

3 Mayıs 2005

KURUMSAL YÖNETİMDE DÜNYADAKİ GELİŞMELER KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ VE KURUMSAL YÖNETİM REYTINGİ

Güler Manisalı Darman

Milletlerarası Ticaret Odası (ICC) Finans Komitesi Üyesi

Milletlerarası Ticaret Odası (ICC) Finansal Hizmetler ve Sigortacılık Komisyonu Üyesi

20. Yüzyılda şirketler dünyanın en güçlü kuruluşları haline gelmiştir. Faaliyetleri ve nasıl iş yaptıkları dikkatle izlenir olmuştur. Son yıllarda, dünyanın her tarafında ard arda meydana gelen, Enron, WorldCom (ABD), Parmalat (İtalya), Ahold (Hollanda) ve Yanguangxia (Çin) gibi şirket skandalları, “kurumsal yönetim” kavramını gerek işdünyasının gerekse devletlerin gündemine oturtmuştur. Kurumsal yönetim, bütün dünyada, uluslararası teşkilatlarda tartışılmaya başlanmış, ülkeler, şirketler ve ilgili tüm kuruluşlar, kendileri için en doğru ve en iyi kurumsal yönetim biçimini aramaya başlamışlardır. Gerek akademik alanda, gerekse iş dünyasında bir çok araştırmalar yapılmış, yayınlar çıkartılmıştır. Başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere, hemen hemen 50 ülke kurumsal yönetim kodları, prensipleri veya kuralları yayınlamışlardır.

Son gelişmeler göstermiştir ki, herkes için uygun “tek tip” bir kurumsal yönetim sistemi bulunmamaktadır. Ancak, küreselleşme, borsaların uygulamaya koyduğu kurallar, satınalma ve devralmalar ve şirket değerlemeleri kurumsal yönetimde büyük ölçüde yakınsama sağlamaktadır.

Biz bu çalışmada kurumsal yönetimi tetikleyen unsurlar içinde en önemlilerinden olan borsalar tarafından koyulan kurallar ve şirket değerlemelerini tartışıp, uygulamadaki etkileri, önemi, güvenilirlikleri üzerinde duracağız. Kurumsal Yönetim uygulamaları açısından bütün dünyada örnek olarak gösterilen Brezilya Borsası BOVESPA’nın sıkı kurumsal yönetim prensiplerini uyguladığı Novo Mercado alt borsasını ve Milano Borsası’sının Star alt borsasını örnek olarak inceleyeceğiz.

BORSALARDA UYGULAMAYA KOYULAN KATI KURALLAR

Bütün dünyada, sermaye piyasalarını regule eden düzenleyici kuruluşlar ile borsaların büyük bir çoğunluğu işbirliği halinde kurumsal yönetim prensiplerini aradıkları şartlar arasında sıralamışlardır.

Bunlardan bazıları, örneğin NewYork ve Nasdaq, buraya kote olacak şirketlerin kurumsal yönetim prensipleri doğrultusunda yönetim kurulu üyesi olmanın standartları, yönetim kurulu üyesinin sorumlulukları, yönetim kurulu üyesi ile şirket üst yönetimi arasındaki ilişkiler, yönetim kurulu üyelerinin hak ve menfaatlerinin tespiti, yönetim kurulu üyelerinin oriantasyonu ve eğitimi, şirket üst yönetimine yeni yöneticilerin atanması ve yönetim kurulunun değerlemesi gibi bilgilerin borsaya sunulmasını istemektedirler. NewYork borsasının istediği bu bilgiler Amerikan Menkul Kıymetler Komisyonu'nun (Security Exchange Commission-SEC) onayından geçmiş formlarla (303A.09) talep edilmektedir.

İngiltere'de şirketlerin uyacakları kurumsal yönetim prensipleri "combined code" denilen ve Temmuz 2003 de revize edilen kanunla düzenlenmiştir. Ocak 2003'de yayınlanan Higgs raporu özellikle icracı olmayan yönetim kurulu sorumluluklarını ele almış ve Smith Rehberi de denetim komiteleri ile ilgili düzenlemeler getirmiştir. Londra Borsası, bütün bu çalışmaları baz alarak, şirketlere kurumsal yönetim prensipleri konusunda yol göstermek üzere oldukça kapsamlı bir kurumsal yönetim rehberi hazırlamıştır.

