

FİRMALARIN KISA VADELİ BORÇLANMALARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARININ DEĞİŞİMİNE ETKİSİ: MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ*

Ercan BALDEMİR**

Bora SÜSLÜ***

ÖZET

Türk ekonomisine bakıldığında firmaların kısa vadeli borçlanma oranlarının arttığı, buna karşılık firmaların hisse senedi fiyatlarında da artış olduğu gözlenmektedir. Bu çalışmanın amacı, İMKB ilk 100 endeksini oluşturan firmaların kısa vadeli borçlanma ile hisse senedi fiyatlarındaki artışın ilişkili olup olmadığını ölçmektir. Bu aynı zamanda Modigliani – Miller (M-M) teoreminin de geçerliliğinin test edilmesi anlamına gelmektedir. Doğrusal ve logit modeller yardımıyla yapılan analizler sonucunda M-M teoreminin Türkiye için geçerli olmadığı ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Modigliani-Miller teoremi, Logit analiz.

1. Giriş

Bu çalışmanın temel amacı, firmalar borçlandıklarında karlarının artıp artmadığını Modigliani ve Miller (M-M) teoremi çerçevesinde incelemektir. Bunun nedeni ise, M-M teoreminin firmaların gerek ülke içi gerekse ülke dışı kaynak kullanımını açıklamada kullanılabilecek bir teori olduğu düşüncesidir. Çünkü bu teoriye göre, sermaye yapısının sermaye karlılığını etkilememesi devletin olduğu bir ekonomide geçersiz kalmaktadır.

Türkiye gibi vergi oranlarının yüksek olduğu bir ekonomide kaldıraç etkisinden dolayı öz sermaye karlılığı ve toplam sermaye karlılığı önemli ölçüde pozitif yönde farklılaşmaktadır. Yatırımlarda firmalar için esas olan öz sermaye karlılığıdır. Dolayısıyla firmalar değerini arttırmak ve hızlı büyümek için kredi kullanacaklardır. Bu açıdan firmalar, M-M teoremine göre devletin olduğu durumda borcun öz sermaye karlılığını arttırmasından dolayı, bankacılık sektöründen daha çok kredi kullanacaklardır.

Bu amaçla çalışmadaki temel hipotezimiz, sanayi sektöründe kısa vadeli borcu olan firmaların hisse senedi fiyatlarının artacağı şeklindedir. Bu hipotez için kısa vadeli borçlar kullanılmıştır. Çünkü risk yüksek olduğu için firmalar

* 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresinde bildiri olarak sunulmuştur.

** Doç. Dr., Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü (ebaldemir@mu.edu.tr).

*** Doç. Dr., Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü (bsuslu@mu.edu.tr).

genellikle kısa vadeli kaynaklara yönelmektedir¹. Ayrıca hisse senedi fiyatlarındaki artış firma değerini gösteren büyüklük olduğu için tercih edilmiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde M-M teoremi incelenmiş ve ikinci bölümde bu konuda yapılmış çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye’deki firmaların öz kaynak ve borç oranları incelenmiştir. Dördüncü bölümde ise logit analizi kullanılarak M-M teoreminin Türkiye için geçerliliği araştırılmıştır.

2. Modigliani ve Miller Teoremi

Modigliani ve Miller (1958) teoremine göre firmanın sermaye yapısı, firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemez. Bu yaklaşımda karın kullanım biçimi firmanın değeri açısından önemli değildir. Önemli olan firmanın kazanma gücüdür. Yatırım kararı firma değerini etkileyen en önemli etkidir.

M-M teoremine göre, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon oranını artırması sonucu ortadan kalkmakta ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Bu teoriye göre aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet karları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkânı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj imkânı, karlılığı nispi olarak düşük olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, karlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin karlılığı eşit duruma gelecektir (Giesecke ve Goldberg, 2004).

