المحاضرة 01

نظرية حوكمة المؤسسات

تمهيد ...	سيتم التطرق في هذه المحاضرة إلى أهم النظريات التي بنيت على أساسها مفاهيم وتطبيقات حوكمة المؤسسات، كنظرية الوكالة، ونظرية أصحاب المصلحة، ونظرية الإشراف... الخ.

تستعرض الأدبيات المحاسبية العديد من النظريات المتعلقة بحوكمة المؤسسات، حيث اهتمت كل نظرية بتشريح بعد معين للمؤسسة، كإشراف المدراء، وعلاقات المؤسسة مع الأطراف ذات العلاقة، وصراعات المصالح، وموارد المؤسسة والتخصيص الأمثل لها، والبعد المحاسبي والمالي، وخضوع المؤسسة لسلطة القوانين والتشريعات، والبعد الأخلاقي ... الخ، تفاعل هذه النظريات مع بعضها البعض ساهم بشكل كبير في فهم الجوانب المختلفة المتعلقة بالمؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه، وهو ما سمح لمفهوم حوكمة المؤسسات بالتطور تدريجيا، وبالتالي ظهور العديد من الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة، ويمكن حصر أهم نظريات الحوكمة في: نظرية الوكالة، نظرية أصحاب المصلحة، نظرية الإشراف، نظرية التبعية للموارد، النظرية السياسية، نظرية تكلفة المعاملات، بالإضافة إلى النظريات الأخلاقية.

أولا: نـظرية الوكالة (Agency Theory)

تعتبر دراسة (بيرل ومينز) سنة 1932، التي جاءت بعنوان: (The modern corporation and private property) من أولى الدراسات التي ناقشت حوكمة المؤسسات، إذ أشارت الدراسة إلى أن كبر حجم المؤسسات وتعقد عملياتها يستوجب فصل الملكية عن الإدارة وهو ما ينتج عنه **مشاكل وكالة**، وانطلاقا من هذه الدراسة قام (جنسن وماكلينغ) سنة 1976 بطرح نظرية للمؤسسة، تطرقت للسلوك الإداري وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية داخل المؤسسة بشكل أكثر تعمق مقارنة بدراسة (بيرل ومينز)، حيث عرف (جنسن وماكلينغ) علاقة الوكـالة بأنها: "عقد يقوم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل) بتكليف طرف آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والذي يحمل في طياته تفويضا لسلطة اتخاذ القرارات لصالح هذا الأخير" [1]. ويشير (جنسن وماكلينغ) إلى أن مدراء المؤسسات لن يتخذوا القرارات التي تصب في مصلحة المساهمين، وهذا بافتراض أنهم يتميزون بالسلوك الانتهازي ويعملون على تعزيز مصالحهم الشخصية [2].

تشير هذه النظرية، إلى أن المساهمين يقومون بتعيين أفراد للقيام بمهامهم، ويتوقعون منهم القيام باتخاذ قرارات تصب في مصلحتهم، إلا أنه ليس بالضرورة أن يقوم المدراء دوما باتخاذ قرارات تصب في مصلحة المساهمين، وقد سلط (آدم سميث) الضوء على هذه المشكلة في كتابه ثروة الأمم، من خلال مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والرقابة، وبعد ذلك استكشفها (روس) سنة 1973 [3].

وحسب (حماد، 2005) يمكن توضيح بعض أوجه تعارض المصالح التي تنشأ داخل المؤسسة فيما يلي [4]:

- تهدف الإدارة التنفيذية عادة إلى زيادة صافي الربح، ولذلك بغرض زيادة نصيبها من الحوافز ودعم مراكزها الوظيفية وتحقيق سمعة شخصية لأعضائها، وهو ما يتعارض مع دالة هدف المساهمين لأنه يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية للمدراء.

- يمكن أن تتعارض مصالح الدائنين مع مصالح المساهمين، ويتجلى ذلك في تخوف الدائنين من قيام المؤسسة بانتهاك شروط عقد الدين أو إجراء توزيعات كبيرة للأرباح على المساهمين.

- يمكن أن يحدث تعارض في المصالح بين الإدارة التنفيذية ومدقق الحسابات، وقد يظهر هذا التعارض نظرا لقيام المدقق بكشف تلاعبات الإدارة الهادفة للتأثير على الأرقام المحاسبية أو إخفاء بعض المعلومات الهامة عن المساهمين.