Diğer taraftan Hong Kong Borsası, kurumsal yönetim prensiplerinin temel unsurlarından olan bağımsız yönetim kurulu üyesini tanımlamamış; yerine, bir yönetim kurulu üyesinin bağımsızlığını engelleyen ve icracı olmayan üye sıfatını kaybetmesine sebep olacak unsurları sıralamıştır. Yönetim kurulu üyelerinin, düzgün karakterde, donanımlı, deneyimli bir insan ve bağımsız bir yönetim kurulu üyesi olduklarına dair borsayı ikna sorumluluğu, yönetim kurulu üyelerin kendisine bırakılmaktadır.

Yukarıdaki örneklerden de görüldüğü üzere borsalar bir şekilde kurumsal yönetim prensiplerini bünyelerine entegre etmişlerdir.

Bütün dünyada özellikle iki borsa, son derece katı kurumsal yönetim prensipleri uygulanırsa, şirketlerin hisse değerlerinin arttığını uygulamaları ile göstermiştir. Bu iki borsa bu nedenle

iki önemli örnek olarak ele alınmaktadır. Bunlar Brezilya BOVESPA borsasının alt borsası olan Novo Mercado ve Milano Borsasının alt borsası olan Star'dır.

BOVESPA ve Novo Mercado Örneği

2000'li yıllarda meydana gelen şirket skandallarından sonra, Brezilya borsası yerli ve yabancı yatırımcıları çekmek için mevcut kotasyon kurallarında reform yapma ve daha iyi kurumsal yönetime doğru yönelme gereğini hissetmiştir. Yatırımcıların riskini azaltmak, pazarda likiditeyi ve hisse değerlerini arttırmak amacıyla Novo Mercado (Yeni Pazar) denilen alt borsa yaratılmıştır. Novo Mercado'da amaçlanan hissedarlar ile şirket üst yönetimi arasında asimetrik enformasyondan kaynaklanan haksızlığa engel olmak, hissedar haklarını garanti altına almaktır. Novo Mercado'da yer almak isteyen şirketler;

- Üç ayda bir yayınladıkları mali tablolarına ilaveten konsolide mali tablolarını ve nakit akım tablolarını açıklamak,
- Üç ayda bir özet bağımsız denetim raporlarını yayınlamak,
- Minimum halka açıklık oranı %25 olmak zorunda ve borsada işlem gören hisseleri ile ilgili sürekli güncel bilgi vermek,
- Yılda en az bir defa yatırım uzmanlarının ve diğer ilgili tarafların katılacağı bir kamuyu aydınlatma toplantısı düzenlemek,
- Şirket faaliyetleri ile ilgili yıllık bir takvim yayınlamak,
- Şirket üst yönetimi ve hakim ortakların hisse alım satımı ile ilgili faaliyetleri ve stok opsiyon planları ile ilgili aylık bilgi vermek,
- Firmanın net değeri veya hangisi büyükse ilişkili taraflarla yapılan 200.000 R\$' aşan sözleşmeler hakkında bilgi yayınlamak zorundadırlar.

Novo Mercado'nun getirdiği en katı kural yatırımcı hakları ile ilgilidir. Buraya kote firmalar sadece adi hisse senedi ihraç edebilmektedirler ve tercihli hisse senedi ihraç etmemeyi taahhüt etmektedirler. Normalde, Brezilya'da şirketler hukuku, şirketin sermayesinin üçte ikisine kadar tercihli hisse senedi ihraç edebilme hakkını vermektedir. Son getirilen değişiklikle, yeni kurulan şirketlere bu hak %50 oranına çekilmiştir.