Modigliani ve Miller (1963) firmaların mali kaynakları arasında tam ikame olmasından dolayı firmaların iç kaynaklarını kullanma ile dış kaynaklar arasında kayıtsız kaldıklarını ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, firmaların yatırım davranışlarının finansman kaynağından (iç veya dış) bağımsız olduğu görüşünü geleneksel iktisat yaklaşımıyla tutarlı olarak savunmuşlardır (Modigliani, Miller, 1963). Ancak, yatırımların finansman yöntemlerinin firmaların reel faaliyetleri açısından önemli olduğunu yapılan teorik ve ampirik çalışmalar kanıtlamaktadır. Projelerin ayrıntılarıyla ilgili bilginin borç vericisi ve alıcısına asimetric olarak ulaşması elde edilecek dış kaynağın maliyetinin, firmanın iç kaynaklarını kullanmasının alternatif maliyetine göre daha yüksek olmasına neden olmaktadır. Başka bir deyişle, dışardan elde edilen kaynaklar iç kaynaklara oranla daha pahalı olmaktadır (Blanchard ve Fisher,2000). Sermaye

¹ Bilhassa Türkiye gibi istikrarsız ülkelerde, firmalar kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler. Bunun en büyük nedeni ortaya çıkacak kur ve resesyon riskleridir

*Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi,
Modigliani-Miller Teoremi*

açısından yeterli olan bir firmanın dışardan borçlanmasının maliyeti sermaye açısından yetersiz olan bir firmaya göre daha düşüktür. Bu bağlamda, firmaların mali yapılarının değişmesine neden olabilecek dışsal şoklar firmaların reel faaliyetlerini olumsuz bir biçimde etkileyerek ekonomideki servet dağılımını değiştirmektedir. Bu çerçevede, kaynakları etkin olarak tahsis eden bir finansal sistemin varlığının ekonominin büyümesini olumlu yönde etkilemesi beklenebilir (TÜSİAD, 2005: 77).

M-M teoreminin temel varsayımları şunlardır:

1. Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur,
2. Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
3. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır,
4. Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Bu yaklaşıma göre: (i) firmanın piyasa değeri, nakit girişlerinin, riski de dikkate alan bir iskonto oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir, (ii) ucuz yabancı kaynak maliyeti öz sermaye maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır, (iii) yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır.

Sermaye yapısıyla bağlantılı bir teori olan M-M teoremi, iki temel prensipten hareket etmektedir (Cohen, 2004: 1-3).

1- Vergiler dikkate alınmadığında kar, firma değerinde kaldıraç etkisi yapmamaktadır

2- Vergili durumda kaldıraç çalışmaktadır

Firmanın değerine borçlanmanın vergi avantajı eklenirse,

$$\Delta V = D.T \quad (1)$$

olur. Burada;

ΔV ; firmanın değerindeki artmayı, T; vergiyi, D; borcu göstermektedir. Bu durumda kaldıraç kullanan bir firmanın değeri aşağıdaki denkleme uygun olur (Can, 2006).

$$V_L = V_u + D.T \quad (2)$$

Buradaki V_u firmanın kaldıraçsız değeridir. Anlaşılacağı gibi bir firmanın kaldıraçlı değeri V_L , firmanın kaldıraçsız değeri V_u ile faiz vergi çarpımının toplamına eşittir. Her firma kendi borç ve öz kaynak yapısı üzerine karar vermek zorundadır (Pagano, 2005).

3. Literatür İncelemesi

Bu konuda yapılmış çalışmalar oldukça azdır. Yapılan çalışmalar da ise konu daha çok teorik olarak ele alınmış ve yeterli ekonometrik veya istatistiksel analizler yapılmamıştır.

Belhaj ve Djembissi (2006) çalışmalarında Modigliani Miller teoremini firmaların borçlanmaları ile yatırımları arasındaki ilişki şeklinde analiz etmişlerdir. Belhaj ve Djembissi firmaların borçlanması ile yatırımları arasındaki ilişkiyi kredi kısıtı altında incelemişlerdir. Kredi kısıtının olmadığı bir durumda yatırımların değeri borçlanmadan etkilenmemektedir. Buna karşılık kredi kısıtı altında yatırımcıların vergi indirimlerinden faydalanarak yatırımların riskini minimize ettikleri için, yatırımların değerini artırdıklarını bulmuşlardır.