بعض إبراز (جنسن وماكلينغ) لصراعات المصالح القائمة داخل المؤسسة، أوضحا بأنه من أجل تخفيض حدة تعارض المصالح بين الأطراف المختلفة، فإن المؤسسة تتحمل تكاليف يطلق عليها "تكاليف الوكالة"، ويمكن تقسيمها إلى [5]:

- تكاليف رقابة: تهدف إلى رصد وتقييد تصرفات المدراء التي لا تصب في مصلحة المساهمين، وكمثال على ذلك الأتعاب المدفوعة لمدقق الحسابات الخارجي.

- تكاليف تحفيزية: تنتج عن خطط الحوافز والمكافآت الموضوعة التي تهدف إلى تشجيع المدراء على العمل لمصلحة المساهمين.

- تكاليف لتأكيد نية الإدارة في خدمة مصالح المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة مثل: تكاليف تطبيق الإدارة لنظام رقابة داخلية فعال والتأمين على ممتلكات المؤسسة.

- تكاليف ناتجة عن اتخاذ الإدارة لقرارات غير مثلى: تعبر عن الأثر الذي يحدث على ثروة المساهمين وذلك في حالة اتخاذهم لقرارات داخل المؤسسة بأنفسهم.

بالرغم من أن دراسة (جنسن وماكلينغ) ركزت على الدور الهام لآلية الرقابة، إلا أنها لم توضح بشكل مفصل الكيفية التي تحقق بها المؤسسات الرقابة الفعالة، بعبارة أخرى، كيف تقوم المؤسسات بتبني حوكمة المؤسسات بشكل يجعلها تسيطر على مشاكل الوكالة؟، حيث اقترحت النظرية مجموعة من الآليات التي تسعى إلى تحقيق التوافق بين مصالح المساهمين والمدراء، كتفعيل الرقابة من طرف المدراء غير

التنفيذيين، آلية المساهمون المؤسساتيون، وآلية التدقيق الخارجي، بالإضافة إلى تشجيع الملكية الإدارية [6].

يمكن القول: أن بعض تكاليف الوكالة هي نتيجة حتمية للآليات الموضوعة على مستوى المؤسسة الهادفة إلى تقليل صراعات المصالح بين الأطراف ذات العلاقة، مجموعة هذه الآليات تعبر عن حوكمة المؤسسات، لذا يمكن اعتبار نظرية الوكالة من أهم النظريات المفسرة لمفهوم حوكمة المؤسسات وآلياتها الرقابية والتحفيزية، إلا أنها تركز على منظور الفردية للمدير التنفيذي، علاوة على ذلك، تقترح هذه النظرية الفصل بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من أجل تحقيق أفضل حماية لمصلحة المساهمين.

ثانيا: نظرية الإشـــراف (Stewardship Theory) [7]

عرف (ديفيس وآخرون) سنة 1997 عملية الإشراف بأنها: "**قيام المشرف بحماية وتعظيم ثروة المساهمين من خلال الأداء القوي للمؤسسة**"، من هذا المنطلق، المشرفون هم المدراء التنفيذيون الذين يعملون لصالح المساهمين، يحمون ممتلكات المساهمين ويحققون أرباحا لهم، خلافا لنظرية الوكالة لا تركز نظرية الإشراف على منظور الفردية للمشرفين (حب الفرد لمصلحته الذاتية)، بل تركز على دور الإدارة التنفيذية كمشرفة على المؤسسة وعملياتها، إذ يتم دمج أهدافها مع أهداف المؤسسة ككل، كما أن المشرفين يكونون راضين عندما يتحقق النجاح التنظيمي للمؤسسة.