Halen BOVESPA'ya kote 370 şirketin, geçmişten gelen bu uygulama nedeniyle, sermayelerinin üçte ikisi tercihli hisse senedinden oluşmaktadır. Bu şirketlerin de kendilerini

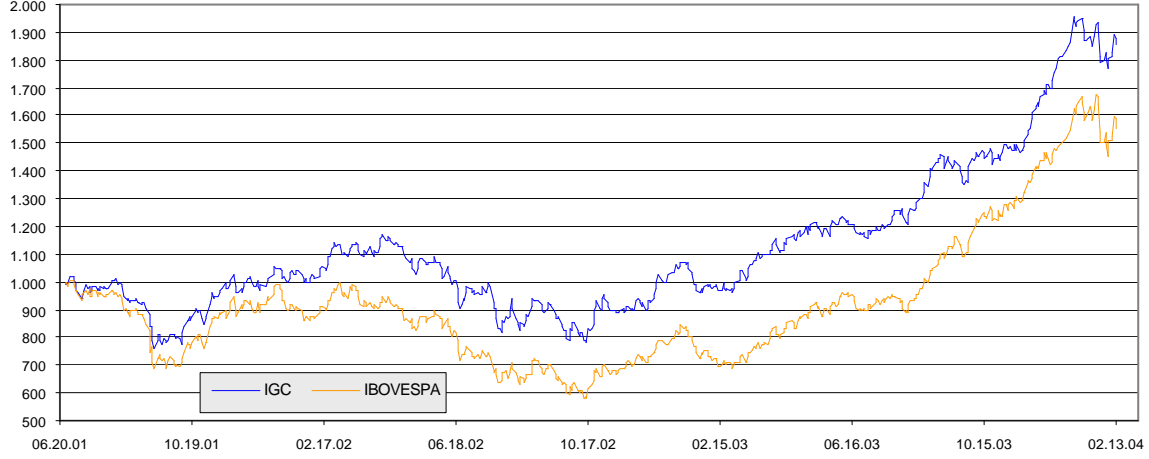
yeni kurumsal yönetim prensipleri doğrultusunda yapılandırabilmeleri için “level 1 ve level 2” diye iki aşamadan geçmelerine olanak sağlanmıştır. 1. düzey şirketlerin daha şeffaf hale gelmelerini temin için, hakim ortaklar, yönetim kurulu üyeleri, ve üst yönetim tarafından yapılan hisse alım-satımı hakkında daha fazla bilgi sağlanmasını talep etmektedir. 2. düzeyde ise, bazı istisnalar hariç, Novo Mercado’da talep edilen bilgilerin büyük bir kısmı talep edilmektedir.

Şirketler, BOVESPA ile, Novo Mercado, 1. düzey ve 2. düzeyin şartlarına uyacaklarına dair bir anlaşma imzalamaktadırlar. BOVESPA, şirketlerin bu anlaşma ile altına girdikleri taahhütleri yerine getirip getirmediğini takip etmekte ve yürütülmesini temin etmektedir.

Novo Mercado’nun getirdiği en önemli yeniliklerden bir tanesi, hissedarlar ve şirketler arasındaki ihtilafları çözmeye yönelik Pazar Tahkim Paneli’dir (Market Arbitration Panel). Panel tahkim ve şirketler ile ilgili konularda uzman kişilerden oluşmakta, ve yatırımcı ve şirketler arasındaki ihtilafların çözülmesinde yardımcı olmaktadır.

Ocak 2004 tarihi itibarıyla Novo Mercado, 1. düzey ve 2. düzey’de toplam 36 şirket bulunmaktadır. Aynı tarih itibarıyla, bu şirketler BOVESPA’nın toplam değerinin %34’ünü ve hacminin toplam %31.7 oluşturmuşlardır. BOVESPA’da toplam 370 firma olduğunu düşünürsek bu rakamların değeri daha iyi anlaşılmaktadır.

26 Haziran 2001 – 16 Şubat 2004 tarihleri arasında BOVESPA ve Kurumsal Yönetim Endeksinin karşılaştırılması



Ekim 2002’de Sao Paulo Üniversitesi’nden Prof Antonio Gledson de Carvalho yaptığı çalışmada şirketlerin Novo Mercado, Düzey 1 ve Düzey 2’de yer almalarının hisse değerlerini, ticaret hacimlerini ve likiditelerini arttırdığını ortaya koymuştur.

