



Munich Personal RePEc Archive

**CORPORATE GOVERNANCE OF
FINANCIAL INTERMEDIARIES:
CONVERGENCE AND DIVERGENCE**

Nedelchev, Miroslav

2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/52268/>
MPRA Paper No. 52268, posted 16 Dec 2013 07:49 UTC

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИ ПОСРЕДНИЦИ: КОНВЕРГЕНЦИЯ И ДИВЕРГЕНЦИЯ

*доц. д-р Мирослав Неделчев
МВБУ*

Докладът разглежда корпоративното управление от гледна точка на неговата еволюция. Използваната перспектива е дискусия между конвергенция и дивергенция при корпоративното управление на финансови посредници. През последните петдесет години дискусията е обект на изследване на поредица от научни и научно-приложни анализи.

Основан на модела „принципал-агент“, докладът илюстрира развитието на корпоративното управление, както и съвременните виждания за сближаване или разминаване на системите и практиките.

Ключови думи: корпоративно управление, финансови посредници

CORPORATE GOVERNANCE OF FINANCIAL INTERMEDIARIES: CONVERGENCE AND DIVERGENCE

by Miroslav Nedelchev

Summary:

The paper reviews the Corporate Governance from his evolution point of view. The used perspective is a discussion between convergence and divergence in corporate governance of financial intermediaries. The discussion is core for researches in scientific and implementation papers for last fifty years.

Based on “principal-agent” model the paper illustrates both the dynamics of corporate governance and contemporary points of view for convergence and divergence of systems and practices.

The functional convergence for corporate governance of financial intermediaries outruns the formal convergence. The decisions at national and international level are responds to market reality. The globalization process is leading for convergence of corporate governance, till shareholders’ ownership – for divergence.

The internal corporate governance is defined by path-dependence of the company. The revealed convergence concerns ownership rights and board accountability.

The external corporate governance is define by the globalization. The auditors convergence their practices for transparency to shareholders and investors. The regulators are convergent by requirements of stock exchanges.

Keywords: corporate governance, financial intermediaries

Въведение

Конвергенция (лат. *convergere*) означава сближаване на системи и практики с цел постигане на определено състояние. За нуждите на доклада, *ad hoc* приемаме под конвергенция сближаване на системи и практики по корпоративно управление за адаптиране на финансовите посредници към процеса на глобализация.

Съвременните системи и практики по корпоративно управление биват два вида: континентална и англосаксонска [24, 4]. Основата за тяхната класификация е относителната важност на търговските банки и фондовите борси за корпоративното финансиране: на една ръка разстояние или контролно-ориентирана [12, 91]. Функционалистският подход към финансите разглежда двата типа системи и практики от гледна точка на намаляване на информационната асиметрия и разходите [32, 688].

Дивергенцията (лат. *divergere*) е антипод на конвергенцията. Под дивергенция ще разбирате раздалечаване на системите и практиките по корпоративно управление в процеса на еволюция на финансовите посредници.

Конвергенцията и дивергенцията се осъществяват във функционален и формален аспект [25, 11]. Общото между двата аспекта е отчетността на ръководителите към акционерите за постигнатите финансови резултати.

Функционалната конвергенция представлява ефективна интеграция на институционалните компоненти. Тя намира приложение при наличие на сходни икономически системи, например отчетността на ръководителите може да е нормативно изискуема или едностранно приета [26, 32]. Целта на функционалната конвергенция е адаптивност спрямо нови изисквания [14, 24]. Тази конвергенция се прилага при създаване и функциониране на междусекторна финансова група.

Формалната конвергенция сближава законите на отделните държави. Тя се провежда отгоре-надолу и е свързана с трудности при прилагане на нормативната уредба в практиката. Формалната дивергенция се извършва на ниво дружествено право и регулиране на ценни книжа. При общото право, англосаксонската система на корпоративно управление, финансовите посредници трябва да сключат договори по няколко правни норми. При гражданското право, континенталната система на корпоративно управление,

съществуват повече законоустановени права и компаниите са по-малко гъвкави при промени във външната среда [36, 19]. Тази конвергенция намира приложение при създаване и функциониране на трансгранична финансова група.