يشير (حمدان، 2016) إلى أن نظرية الإشراف تقوم على افتراض أن المدراء الداخليين (أو بعبارة أخرى المدراء التنفيذيين) جديرين بالثقة لإدارة المؤسسة والمحافظة على مصادرها بما يحقق لها أعلى مستويات الأداء ويخدم مصلحة حملة الأسهم [8]. في نفس السياق، يشير (دونالدسون وديفيس) سنة 1991 إلى أن نظرية الإشراف تعترف بأهمية تمكين المشرف وتقديم أقصى قدر من الحكم الذاتي المبني على الثقة، ويؤكدان على موقف المدراء التنفيذيين للعمل بأكثر استقلالية بشكل يؤدي إلى تعظيم عائدات المساهمين، كما يرى (دايلي وآخرون، 2003) أن المدراء التنفيذيين ومن أجل حماية سمعتهم كصناع القرار في المنظمات فإنهم يميلون إلى تشغيل المؤسسة لتحقيق أقصى قدر من الأداء المالي والأرباح للمساهمين، هذه النظرة يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة، في هذا الإطار، تؤكد دراسة (فاما) سنة 1980 على أن المدراء التنفيذيون يديرون سيرتهم المهنية بحيث ينظر إليها على أنها ذات إشراف فعال،

علاوة على ذلك، وعلى عكس نظرية الوكالة تقترح نظرية الإشراف توحيد منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من أجل تخفيض تكاليف الوكالة.

ثالثا: نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory) [9]

طورت هذه النظرية تدريجيا من قبل (فريمان، 1984)، وقد أشار إلى أن مساءلة المؤسسات تشمل مجموعة واسعة من أصحاب المصلحة، وحسب (ويلر وآخرون، 2002) نظرية أصحاب المصلحة مستمدة من مزيج من التخصصات الاجتماعية والتنظيمية، حيث قامت بدمج الفلسفة والأخلاق والسياسية والاقتصاد والقانون والعلوم التنظيمية، ويمكن تعريف أصحاب المصلحة بأنها: "**أي مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر أو يتأثر بتحقيق أهداف المنظمة**".

فالعديد من الباحثين اعترفوا بأن أنشطة المؤسسة تؤثر على البيئة الخارجية، بشكل يسمح بزيادة دائرة مساءلة المؤسسة إلى فئة أوسع لا تتضمن المساهمين فقط، فعلى سبيل المثال، اقترح (ماكدونالد وبوكستي) سنة 1979 أن المؤسسات لم تعد أداة للمساهمين وحدهم لكنها موجودة داخل المجتمع ويجب أن تتحمل مسؤوليات اتجاهه [10]. في نفس السياق، ترى نظرية أصحاب المصالح أن الأطراف المعنية بالمؤسسة لا يجب أن تنحصر في المساهمين والإدارة والموظفين فقط، بل ينبغي أن تشمل أيضا الهيئات الحكومية، والجماعات السياسية، والجمعيات التجارية، والنقابات، والمؤسسات الزميلة، والموظفين وعامة الجمهور، في بعض الحالات، يمكن اعتبار المنافسين والعملاء المحتملين من أصحاب المصلحة من أجل تحسين كفاءة الأعمال في السوق.

خلافا لنظرية الوكالة، تشير نظرية أصحاب المصالح إلى أن المدراء لديهم شبكة من العلاقات تشمل الموردين والموظفين وشركاء الأعمال... الخ، ويرى (فريمان، 1999) أن شبكة العلاقات هذه مهمة بخلاف العلاقة الموجودة بين المالك والمسير والموظف كما هو الحال في نظرية الوكالة، من ناحية أخرى، تحاول نظرية أصحاب المصلحة معالجة مجموعة أصحاب المصالح التي تستحق وتتطلب اهتمام الإدارة.

يشير (فريمان، 1984) أن شبكة العلاقات يمكن أن تؤثر على عملية اتخاذ القرارات، حيث تركز هذه النظرية على اتخاذ القرارات الإدارية مع الأخذ بعين الاعتبار أن مصالح جميع أصحاب المصلحة لها قيمة جوهرية، وحسب (كوليمان، 2008) نظرية أصحاب المصلحة تعتبر أفضل في تفسير دور حوكمة المؤسسات مقارنة بنظرية الوكالة من خلال تسليط الضوء على المكونات المختلفة للمؤسسة.