STAR- Nitelikli Orta Ölçekli Firmalar Alt Borsası

İtalyan Borsası tarafından Nisan 2001’de kurulan Star, sıkı kurumsal yönetim prensiplerinin uygulandığı ikinci en iyi örnektir. İtalyanca açılımı “Segment Titoli con Alti Requisiti (High Standart Mid-Cap Market) olan Star, Mercato Telematico Azionario-MTA, elektronik sermaye pazarının bir alt borsasıdır. Star’a piyasa değeri 800 milyon Euro veya daha az küçük ve orta ölçekli, yüksek standartlarda şirketler kote olmaktadır. Ocak 2005 tarihi itibariyle, Star ve techStar’a kote olan şirket sayısı toplam 69’dur. Bu şirketlerden 45 tanesi Star, 24 tanesi techStar kotedir. Ortalama halka açıklık oranı %43’dür. Piyasa değeri, 17 milyar Euro’dur.

Haziran 2003’de İtalyan Borsası’na yayınlanan bir araştırmaya göre, Star’a kote olan şirketlerin

- %100’ünde atama komitelerinin üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmaktadır,

- 100'ünde iç denetim departmanları vardır, %98'de iç denetim komiteleri vardır. Bu komitelerin %77'si bağımsız üyelerden oluşmaktadır.
- Hak ve Menfaatların tespiti ile ilgili ilgili komitenin üyelerinin %97'si icracı olmayan üyelerden oluşmaktadır,
- %59'da yönetim kurulu yılda 5 ila 9 defa toplanmaktadır,
- %87'si genel kurulda hissedarlara yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişini sunmaktadır.
- %100'nün yönetim kurulu üyeleri ve şirket üst yönetimi için oluşturulmuş bir stok opsiyon planları vardır.

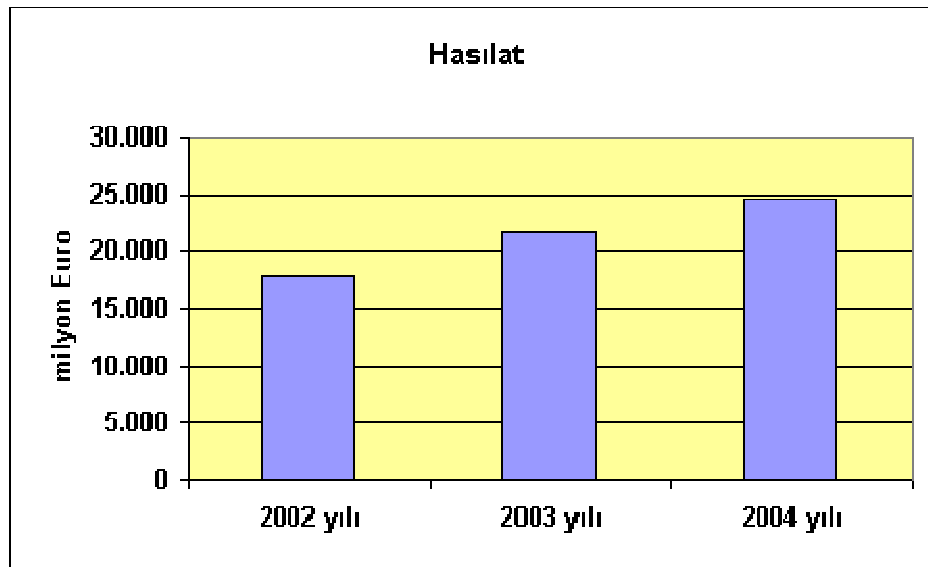
Star 2002 yılında Londra FTSE Small Cap'kote firmalardan %23, Fankfurt SMAX'de kayıtlı şirketlerden %17, EuronextNext Prime'de kote şirketlerden %17 daha iyi prim yapmıştır.

