المؤسسات التي تحوز على قدرة تفاوضية مهمة تمول استثماراتها بواسطة القروض البنكية والقروض السندية في نفس الوقت.

- المؤسسات ذات القدرة التفاوضية المنخفضة تلجأ فقط إلى القروض البنكية.

خلاصة واستنتاجات:

من خلال التحليل السابق لدراسة محددات اختيار هيكل المديونية في المؤسسة، يمكن الاستنتاج بأنه لا يوجد نموذج أمثل يمكن الاستناد إليه لتحديد هيكل الاستدانة في المؤسسة، وعلى العموم فإنها تركز على أن المؤسسات الأقل مخاطرة تقوم باللجوء إلى السوق المالي (الأكثر حجماً، الأقل عرضة للخطر المعنوي، الأكثر شهرة،...)، كما يمكن الاستنتاج كذلك:

- أن إصدار القروض السندية يكون بالغ الصعوبة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة (تكاليف معاملات، إنتاج ونشر المعلومات)، في المقابل بإمكان المؤسسات الكبيرة تحقيق اقتصاديات الحجم والاستفادة من شروط أكثر جاذبية في السوق المالي، ولكن هذه المؤسسات لا تلجأ فقط للسوق حيث بإمكانها الاستفادة بمزايا مرتبطة بحجمها من أجل الاستمرار في الاستدانة من البنوك.
- العديد من المؤسسات بإمكانها التمويل بالاستدانة المختلط (ديون، سندات) إذا كانت ترغب في المحافظة على سرية مشاريعها، بينما المؤسسات الأكثر عرضة للخطر المعنوي فإنه تفضل التمويل البنكي لأن تكاليف الوكالة المرتبطة بالقروض السندي تكون مرتفعة بالنسبة لها.
- حسب العديد من الدراسات المرتبطة بهيكل حوكمة المؤسسات (تركز رأس المال، مشاركة المسيرين في رأس المال...)، فإنها تفسر جزء من تحفيزات المؤسسة للخضوع للرقابة البنكية.
- رغبة المؤسسة في اكتساب سمعة ائتمانية جيدة، من أجل الاستفادة في المستقبل من شروط تمويل أكثر إيجابية، تسمح كذلك بتفسير اللجوء إلى الاقتراض البنكي، وهو ما يعني أن المؤسسة سوف يكون بإمكانها التمويل من السوق المالي.
- أن المراقبة المطبقة من طرف البنوك يمكن أن يكون لها تكاليف إضافية مرتبطة بسيطرة البنك في احتكار القرارات الإدارية للمؤسسة، و يشتت تحفيزات المؤسسة، وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي يمكنها اللجوء إلى بنك وحيد، وتطبق بشكل أقل على المؤسسات الكبيرة (التي لا تخضع لخطر كبير متعلق بالاتقاط المعلوماتي) والتي بإمكانها اللجوء للعديد من البنوك.
- يدخل عنصر إعادة التفاوض كعنصر مهم لتحديد هيكل الاستدانة وخاصة التي تخضع لخطر كبير للوقوع في المصاعب أو التي يمكن أن تخسر أكثر عند التصفية سوف تلجأ للتمويل البنكي، حيث تساعد هذه الفكرة لتفسير سبب لجوء وتفضيل المؤسسات الكبيرة التمويل من السوق لاعتبارات التكلفة تمويل جزء من استثماراتها بواسطة القروض البنكية.
- كما يدخل كذلك مفهوم القوة التفاوضية للمؤسسة، من أجل تفسير اللجوء المزدوج للقروض البنكية والقروض السندية.

الهوامش:

- ⁱ هيثم محمد الزغبى، **والتحليل المالي**، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 77.
- ⁱⁱ Steve Lumby, Chris Jones, Corporate finance: theory & practice, Homson, London, 2003, P 03.
- ⁱⁱⁱ OP-CIT, P 24.
- ^{iv} Jacques Teulié, Patrick Topscalian, **Finance**, 2^e, Vuibert, Paris, 1997, p 263.
- ^v عبد الحليم كراجة، **الإدارة والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 89.
- ^{vi} Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, Lexique thématique de la comptabilité: dictionnaire spécialisé explicatif, 7^e édition, De Boeck, Bruxelles, 2002, P 364.
- ^{vii} Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, OP-CIT, P 364.
- ^{viii} Myriam Trabelsi-Algharbi^{OP-CIT, P 199.}
- ^{ix} Jeffrey K, MacKie Mason, Do Firms care who provides their financing, collection of Asymmetric information, corporate finance, and investment, The university of Chicago Press, Chicago, 1990, P 88.
- ^x Arun, John Turner, **Corporate governance and development: reform, financial systems and legal frameworks**, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2009, P 66.
- ^{xi} Myriam Trabelsi-Algharbi^{OP-CIT, P 200.}
- ^{xii} Paolo Fulghieri, Eitan Goldman, The design of debt contracts, collection Handbook of financial intermediation and banking, North-Holland, Elsevier, California, 2008, P 21.
- ^{xiii} Ahmed Naciri, Traité de gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde, Les Presses de l'université de Laval, Laval, 2006, P 36.
- ^{xiv} Hans Degryse and other, Consolidation of the european banking sector : impact of innovation, collection of Advances in corporate finance and asset pricing, Elsevier, California, 2006, P 174.
- ^{xv} Jozef Lievens, La gouvernance dans les entreprises familiales: les clés du succès, Racine, Bruxelles, 2006, P 08.
- ^{xvi} Ulrike Mayrhofer, Management stratégique, Bréal, Paris, 2007, P 43.
- ^{xvii} Alamgir, M. **Corporate Governance: A Risk Perspective**, Coorporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8, 2007.
- ^{xviii} Catherine Turner, **Corporate Governance: A Practical Guide for Accountants**, Elsevier, Oxford, 2009, P 05.
- ^{xix} Jill Solomon, **Corporate governance and accountability**, Wiley, England, 2007, p 52.

^{xx} Chris A. Mallin, **Corporate governance**, Oxford university Press, Oxford, 2007, P 31.

^{xxi} Myriam Trabelsi-Algharbi^{OP-CIT, P 207.}

^{xxii} J. Jay Choi, Sandra Dow, **Institutional approach to global corporate governance**, Emerald Group publishing, United Kingdom, 2008, P 11.

^{xxiii} Jérôme Maati, OP-CIT, P 126.

^{xxiv} Martin Hellwig, Banking, financial intermediation and corporate finance, Revue of European Financial Integration, Press syndicate of Cambridge, Cambridge, 1996, P 46.

^{xxv} Myriam Trabelsi-Algharbi^{OP-CIT, P 213.}

^{xxvi} Nadeem A Siddiqi, **The determinants of Private debt source**, Revue of Research in finance, Volume 23, Elsiver, 2007, P 254.

^{xxvii} Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers, OP-CIT, P 582.

^{xxviii} Myriam Trabelsi-Algharbi^{OP-CIT, P 217.}

^{xxix} Patrick T. Harker, Stavros Andrea Zenios, **Performance of financial institutions: efficiency, innovation, regulation**, Press syndicate of Cambridge, Cambridge, 2000, P 234.

^{xxx} Ralph P. Heinrich, **Complementarities in corporate governance**, Springer, Berlin, 2002, P 141.