رابعا: نظرية اعتمادية الموارد (Resource Dependency Theory) [11]

تركز نظرية اعتمادية الموارد على دور مجلس الإدارة في توفير إمكانية الوصول إلى الموارد التي تحتاجها المؤسسة، فحسب (هيلمان وآخرون، 2000) هذه النظرية تركز على الدور الذي يلعبه المدراء في توفير وتأمين الموارد الأساسية للمؤسسة من خلال الروابط التي تجمعهم بالبيئة الخارجية، فحسب (جونسون وآخرون، 1996) منظري هذه النظرية يركزون على تعيين ممثلي للمؤسسات للوصول إلى الموارد الضرورية لنجاح المؤسسة، فعلى سبيل المثال، اشتمال مجلس الإدارة على مدراء خارجيين يعتبرون شركاء في مكتب محاماة مثلا سيسمح للمؤسسة بالحصول على المشورة القانونية اللازمة، هاته الأخيرة قد تكون مكلفة جدا للمؤسسة.

إن توفير الموارد يعزز الأداء التنظيمي للمؤسسة ويضمن بقاءها، فوفقا لـ (هيلمان وآخرون، 2000) يمكن تصنيف المدراء إلى أربعة فئات: الأفراد المطلعون، خبراء الأعمال، أخصائيو الدعم، والمؤثرين المجتمعيين، ويمكن توضيح كل فئة من الفئات السابقة فيما يلي:

- المطلعون: هم المدراء التنفيذيون الحاليون والسابقون للمؤسسة، يقدمون للمؤسسة الخبرة في مجالات محددة مثل المالية والقانون، فضلا عن الاستراتيجية العامة والتوجيه.

- خبراء الأعمال: هم كبار المدراء التنفيذيين الحاليين والسابقين، يوفرون الخبرة في مجال استراتيجية الأعمال وصنع القرار وحل المشاكل.

- أخصائيو الدعم: هم المحامون والمصرفيون وممثلو شركات التأمين وخبراء العلاقات العامة، يقدم هؤلاء المتخصصون الدعم في مجال تخصصهم الفردي.

- المؤثرون المجتمعيون: هم القادة السياسيون، وأساتذة الجامعة ورجال الدين، وقادة المنظمات الاجتماعية أو المجتمعية.

إن الاقتراح الأساسي لنظرية اعتمادية الموارد هو الحاجة لإقامة روابط بيئية بين المؤسسة والموارد الخارجية، من هذا المنطلق، يعمل المدراء على ربط المؤسسة بعوامل خارجية عن طريق اختيار الموارد اللازمة لبقائها في السوق، إضافة إلى ذلك، تدعم هذه النظرية تعيين المدراء في مجالس الإدارة بسبب قدرتهم على جمع المعلومات وربط شبكات الاتصال بطرق مختلفة، والتي من شأنها تقليل حالة عدم اليقين [12].

خامسا: النظرية السياسية (Political Theory) [13]

تشير النظرية السياسية إلى قدرة الحكومة وقطاع المؤسسات على تحديد تفويض السلطة لمدراء المؤسسات وعلاقتهم اتجاه أصحاب المصلحة الآخرين، وهذا يعني أن قدرة أصحاب المصلحة بالمؤسسة في التأثير على صنع القرار على المستوى الجزئي تخضع للإطار على المستوى الكلي، هذا الأخير بدوره يتأثر بسلطة قضائية معينة تعمل بها، وتجدر الإشارة إلى أن السياسة يمكن أن تخلق نظم مختلفة لحوكمة المؤسسات على الصعيد العالمي، حيث تصنف نظم حوكمة المؤسسات إلى فئتين رئيسيتين هما النظام الموجه نحو السوق والنظام الموجه نحو المصارف.

إن النظام الموجه نحو السوق المعروف أيضا بـ **"النموذج الأنجلوساكسوني"** المعتمد بالولايات المتحدة والمملكة المتحدة، يتم فيه إدراج المؤسسات بأسواق الأوراق المالية مع تميزها بتشتت الملكية، وهو ما يعني انخفاض قدرة حملة الأسهم على رصد ومراقبة الإدارة وهو ما يخلق صراع بين الطرفين، من جهة أخرى، اعتماد المؤسسات على أسواق رأس المال في الحصول على التمويل يجعل هذه المؤسسات معرضة للسيطرة عن طريق عمليات الاستيلاء العدائية، في هذه الحالة، مصالح أصحاب المصلحة كالموظفين والموردين ...الخ تأتي قبل مصلحة المساهمين، ووفقا لـ (رو، 2003) السياسات المرتبطة بالملكية المشتتة هي نتاج للتدخل السياسي الذي يهدف إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية عن طريق الحد من تأثير البنوك على المؤسسات. في المقابل، النظام الموجه للبنك أو **"النموذج القاري الأوروبي"** يتميز بالملكية المركزة، وقد اعتمد في معظم البلدان الأوروبية بالإضافة إلى اليابان، يتميز هذا النظام بتقييد سلطات التصويت التي تقوض إمكانية القيام بعمليات السيطرة العدائية، مع اعتماد أقل على أسواق رأس المال والمستثمرين الخارجيين.