Star Endeksinin Performansı

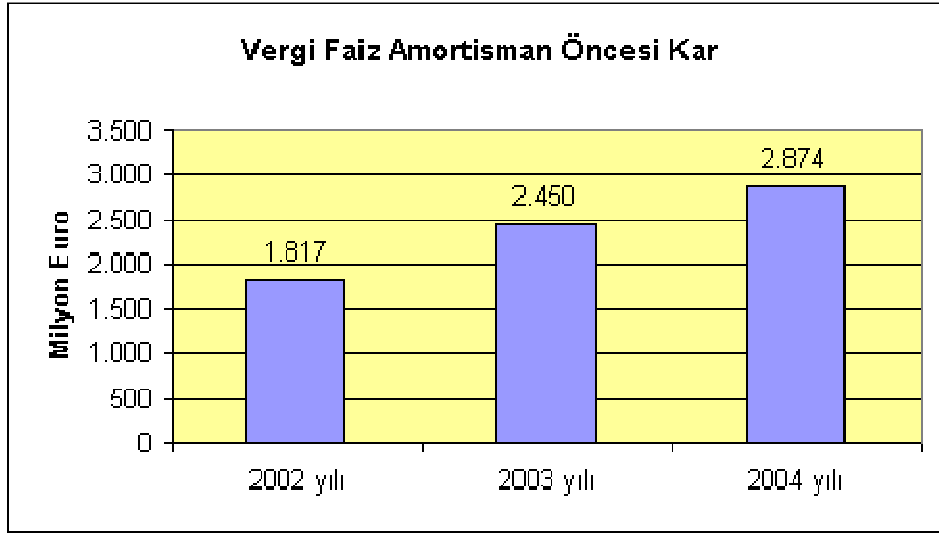
	2003	2004	2005*	Birikimli
Star	%12	%19	%12	%45
S & P/MIB	%14	%15	%4	%37
MIBTEL	%14	%18	%5	%41

*16 Şubat 2005 tarihi itibariyledir.

Star'a kote şirketlerin toplam hasılatları



Star'a kote şirketlerin vergi faiz ve amortisman öncesi karları



Gerek Brezilya-Novo Mercado gerekse İtalya-Star borsası örnekleri doğru ve iyi kurumsal yönetimin, dolayısıyla şeffaflığın şirket değerine yaptığı pozitif katkının en somut kanıtları olmuştur. Borsalar tarafından uygulanan katı kurallar da şirketlerin kurumsal yönetim prensiplerini ödünsüz uygulamalarını tetiklemiştir. Pazar dinamiği işlemiştir.

Ülkemizde de Ocak 2005 tarihinde kurumsal yönetim endeksi yayınlanmıştır. Minimum 10 üzerinden 6 derecelendirme notu alan en az 5 şirket olduğu takdirde endeks işleyecektir. İMKB'ye kote şirketler 2004 yılı kurumsal yönetim uyum raporlarını bu araştırmanın yazıldığı sıralarda teker teker yayınlamak üzeredirler. İMKB'de hisseleri işlem gören (yaklaşık) 306 şirketin %70'den fazlasını, ülke genelinde şirketlerimizin %90'ını aile şirketleri oluşturmaktadır. Dolayısıyla, kurumsal yönetim prensiplerinin özünün benimsenmesi, ruhunun gerçekten anlaşılması, aile şirketlerinde gelecek nesillere meydan okuyan kültür sorunudur. Ana felsefe borç ile finansmandan özsermaye ile finansman modeline geçilmesidir. Bunun içinde sadece sermaye piyasası kurulu uygulamalarının değil, diğer mevzuat hükümlerinin de bunu desteklemesi gerekmektedir. Komisyonunda olan devrim niteliğinde maddeler içeren yeni ticaret kanunu bu yolda sancılı ama çok önemli bir adımdır.

Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme

Küreselleşmenin doğurduğu önemli sonuçlardan bir tanesi sermaye yatırımlarında öngörülemeyen risktir. Dolayısıyla yatırımcılar firmalardan, kanunların emrettiğinden çok daha fazla bilgi beklerler. Kamuya zamanında, doğru, eksiksiz ve güvenilir bilginin sunulması esastır.