Cunha (2006) ise esnek döviz kuru altında kamu borcunun M-M teorisine uyup uymadığını araştırmıştır. Cunha çalışmasını küçük açık ekonomiler için uygulamış olup, sonuçta hükümet varlıkları ile yabancı ya da iç borçlanma arasında bir ilişki bulamamıştır.

M-M teoremine en büyük eleştiri Stiglitz tarafından yapılmaktadır. Stiglitz (1969), çalışmasında M-M teoreminin geçerli olabilmesinin M-M teoreminin varsayımlarından daha çok genel şartlara bağlı olduğunu vurgulamıştır. Çalışmanın geçerliliği riske, piyasalardaki rekabete bağlıdır. Stiglitz'e göre gerçekte firmalar eksik rekabet şartları altında çalıştıklarından faizlerin yükselmesine, faizlerin yükselmesi ise M-M teoreminin geçerliliğini yitirmesine neden olmaktadır.

Gottardi (1995), Stiglitz'in M-M teoreminin eksik rekabet şartları altında geçerliliğini yitirdiğini irdelediği çalışmasını daha da geliştirmiştir. Bunun temel sebebi menkul değerlerden kaynaklanan kazançların hem sermaye yapılarını hem de reel değerlerini etkilemesidir. Böylece bir belirsizlik ortaya çıkmakta, dolayısıyla M-M teoremi geçersiz hale gelmektedir.

Claus ve Grimes (2003) ise M-M teoremini asimetric bilgi altında incelemişlerdir. Claus ve Grimes'e göre asimetric bilgi altında, bilginin maliyeti artmaktadır. Bu durumda bankalar kredi verme konusunda gönülsüz olmaktadır. Bu durum da M-M teoremi geçersiz hale getirmektedir.

*Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi,
Modigliani-Miller Teoremi*

M-M teoreminde firmaların öz sermaye ile borçlanma durumundaki kararlarından menkul değerler piyasasındaki piyasa değerlerinin etkilenmediği vurgulanmaktadır. Firmaların finansal kararlarının hangi şartlar altında, firmaların piyasa kararlarını etkilediğini araştırdığı çalışmada Bailey, firmaların temettü politikalarının firmaların menkul piyasalardaki değerlerini ve firmaların borçlanma tercihlerini etkilediğini belirtmektedir. Bailey'e göre firmaların finansal kararlarında vergi oranlarının ve yatırımcıların gelirlerinin farklı olması borç öz sermaye oranını etkilemektedir.

Takekuma (2005), M-M teoreminin rasyonel beklentiler altında geçerli olup olmadığını araştırmıştır. M-M teoremine göre firmaların net karları devlete bağılıyken, Takekuma dinamik bir ekonomi içerisinde yani firmaların harcama kararlarının bütün iktisadi birimlerin kararlarına ve beklentilerine bağlı olduğu bir ekonomide halen geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

Türkiye için yapılmış çalışmalara bakacak olursak, Can (2007) yaptığı çalışmada Türk imalat sanayi ile Türk finans kesimi arasındaki ilişkiyi araştırarak M-M teoremini incelemiştir. Can'a göre Türk imalat sanayi için M-M teoremi doğrulanmaktadır. Can bunun sebebini enflasyona ve vergi indirimlerine bağlamıştır.

M-M teoremi ile ilgili bir çalışma da Durukan (1997) tarafından yapılmıştır. Durukan çalışmasında IMKB'de işlem gören firmaların sermaye yapılarının varlığını tespit etmeye çalışmıştır. 1990-1995 dönemi için 68 firma için yatay kesit yöntemi ile yaptığı çalışma sonucunda M-M teoreminin geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