В резултат на взаимодействието между функционална и формална конвергенция възниква пространствена дивергенция, която е обективен резултат от икономическото развитие. Глобализацията, пространствената дивергенция, принуждава финансовите посредници да приемат общи практики по корпоративно управление (функционална и формална конвергенция) [30, 43]. Пространствената конвергенция на корпоративното управление изисква промени в други области като закони за регулиране и данъчно право [26, 23].

От средата на XIX век дружественото право се конвергира на световно ниво. Нормативната конвергенция включва пет черти, характерни за всяко законодателство: юридическа персоналност, вкл. упълномощен орган да сключва сделки от името на компанията; ограничена отговорност за акционерите; акционерна собственост от инвеститори на капитал; делегирано управление от борда; прехвърляемост на акциите.

През XX век конвергенцията е форма на икономическа интеграция. Съгласно системната теория конвергенцията на финансовите системи се основава на конфигурация от комплиментарни елементи [29, 67]. Конвергенцията на финансовите системи се концептуализира върху процеса на историческото развитие на институционалните промени.

Конвергенцията и дивергенцията на корпоративното управление са обект на изследване от началото на регулирането на трансграничната дейност на финансовите посредници. Пионерският труд на А. Гершенкрон от 1962 г. изследва разликите между финансовите системи на Германия и Великобритания [24, 4]. След него анализаторите разширяват обхвата на държавите и включват САЩ и Япония. Съвременната литература по конвергенция и дивергенция разглежда разликите между пазарно-ориентирана и банково-ориентирана системи на корпоративно управление [29, 8].

Глобализацията на икономиката променя практиките по корпоративно управление в сектора на финансовите услуги [8, 413]. Формират се две противоположни мнения. Една група автори смятат, че различните системи на корпоративно управление ще се сближат към икономически най-добрата практика [16, 641; 28, 439]. Друга група автори смятат, че подобна конвергенция няма да се извърши поради зависимостта от историческото развитие на отделните компании [11, 127; 39, 233].

На международно ниво еволюцията на практиките по корпоративно управление бележи три етапа [35, 32].

Либерализацията от 1970-те г. дивергира практиките в отделните държави чрез програми по приватизация. Мажоритарният акционер, в лицето на държавата, допуска външни акционери, като запазва състава на ръководителите.

Дерегулацията от 1980-те г. конвергира практиките в отделните държави чрез приемане на национален кодекс по корпоративно управление. Следствие на този процес се унифицират изискванията към публични компании чрез реформи на фондовите борси. Dereгулацията създава сложна мениджърска структура и увеличава концентрацията на собственост [43, 421].

Глобализацията от 1990-те г. конвергира практиките по корпоративно управление чрез водещото участие на наднационални организации [1, 43]. Основните финансови посредници, банките, конвергират своите практики по корпоративно управление следствие на Базелския конкордат (1988 г.). Вълната от навлизане в друг финансов сектор, породила bankassurance, сближава практиките на банките и застрахователните компании [3, 81]. Конвергенцията е способствана от регулаторната конкуренция и надзорната хармонизация [26, 46]. Възниква „конвергенционен оптимизъм“.

За справяне с последиците от глобалната рецесия международните организации (Г-20, Организация за икономическо сътрудничество и развитие, Световна банка) предприемат поредица от мерки [34, 3]. Усилията им са насочени към реформа в корпоративното управление на финансовите посредници. Фокусът е поставен на въвеждане на нови практики по възнаграждение на ръководителите за балансиране на предприетия риск и дългосрочните резултати. Органите за определяне на международните стандарти стимулират конвергенцията чрез създаване на ръководства, основани на принципи, които са приложими на глобално ниво. Концепцията е насочена към трансформиране на финансовите резултати в нов модел на „stakeholder governance“.

На ниво Европейски съюз конвергенцията намира приложение като икономическа интеграция.

От 1950-те г. основната цел е достигане на социална кохезия и хармонизация на развитие на отделните региони. За ЕС хармонизацията е еквивалент на конвергенция [40, 93].

От 1970-те г. практиките по корпоративно управление са резултат от индивидуални инициативи и отделни национални законодателства.

Хармонизацията на дружественото право на държавите-членки е в правомощието на Европейската комисия чрез предложения и директиви.