İyi bir kurumsal yönetim aslında iyi bir risk yönetimini içerir ve reyting kuruluşları, yaptıkları değerlendirmelerle, şirketin gelecekteki riski konusunda görüş beyan ederler. Reyting kuruluşlarının aslında denetim fonksiyonları olmamasına rağmen bir anlamda doğru kurumsal yönetimin uygulanıp uygulanmadığının gözetimini yaparlar.

Standard & Poor's 8 Ekim 2002 tarihinde yayınladığı bir raporda, "her şirketin içinde bulunduğu hukuk sistemi ve ülkesi ne olursa olsun yüksek reyting alma şansı vardır" denilmektedir. Bu da gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin, uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uyumlu şeffaf mali tablolar yayımlayarak, doğru kurumsal yönetim prensiplerini uygulayarak ve önemli borsalara kote olarak, gelişmiş ülkelerdeki şirketler gibi yüksek derecelendirme notu alabileceğini göstermektedir.

Üç büyük reyting şirketi, Standard & Poor's (S&P), Moody's ve Fitch Ratings, kurumsal yönetim değerlendirmelerini bir şekilde yapmaktadırlar. Standard & Poor's kurumsal yönetim analizini kredi analizinden bağımsız yürütürken, Moody's ve Fitch Ratings kredi değerlendirmelerinin içinde yer vermektedir.

Standard & Poor's tarafından verilen kurumsal yönetim notu (Corporate Governance Scores), şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ve politikalarının, hissedarların ve mali menfaat sağlayanların çıkarlarını ne kadar gözettiğinin bir değerlendirmesidir (www.governance.standardandpoors.com). S&P'nin bu konuda uyguladığı metodoloji, uluslararası kodlar, iyi kurumsal yönetim prensiplerinin bir sentezinden oluşmaktadır. S&P bir şirketi değerlendirirken, eğer şirketi etkileyecek boyutta değilse, o ülkedeki hukuki ve düzenleyici altyapı ile piyasa koşullarını dikkate almamaktadır. Dolayısıyla ülkesine bakılmaksızın, aynı yönetim uygulamalarına sahip şirketler benzeri notu almaktadırlar.

S&P kurumsal yönetim notunu verirken özellikle dört bileşene bakmaktadır. Bu bileşenler de kendi içlerinde bir takım alt başlıklara ayrılmaktadırlar. Bunlar;

- Şirketlerde ortaklık yapısı ve dış etkiler
 - Şirket ortaklığında şeffaflık
 - Hisse çoğunluğunun kimin elinde olduğu ve dış etkiler
- Hissedar hakları ve menfaat sahipleri ile ilişkiler
 - Genel Kurullar ve oylama prosedürleri
 - Sahiplik hakları ve devralmalara karşı savunma mekanizmaları
 - Menfaat sahipleri ile ilişkiler
- Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ve denetim
 - Kamuyu aydınlatmak için yayınlanan bilgilerin içeriği
 - Kamuyu aydınlatmak için yayınlanan bilgilerin zamanlaması ve bu bilgilere ulaşım kolaylığı
 - Denetim süreci
- Yönetim kurulunun yapısı ve etkinliği
 - Yönetim kurulunun yapısı ve bağımsızlık
 - Yönetim kurulunun rolü ve etkinliği
 - Yönetim kurulu üyelerinin ve şirket yöneticilerinin hak ve menfaatleri

S&P'un kurumsal yönetim notu (CGS) tablosu

Kurumsal yönetim notu 9-10 olanlar	Çok İyi
Kurumsal yönetim notu 8-7 olanlar	İyi
Kurumsal yönetim notu 6-5 olanlar	orta
Kurumsal yönetim notu 4-3 olanlar	zayıf
Kurumsal yönetim notu 2-1 olanlar	Çok zayıf

Standard & Poor's kurumsal yönetim konusunda bu denli sistemli çalışmasına karşın, 21Nisan 2005 tarihinde Milletlerarası Ticaret Odası (ICC) kurumsal yönetim yuvarlak masa toplantısına katılan Kurumsal Yönetim Direktörü Nick Bradley, değerlendirmelerin hala subjektif olduğunu vurgulayarak, uluslararası alanda, henüz S&P 500 endeksi gibi bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmayı düşünmediklerini belirtmiştir.