4. Türk İmalat ve İmalat Dışı Sektörler ve Türk Finans Kesimi Arasındaki İlişki

M-M teoremi Türkiye'deki firmaların neden yoğun dış kaynak kullandığını açıklamada kullanılabilir bir teoremdir. Çünkü bu teoreme göre, sermaye yapısının sermaye karlılığını etkilememesi devletin olduğu bir ekonomide geçersiz kalmaktadır. Türkiye gibi devletin önemli ölçüde vergi aldığı bir ekonomide kaldıraç etkisinden dolayı öz sermaye karlılığı ve toplam sermaye karlılığı önemli ölçüde değişmektedir. Yatırımlarda esas olan öz sermaye karlılığı olduğundan, firmalar gerek değerlerini arttırmak gerekse hızlı büyümek için kredi kullanırlar. M-M teoremine göre de devletin olduğu durumda borcun öz sermaye karlılığı artacağından, firmalar bankacılık sektöründen daha çok kredi kullanacaktır.

Tablo 1: İmalat ve İmalat Dışı Sektörün Finansman Giderleri (Bin YTL)

Finansman Giderleri	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Kısa vadeli Borçlanma	-14210483	-9908700	-4965173	-5970531	-4958343	-10278875
Uzun Vadeli Borçlanma	-6217699	-4564727	-1730122	-2174848	-1454088	-4345019

Kaynak: TCMB

Ancak Tablo 1’de görüldüğü gibi, firmaların finansman giderlerinde kısa vadeli borçlanma oranları 2001 yılında 14 bin YTL iken bu rakam 2005 yılında 4 binler düzeyine inmiş, 2006 yılından itibaren ise 10 binler düzeyine çıkmıştır. 2005 yılından itibaren görülen yüksek büyüme oranları ve uluslararası istikrarlı ortam firmaların borçlanma oranlarının artmasına neden olmuştur. Bunda en önemli sebep 2001 krizinden sonra bankacılık kesiminin kredilerindeki azalış ve imalat sektöründeki firmaların kendi öz kaynaklarına yönelmeleridir (TCMB, 2006). Alınan kredilerin kısa vadeli olması ise ülke riskinin yüksek oluşundan ve uzun vadeli kredilerin maliyetli olmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 2: İmalat ve İmalat Dışı Sektörün Toplam Pasif Yapısı (%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PASİF YAPISI	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Kısa Vadeli Yabancı Kay. Kul. Oranı	50.9	51.2	45.5	47.4	47.0	47.8	42.4	41.7	35.8	36.8	37.2
Uzun Vadeli Yabancı Kay. Kul. Oranı	15.6	16.6	19.1	20.6	19.3	22.3	22.2	18.5	12.2	12.4	13.5
Öz Kay. Kul.Oranı	33.5	32.2	35.4	32.0	33.7	29.9	35.4	39.9	52.8	50.8	49.2

Kaynak: TCMB

Türk ekonomisindeki firmalar 2001 krizinden önce öz kaynakları yerine daha çok kısa vadeli kaynak kullanımını tercih etmişlerdir. Bunun en temel sebebi dışarıdan bulunan düşük faizli kredilerin ülke içerisinde yüksek faizden kamuya borç verilmesinden kaynaklanmaktadır². Yani firmalar faaliyet dışı kar elde etmişlerdir. Bu durum temel olarak kaynak transferinden başka bir şey değildir (Baydur, 2001). Ancak firmalar krizle beraber kendi öz kaynaklarını

² Bu konuda daha detaylı bilgi için, İSO 500, 2002-2005 kitapçığına bakılabilir

kullanmaya başlamışlardır. Bunun nedeni ise Türkiye Ekonomisi'nin içinde bulunduğu istikrarsız yapıdır. Türk sanayinin son yıllardaki pasif yapısı incelendiğinde, firmaların giderlerinin yarısını kendi kaynakları ile karşılarken yarısını ise borçlanma ile karşıladığı görülmektedir. Türkiye riskli bir ülke olduğu için 2001 kriz tecrübesi firmalara öz sermayeleri ile orantılı bir borçlanma disiplinini dikte etmiştir.