През 1980-те г. конвергенцията се извършва чрез консолидация на изискванията на фондовите борси към публичните дружества. Приемането на Втора банкова директива консолидира континенталния модел на универсално банкиране, включващо инвестиционно и търговско банкиране [20, 2]. Директивата отменя хармонизацията „one size fits all” към пазарни и саморегулиращи механизми за създаване на конкурентна среда [41, xi]. Съвременната литература отразява разбирането за „one size does not fit all” на приетите практики по корпоративно управление [27, 7].

От 1990-те г. икономическата интеграция се характеризира с въвеждането на единната валута. Прилагането на Програмата за Единен пазар има влияние върху националните пазари в Европа и индуцира конвергенция в промишлените структури между държавите [23, 597]. Последвалата вълна от сливания и поглъщания намали ролята на банките и увеличи значението на фондовите борси. Независимо от икономическата интеграция, практиките по корпоративно управление в Европейския съюз дивергират, като различията между държавите превишават различията между икономическите сектори [47, 639].

С началото на XXI век в ЕС се използват доброволни кодекси по корпоративно управление. Те се приемат едностранно от финансовите посредници като частен случай на дерегулация. Саморегулирането бе сигнал за необходимостта от глобална конвергенция на стандартите между традиционно дивергиращите национални системи [33, 315].

Политиката на Европейската комисия бе прилагане на национални кодекси по корпоративно управление, основана на принципа „спазвай или обяснявай” [6, 9]. Националните кодекси спомагат за изготвяне на стандарти по конвергенция на корпоративното управление между държавите-членки [22, 8]. Създадоха се универсални изисквания към акционерите да упражняват контрол над действията на борда. Благодарение на приложените национални кодекси бе констатирано конвергиране на корпоративното управление в ЕС [38, 20].

За справяне с последиците от икономическата рецесия, Европейската комисия предложи нов начин за подобряване на мониторинга върху корпоративното управление [21, 4]. Саморегулирането бе определено като неефективно и заменено от паневропейски правила, основани на „Европейска рамка за корпоративно управление” (2011 г.). С новата рамка се уеднаквява отговорността на акционерите за активно участие чрез упражняване правото на глас. Правилата за по-висока конвергенция в ЕС ще намалят разходите по спазване на националните кодекси и ще повишат конкурентоспособността на паневропейско ниво.

На ниво Източна Европа практиките по корпоративно управление комбинират характеристики на континенталната практика, контролиращи акционери, с елементи на англосаксонската практика - защита на миноритарните акционери. Поради прехода към пазарна икономика прилагането на добри практики по корпоративно управление се извърши чрез приватизация и навлизане на значими чуждестранни компании. Основният агентски конфликт е между контролиращи акционери и миноритарни акционери, а не между акционери и ръководители, както е при англосаксонската практика [13, 11]. Водещ фактор за добрите практики по корпоративно управление е финансовата борса, на която са котираните акции.

Съществуващото множество от изследвания по конвергенция и дивергенция на корпоративното управление може да се обобщи до анализ на системите и практиките като цяло. Използваните методологии не операционализират до ниво участници в корпоративното управление, както и използваните инструменти.

Настоящият доклад има за обект на изследване отделните компоненти на корпоративното управление, което го отличава от досегашните методологии. В процеса на анализ ще приемем модела „принципал-агент”. Поради специфичните черти на корпоративното управление на финансовите посредници ще използваме метода *АРЕНИ* (*Акционери, Ръководители, Експерт-счетоводители, Надзорни органи, Инструменти*) [2, 15].

Акционерите на финансови посредници, като принципал в корпоративното управление, се характеризират с висока степен на конвергенция при защита на техните права [42, 25]. Сближаването на системите и практиките се извършва чрез няколко елемента на корпоративното управление. Първо, конвергенцията се провежда чрез прилагане на принципа „една акция-един глас”, специфичен за англосаксонската практика на корпоративно управление. Следвайки тенденцията за увеличаване броя на публичните компании, принципът бе модифициран до „една акция-един глас-един дивидент” [4, 11]. Второ, с програмите по приватизация и дерегулация се увеличи защитата на миноритарните акционери поради концентрирането на собственост [19, 1].