ويوضح (رو، 2003) أن اختيار نماذج حوكمة المؤسسات يتفاعل بعمق مع "سياسة الدولة"، فالقوى السياسية في شكل أنظمة حزبية وتوجهات سياسية كلها عوامل تحدد درجة انتشار المساهمين فضلا عن العلاقات بين المدراء وأصحاب المصلحة.

يمكن القول، أن النموذج السياسي يسلط الضوء على قدرة الحكومات على ممارسة الرقابة على المؤسسات، باعتبارها ممثلة لعامة المساهمين وتسعى إلى حماية حقوق المساهمين ومساهمي الأقلية، وحسب (هاولي ووليامز، 1996) النموذج السياسي له تأثير هائل على تطورات الحوكمة، فعلى مدى العقود الماضية، كان لحكومات الدول تأثير سياسي قوي على المؤسسات، وكمثال على ذلك إفراز النظرية السياسية لنهج

التصويت من طرف المساهمين، ومن ثم فإن وجود نفوذ سياسي في حوكمة المؤسسات يمكن أن يوجه هذه الأخيرة، وتتحقق المصلحة العامة عندما تشارك الحكومة في عملية صنع القرار داخل المؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار جميع التحديات [14].

سادسا: نظرية تكلفة المعاملات (Transactions Cost Theory) [15]

يعتبر الاقتصادي (كوس ، 1937) أول من حاول حل التناقض القائم بين الطبيعة الهرمية للمؤسسة والالتزام بالتعاقد الحر مع السوق، حيث يعتبر أن علمية شراء وبيع السلع تنطوي على جميع أنواع التكاليف المباشرة وغير المباشرة، بما في ذلك تكاليف البحث عن المعلومات والتفاوض على العقود، بالإضافة إلى تكاليف التعاقد والتنفيذ، وبحسبه تساهم المؤسسات في التقليل من هذه التكاليف عن طريق الاستعانة بالطاقة الداخلية للمؤسسة (كتشغيل موظفين لدى المؤسسة يتم الاستعانة من خبراتهم دون اللجوء إلى طلب خدمات السوق على المدى الطويل)، إلا أنه في حالات أخرى هذا النهج نفسه يفسر سبب لجوء المؤسسات للتعاقد مع "مصادر خارجية"، لتأمين أجزاء من عملية الإنتاج بدلا من الاستعانة بالطاقة الداخلية للمؤسسة.

انطلاقا من أعمال (كوس، 1937)، قدم (ويليامسون، 1975) نظرية تكلفة المعاملات، التي حاولت تفسير الظروف التي يمكن من خلالها اختيار الشكل التنظيمي الأكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية في التعامل مع البيئة الخارجية، وقد أشارت النظرية إلى أن الأفراد يتميزون بصفتين هما **الرشادة المحدودة** التي تمكنهم من اتخاذ القرارات المثلى، و**السلوك الانتهازي** الذي يدفعهم إلى تحقيق مصالحهم الشخصية.

تشير هذه النظرية إلى أن المؤسسة عبارة عن مجموع العقود المطبقة من الناحية العملية لتنظيم وضبط المعاملات المستخدمة لتحقيق العلاقات التعاقدية، كما أن صناع القرار عليهم الموازنة بين التكاليف المرتبطة بأداء النشاط داخل المؤسسة مقابل الاستعانة بمصادر خارجية في السوق، بالتالي، إذا كانت تكلفة المعاملات باستخدام السوق أعلى يجب تنفيذ الصفقة من طرف المؤسسة، كما أنه في حالة الاستعانة بالسوق لتنفيذ المعاملة يجب عليهم تحديد العقد الأنسب للمؤسسة، في نفس السياق، تعتبر هذه النظرية المؤسسات جهات فاعلة تسعى إلى زيادة الربح والتقليل من التكاليف [16].