Moody's Kurumsal Yönetim Komitesi, ve Fitch Ratings de kurumsal yönetimi kredi değerlemesinin bir parçası olarak ele almaktadır (www.moody's.com). Değerleme, ana yönetim kriterlerinin daha ziyade niteliksel bazda ele alınması şeklinde yapılmaktadır.

Governance Metrics International (GMI), halen 1600'den fazla çokuluslu şirketin değerlemesini yapan, merkezi ABD'de olan bir başka bağımsız derecelendirme kuruluşudur. GMI, iç piyasalar ve küresel olmak üzere iki tür reyting vermektedir. 2003 yılı küresel performans değerlemesinde, seçilen 160 şirketten en üst derecede reyting alanlar ile en alt derecede reyting alanların performansları karşılaştırılmış; ve düşük reyting alanların 3, 5 ve 10'ar yıllık sürelerde hissedarına negatif getiri sağladığı görülmüştür. Diğer taraftan da yüksek düzeyde reyting alanların hisse başına getirileri de aynı dönemler içinde yüksek olmuştur.

Üç büyüklere ve diğer uluslararası veya bölgesel reyting kuruluşlarına ilaveten Institutional Shareholder Services (ISS) (www.issproxy.com) gibi kurumsal yatırımcıları temsil eden kuruluşlar da kurumsal yönetim katsayıları yayınlamaya başlamışlardır. ISS ve FTSE (Bağımsız Global Endex Şirketi), şeffaf küresel bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulması konusunda işbirliği yapılması kararı almışlardır. Belirledikleri uluslararası kurumsal yönetim prensipleri çerçevesinde FTSE Global Equity Index Series'de yer alan 7000 firmayı değerleyeceklerdir.

Genelde bütün bu reyting şirketleri, şirketlerin yapılarını, yönetim kurulunun yapısını ve şirket yöneticilerinin nasıl gözetim altında tutulduğunu, hissedar haklarının korunup korunmadığını, mali konularda şeffaflığı ve denetim uygulamalarını incelemekte ve iyi yönetimin temelini oluşturan bu prensiplerin uygulanmasını ölçecek yöntemler veya katsayılar geliştirmektedirler.

Ancak, diğer taraftan, son yıllarda giderek artan şirket skandalları, uluslararası alanda tek bir reyting sistemine ihtiyaç olup olmadığı sorusunu gündeme getirmiş ve reyting şirketlerinin faaliyetleri de yakın takibe alınmıştır. Reytingler, denetim raporlarını esas almakta, dolayısıyla reyting şirketleri, Parmalat vakasında olduğu gibi, şirket iflaslarından kendilerinin sorumlu tutulamayacağını iddia etmektedirler. Parmalat, Standard & Poor's'dan reyting almıştır. S&P kasdi muhasebe oyunlarından kendilerin sorumlu tutulamayacağını belirtmiştir.

Kurumsal yönetim ülkemizde gündemine girmiştir. Kurumsal yönetim konusunda şu ana kadar bir tek Tansaş, Fitch Ratings'in eski yan kuruluşu olan Core Ratings'den derecelendirme notu almıştır. Tansaş'ın notu 7'dir. Nisan 2005'de ayrıca S&P tarafından 53 Türk şirketinin şeffaflık değerlemeleri yayınlanmıştır. Ancak sonuçlara biraz temkinli yaklaşmakta fayda vardır. SPK'nin kurumsal yönetim prensipleri "uy yada neden uymadığını açıkla" şeklindedir. Türkiye'de henüz daha kurumsal yönetim uygulamaları kağıt üzerinde kalmaktadır. Bunun için de kalıcı uluslararası kurumsal yatırımcıların pazara girmesi üçüncü önemli tetikleyici güç olacaktır. Yaklaşık 35 trilyon dolarlık parasal bir gücü temsil eden kurumsal yatırımcıların rolü ve önemi başlı başına ayrı bir çalışma konusudur.