При други елементи на корпоративното управление се отбелязва дивергенция. Задълженията на акционерите продължават да се определят от националните законодателства [47, 641]. Защитата на акционерите при поглъщане остава занижена в държави с континентална практика на корпоративно управление поради слабо развития пазар на корпоративен

контрол. Основните причини за дивергенцията могат да се обобщят до структурни и системни пречки [11, 128]. Структурните пречки са породени от наличието на различен тип на собственост, независимо от конвергенцията на националните закони. Към системните пречки се отнасят двата типа на историческо развитие: определено от структурата и определено от правилата на корпоративното управление. Именно историческото развитие, определено от правилата, обяснява наличието на различни акционерни структури без законите да са конвергиращи.

Чуждестранните акционери не оправдаха очакванията за конвергенция на корпоративното управление при придобиване на собственост в Източна Европа. Те не са склонни да изнасят по-добри практики на корпоративно управление към приемащата държава [31, 32]. Анализите не намират доказателство, че институционалните инвеститори и капиталовите пазари извършат промоциране на „добри практики“ в новите демокрации [48, 230; 9, 415]. Поради факта че се заимства чуждестранен опит от няколко държави, националните практики остават дивергиращи [7, 23].

Ръководителите на финансови посредници, като агент в корпоративното управление, бележат дивергенция на типовете борд поради различия в акционерната структура [26, 82].

Конвергенцията се провежда по отношение отчетността на ръководителите пред общото събрание на акционерите за постигнатите финансови резултати. За всички държави и сектори се забелязва конвергенция към увеличаване структурата на борда и разкриването на информация [47, 651].

Конвергенцията има две насрещни дифузии. От една страна се увеличава прилагането на континенталната система на корпоративно управление за отделяне на управлението от контрола чрез независим борд и увеличаване значението на модела на заинтересованите лица [44, 31]. От друга страна се увеличава прилагането на англосаксонската система на корпоративно управление за задължително въвеждане на независими директори и комитети с надзорни функции [45, 4].

След извършените реформи в пенсионното законодателство, англосаксонската система на корпоративно управление започва да се прилага и в континенталната практика чрез увеличаване броя на независимите директори и отделяне на главния изпълнителен директор от председателя на борда [35, 42]. Независимо от хармонизацията на националните закони в Европейския съюз все още се отчита дивергенция на съотношението за броя на външните директори в борда, независимостта на председателя на комитетите с надзорни функции и изискванията към образованието и опита на председателя на борда [15, 12].

Експерт-счетоводителите бележат конвергенция в своята дейност чрез прилагане на Международните стандарти за финансово отчитане [46, 23]. Основната цел при разработването на международните стандарти е в глобален мащаб да има прозрачност и сравнимост на отчетената финансова информация за инвеститорите за да могат ефективно да разположат капитала.

Нормативната конвергенция стартира през 2005 г. чрез съвместни работни програми за конвергенция на националните счетоводни принципи и стандарти с компетентните органи на Япония, Канада и САЩ. Взаимодействието между органите на САЩ и Европейския съюз доведе до конвергенция в областта на счетоводството и одита, но не и в областта на корпоративното управление [18, 291].

Надзорните органи бележат конвергенция при своята дейност вследствие на глобализацията. Най-висока степен на конвергенция се отчита при практиките на надзорните органи в законодателството по ценни книжа, докато в дружественото право все още има различия [16, 41].

Сближаването на практиките намира приложение в сътрудничеството на надзорните органи от изпращащата и приемащата държава. Целта на конвергенцията е разумен надзор над трансгранични финансови групи на консолидирана основа [10, 23].

За глобална конвергенция на надзорните практики през 2011 г. G-20 създава „Private Sector Taskforce of Regulated Professions and Industries”. Функцията на новата група от надзорни органи е да предоставя анализи и препоръки на регулаторите за икономическата стабилност на световните капиталови пазари [37, 2]. Основната мотивация за подобряване на регулаторната координация е минимизиране на ефекта от системен риск поради несъвместими регулаторни ангажименти. Глобалната регулаторна конвергенция е средство за достигане на международна конкуренция, предоставяне на прозрачна информация за потребителите на финансови услуги и по-ясно показване на регулативните режими за пазарните участници по света.

Инструментите при корпоративното управление на финансови посредници са прилагане на комитети по одит и контрол над рейтингови агенции.