يمكن القول: أن نظرية تكلفة المعاملات تركز على تكاليف المؤسسة، إذ ترى أنه يجب على مسيري المؤسسة الموازنة بين تكاليف المعاملات المرتبطة بالمصادر الداخلية للمؤسسة والمصادر الخارجية في السوق، مع اختيار العقد الذي يحقق للمؤسسة أقل تكلفة، وذلك من أجل تحقيق أقصى قدر من الربح وضمان استمراريتها.

سابعا: النظريات الأخلاقية (Ethics Theories)

هناك نظريات أخرى ترتبط ارتباطا وثيقا بحوكمة المؤسسات وتركز على عنصر الأخلاق بالدرجة الأولى، وذلك عقب العدد الهائل من الفضائح المالية والمحاسبية التي شهدتها العديد من المؤسسات على المستوى الدولي، حيث جاءت هذه النظريات لإيضاح القيمة المضافة لمفهوم الأخلاق ومدى حاجة المجتمع إلى وجود معايير وأخلاقيات عمل داخل المؤسسة والأسواق المالية، ويشير مفهوم الأخلاقيات إلى مجموعة المبادئ والقيم الأخلاقية التي يجب أن يتصف بها كل من السلوك الإداري، وسلوك المساهمين والموظفين والموردين والمقرضين وجميع الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة بهدف تحقيق أهدافها، ويمكن حصر أهم النظريات الأخلاقية في: نظرية أخلاقيات الأعمال، نظرية الأخلاقيات الفضيلة، نظرية أخلاقيات الحوار [17].

يمكن القول: أن النظريات الأخلاقية ركزت على عنصر الأخلاق باعتباره السند الرئيسي لبناء العلاقة بين جميع الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة، فالقوانين والتوصيات الموضوعة سواء من طرف اللجان الحكومية أو هيئات البورصة أو اللجان الخاصة لا تكفي وحدها لحماية حقوق المساهمين والأطراف ذات المصلحة، وخلق الثقة بين هذه الأطراف، بل يجب تغليب الأخلاق على جميع المصالح الفردية الضيقة، وذلك من أجل ضمان نجاح المؤسسة واستمراريتها في السوق.

- مراجع المحاضرة 01:

[1] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). ***Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure***. Journal of Financial Economics, 3(4), p. 308.

[2] El Harti, M. (2001). ***La gouvernance des entreprises publiques marocaines: Représentations et perspectives***. p. 4, document disponible sur le site: *http://med-eu.org/documents/MED4/Dossier3/EL-HARTI.pdf*, date d'accès: [03/05/2015]

[3] Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). ***Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance***. Middle Eastern Finance and Economics, 4, p. 89.

[4] حماد، طارق عبد العال. (2005). ***حوكمة الشركات: المفاهيم، المبادئ، التجارب***. الدار الجامعية، مصر، ص ص. 51-52

[5] Jensen, M. C., & Meckling, W. H., Ibid

[6] Bukit, R. Br., & Iskandar, T. M. (2009). ***Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee***. Int. Journal of Economics and Management, 3 (1), p. 207.

[7] Abdullah, H., & Valentine, B., Op.Cit., p. 90

[8] حمدان، علام. (2016). ***العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة: دليل من البحرين***. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12(3)، ص. 483

[9] Abdullah, H., & Valentine, B., Op.Cit., p. 91

[10] Wan Yusoff, W. F., & Alhaji, I. A. (2012). ***Insight of Corporate Governance Theories***. Journal of Business and Management, 1(1), p. 55.

[11] Abdullah, H., & Valentine, B., Op.Cit., p. 92

[12] Wan Yusoff, W. F., & Alhaji, I. A., Op.Cit., pp. 56-57

[13] Htay, S. N. N., & Salman, S. A. (2013). ***Transaction Cost Theory, Political Theory and Resource Dependency Theory in The Light of Unconventional Aspect***. Journal Of Humanities And Social Science, 12(5), p. 90-91

[14] Abdullah, H., & Valentine, B., Op.Cit., p. 93

[15] Abdullah, H., & Valentine, B., Op.Cit., p. 92

[16] Htay, S. N. N., & Salman, S. A., Op.Cit., p. 90

[17] Abdullah, H., & Valentine, B., Ibid