Kaynakça

“A Central Counterparty for the Italian Stock Markets.” Marketin, no 9 (2003): 1 – 2.

A Consolidated Code of Corporate Governance for Hong Kong. Asian Corporate Governance Association, ACGA. 2003.

A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Report. The High Level Group of Company Law Experts, European Commission. 2002.

Allen, Jamie. Corporate Governance in Asia. Presented at First Regional Briefing for ACGA members. 2002.

Allen, Jamie. Why Corporate Governance Matters to Financial Institutions. ACGA Presentation to JP Morgan Chase. 2002.

Bauer, Bob and Nadja Guenster. Good Corporate Governance Pays Off. Deminor Ratings. Nisan 2003.

“Board Decisions on International Financial Reporting Standards.” IASB UPDATE. IASB Publication Department. 2004.

Cadbury, Sir Adrian. Family Firms and their Governance. Egon Zehnder International. 2000.

Campos, Carlos E, Roberto E. Newell, and Gregory Wilson. “Corporate Governance Develops In Emerging Markets.” McKinsey on Finance, (Winter 2002): 15 - 18.

Cavallari, Anna Clara et.al. Corporate Governance in the Italian Listed Companies. Borsa Italiana. 2003.

Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States. Report. Weil, Gotshal & Manges. 2002.

Corporate Governance Rules. NYSE. 2003.

Darman, Guler Manisali. “Kurumsal Yonetimde Küressellesme.” Ekonomik Forum, (Ocak 2004): 70 – 72.

DiPiazza Jr., Samuel A and Robert G. Eccles. Building Public Trust - The Future of Corporate Reporting. USA: John Wiley & Sons Inc., 2002.

European Regulation on the Application of IFRS in 2005. Recommendations for Additional Guidance Regarding the Transition to IFRS. CESR. Aralık 2003.

FTSE Global Equity Index. International Shareholder Services, ISS, Media Information. 2004.

Get to Know Novo Mercado. BOVESPA. 12 Aralık 2003.

Good Practices for Market Expectations. PriceWaterHouseCoopers. 2001.

Higgs, Derek. Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors. The Department of Trade and Industry, London, UK. 2003.

ICGN Statement on Institutional Shareholder Responsibilities. ICGN. 2003.

King, Charles H and Caroline W. Nahas. How to Recruit and Compensate Board Members. Executive Insight. Korn/Ferry International. 2003.

Manisalı Darman, Güler. “Corporate Governance Worldwide”. ICC Publishing, Paris. 2004

Millstein, Ira M. “Corporate Governance: The Role of Market Forces.” OECD Observer. Summer 2000.

Millstein, Ira M. “Credibility of the Capital Markets Dependent on Corporate Governance.” Directors Monthly, 27 no 10 (2003): 1.

Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward. EU Commission. 2003.

Nestor, Stilpon. “International Corporate Governance.” In Search for Good Directors: A Guide to Building Corporate Governance in the 21st Century. CIPE Publications. 2003.

OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publications. 2004.

“Parmalat A risk to Italy’s Rating” financial Times 7 Ocak 2004

Pierdicchi, Maria and Daniela Toscani. A focus on Italian Mid & Small Caps. Borsa Italiana. 2002.

Report on the Activities of Credit Rating Agencies. The Technical Committee of IOSCO. 2003.

Sonnenfeld, Jeffrey A. “What Makes Great Boards Great.” Harvard Business Review, 8 no 9 (2002): 106 – 113.

Standard & Poor's Corporate Governance Scores - Criteria, Methodology and Definitions.
Standard & Poor's. 2002.

Standard & Poor's Transparency & Disclosure Study. 2001/2.

“Star: Taking Stock of the First Year.” Marketin, no 5 (2002): 1 – 3.

The Future of Corporate Governance. Transcript of Roundtable Discussions. The Brooking
Institution. 2003.