Вследствие на поредица от фалити при прилагане на счетоводните практики, практиките се конвергират чрез въвеждане на англосаксонската концепция за комитет по одит [17, 8]. През 1996 г. Европейската комисия публикува „Зелена книга”, в която „комитетите по одит са съществена част

от състава на борда”. Мотивите за прилагането на комитети по одит са свързани с интегриране и осъвременяване на дружественото право с изискванията на бизнеса, пазарите и обществото.

Англосаксонската практика за участие на рейтингови агенции в корпоративното управление се прилага в континенталната практика след приемане на промени в пенсионното законодателство и вълната от регистриране на чуждестранни фондови борси. След началото на световната финансова криза рейтинговите агенции на територията на Европейския съюз се регистрират при Комитета на европейските регулатори на пазарите на ценни книжа.

Заключение

В качеството на изводи може да се твърди, че при корпоративното управление на финансови посредници функционалната конвергенция изпреварва формалната. Предприетите действия на национално и наднационално ниво за конвергенция на практиките са в отговор на пазарната реалност. Глобализацията е ключов фактор за конвергенцията на корпоративното управление, а акционерната собственост - за дивергенцията му.

Конвергенцията между сектори изпреварва конвергенцията между държави. Функционалната конвергенция, сближаване на практиките по корпоративно управление при междусекторни финансови групи, изпреварва формалната конвергенция, характерна за транснационални финансови групи. Бъдещето развитие на корпоративното управление в ЕС ще се основава на единната практика, заложена в Регламента за статута на европейското дружество [5, 21].

При бъдещи изследвания е препоръчително да се разглеждат отделните съставни части на корпоративното управление. Извършеният опит за анализ показва, че дилемата между конвергенция и дивергенция при корпоративното управление на финансови посредници се определя от акционерната собственост.

Вътрешните участници в корпоративното управление определят своите практики в зависимост от историческото развитие на компанията. Акционерите се сближават по отношение защитата на собственост и свързаните с нея имуществени и неимуществени права. Ръководителите конвергират по отношение на отчетността пред акционерите, но дивергират по състав на борда.

Външните участници в корпоративното управление конвергират практиките си следствие на глобализацията. Експерт-счетоводителите се конвергират по отношение на универсална прозрачност към акционерите и

инвеститорите. Надзорните органи се конвергират чрез изискванията на фондовата борса.

Инструментите на корпоративното управление конвергират за отчетност на ръководителите пред акционерите и за прозрачност пред инвеститорите.

Използвана литература:

1. Неделчев, М. Корпоративно управление в банковата система. Сиела, София, 2004.
2. Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови компании. Тракия-М, София, 2005.
3. Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови конгломерати (Juncte Et Impera). Буквите, София, 2006.
4. Неделчев, М. Корпоративно управление и дивидентна политика. АВД Груп, София, 2007.
5. Неделчев, М. Корпоративно управление на европейско дружество (SE). Летера, Пловдив, 2008.
6. Неделчев, М. Корпоративно управление на финансови групи (спазвай и обяснявай). Летера, Пловдив, 2010.
7. Неделчев, М. Корпоративно управление във финансовата система на България (1898-1947 г.). Авангард принт, София, 2012.
8. Abdesselam, R., S. Cieply, A.-L. Le Nadant. Transfers of Ownership Rights: An Empirical Study of Five European Countries. *Brussels Economic Review*, Vol. 51, № 4, Winter, 2008, pp. 413-434.
9. Aguilera, R., A. Cuervo-Cazurra. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, № 25, 2004, pp. 415-443.
10. Basel Committee on Banking Supervision. Principles for home-host supervisory cooperation and allocation mechanisms in the context of Advanced Measurement Approaches (AMA). November 2007.
11. Bebchuk, L., M. Roe. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, Vol. 52, 1999, pp. 127-170.
12. Berglöf, E. Corporate Governance Reform - Redirecting the European Agenda. *Economic Policy*, April, 24, 1997, pp. 91-124.
13. Berglöf, E., A. Pajuste. Corporate Governance in Central and Eastern Europe. in P. Cornelius, B. Kogut. *Global Competitiveness and Corporate Governance*. Oxford University Press. 2003.
14. Bratton, W., J. McCahery. The Case Against Global Cross Reference. in: McCahery J., P. Moerland, T. Raaijmakers, L. Renneboog (eds.). *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity*. Oxford University Press. 2002.

15. Challenging board performance. European Corporate Governance Report 2011. Heidrick & Struggles International, Inc. 2011.
16. Coffee, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. Columbia University School of Law, Working paper 144, 1998.
17. Collier, P., M. Zaman. Convergence in European Governance Codes: The Audit Committee Concept. Blackwell Journal: Corporate Governance: an international review, Nov-2005, 13 (6), pp. 753-768.
18. Dewing, I., P. Russell. Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron. Journal of Common Market Studies, 42 (2), 2004, pp. 289-319.
19. Earle, J., S. Estrin. Privatization, Competition, and Budget Constraints: Disciplining Enterprises in Russia. Economics of planning, 36 (1), 1998, pp. 1-22.
20. European Commission. Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Communication from the Commission COM (1999), 1999.
21. European Commission Looks to Improve Corporate Governance. 2011.
22. Financial Reporting Council. Effective Corporate Governance. 2011.
23. Geroski, P., K. Gugler. Corporate Growth Convergence in Europe. Oxford Economic Papers, Volume 56, 2004, pp. 597-620.
24. Gerschenkron, A. Economic Backwardness in Historical Perspective. Harvard University Press. Cambridge Mass. 1962.
25. Gilson, R. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function. Stanford Law and Economics Olin Working Paper № 192, May 2000.
26. Gordon, J., M. Roe. Convergence and persistence in corporate governance. Cambridge University Press. 2004.
27. Gregory, H. Comparing Corporate Governance Principles & Guidelines. Weil, Gotshal & Manges LLP, 2012.
28. Hansmann, H., R. Kraakman. The end of history for corporate law? Yale Law School Working Paper № 235, 2000.
29. Hölzl, W. Convergence of financial systems: towards an evolutionary perspective. Journal of Institutional Economics. Volume 2, 2006, pp. 67-90.
30. Khanna, T. Globalisation and Convergence in Corporate Governance. Harvard Business School, November 2001.
31. Klapper, L., L. Laeven, I. Love. What drives corporate governance? Firm-level evidence from Eastern Europe. Policy Research Working Paper Series 3600, World Bank. 2005.
32. Levine, R. Financial development an economic growth: views and agenda. Journal of Economic Literature, 35, 1997, pp. 688-726.

33. Lütz, S., D. Eberle, D. Lauter. Varieties of private self-regulation in European capitalism: corporate governance codes in the UK and Germany. *Socio-Economic Review*, Volume 9, Number 2, 2011 , pp. 315-338.
34. McRitchie, J. *Governance After the Financial Crisis*. 2011.
35. Mullineux, A. *Financial Sector Convergence and Corporate Governance. An European Perspective*. Springer, 2002.
36. Nestor, S., J. Thompson. *Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence Underway?* OECD, Paris, 2000.
37. Private Sector Taskforce of Regulated Professions and Industries. *Regulatory Convergence in Financial Professions and Industries. Final Report to G-20 Deputies*. 2011.
38. Financial Reporting Council. *Riskmetrics study commissioned by the EU commission: Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States*. 2009.
39. Roe, M. Corporate Law's Limits. *Journal of Legal Studies*, 31(2), 2002, pp. 233-271.
40. Schaede, U. *Toward a New System of Corporate Governance in the European Union: An Integrative Model of the Anglo-American and Germanic Systems*. *European and Transatlantic Studies*, 1995, pp. 93-119.
41. Scharpf, F. *Governing in Europe: Effective and Democratic*. Oxford University Press. 1999.
42. Siems, M. *Convergence in Shareholder Law*. Cambridge University Press, 2008.
43. Stacey, K., K. Lehn. Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival. *American Economic Review Papers and Proc.*, 87, 1997, pp. 421-425.
44. Thomsen, S. Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards. *European Business Organization Law Review*, 4, 2003(1), pp. 31-50.
45. Walker, D. *Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry*. 2009.
46. Willemain, J. *Corporate reporting: Trends and tensions in convergence*. Deloitte, 2008.
47. Wójcik, D. Convergence in corporate governance: evidence from Europe and the challenge for economic geography. *Journal of Economic Geography*, 6(5), 2006, pp. 639-659.
48. Wymeersch, E. Convergence or Divergence in Corporate Governance Patterns in Western Europe? In McCahery, J., P. Moerland, T. Raaijmakers, L. Renneborg, (eds.). *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford, Oxford University Press, 2002, pp. 230–250.