5. Veriler ve Ampirik Uygulama

Analiz İMKB Birleşik 100 endeksine kayıtlı tüm verilerini bulabildiğimiz 75 şirket için yapılmıştır³. Öncelikle şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinde meydana gelen değişimler ile şirketlerin kısa vadeli borçlarında (kvb) meydana gelen değişimler alınarak basit EKK analizi yapılmış ve kısa vadeli borçlarında meydana gelen değişimlerin katsayısı anlamsız bulunmuştur. Model gerek R- kare, gerekse F istatistiği olarak da anlamlı değildir. Bu durum bizi M-M teoreminin Türk ekonomisi için geçerli olmadığı sonucuna götürmektedir.

İkinci bir analiz olarak şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinde meydana gelen pozitif değişimler 1 negatif değişimler 0 olarak alınmış ve bağımlı değişken değerleri oluşturulmuştur. Bağımsız değişkenler ise şirketlerin 2005 kısa dönem borçları ile 2006 kısa dönem borçları arasındaki değişim miktarları, şirketlerin 2006 yılında temettü dağıtıp dağıtmadıkları (dağıttılar ise 1, dağıtmadılar ise 0 olmak üzere) ve şirketlerin buldukları sektörlere ait kukla değişkenlerinden oluşmaktadır. Şirketlerin kısa vadeli borçlarında meydana gelen değişimler, temettü dağıtıp dağıtmadıkları ve şirketin bulunduğu sektörün, şirketlerin hisse senetleri fiyatları üzerinde ne oranda etki yaptığını test etmek amacıyla logit analiz uygulaması yapılmıştır.

Bilindiği gibi bağımlı değişken 0 ve 1 rakamlarından oluşuyorsa bağımlı değişken için yapılan dönüşüm $\ln\left(\frac{p}{1-p}\right)$ ifadesi tanımlı olmayacaktır.

Bu durumda en yüksek olabilirlik yöntemi kullanılmalıdır (Ramanatan, 1998:607). Bu çalışmada da en yüksek olabilirlik yöntemi kullanılmıştır. Sektörel değerlendirme için kullandığımız değişkenler kukla değişkenlerdir. Sağlık, eğitim, tekstil, enerji, inşaat, petro-kimya, gıda ve madencilik ve orman ürünleri olmak üzere toplam 8 sektör ele alınmış ve yapılan analiz sonucunda hisse senetlerindeki artışın sektörel etkisinin olmadığı görülmüştür. Tüm

³ Çalışmada İMKB'ye kayıtlı şirketlerden analiz için gerekli verilerini bulduğumuz 75 şirkete yönelik çalışma yapılmıştır. 75 şirketin içerisinde hem imalat sanayinde hemde imalat sanayisi dışından şirketler bulunmaktadır.

katsayılar anlamsız bulunmuştur. Madencilik ve orman ürünleri sektörü temel sınıf olarak alınmıştır. En yüksek olabilirlik yöntemi ile logit analiz sonuçları aşağıda tabloda verilmiştir.

Burada; Kvb değişkeni Kısa Vadeli Borçlanma ve tem değişkeni dağıtılan kar payını göstermektedir. Diğer değişkenler ise sektörleri ifade eden kukla değişkenlerdir.

Tablo 3. Logit Analiz Sonuçları

Logit Tahminleri		Gözlem Sayısı = 74		
Log likelihood = -46.982268		R-kare = 0.0596		
Bağımlı Değişken: Hisse senedi fiyat değişimi (pozitif ise 1, değilse 0)				
Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	Z değeri	Anlamlılık Düzeyi
Kvb	0,0053	.00412	1.29	0.199
tem	1.1168	.51026	2.19	0.029
sağlık	0.2435	0.8344	0.2919	0.7703
eğitim	-0.1893	0.9057	-0.2090	0.8344
tekstil	0.0943	0.6859	0.1375	0.8906
enerji	0.0711	0.9689	0.0734	0.9414
inşaat	0.1989	1.0627	0.1871	0.8515
petro-kimya	-0.9667	1.0680	-0.9051	0.3654
gıda	0.3421	0.9662	0.3540	0.7233
Sabit	-0.2904	0.3677	-0.79	0.430

6. Sonuç

Bu çalışmada temel amaç, Modigliani-Miller teoreminin İMKB 100 endeksinde yer alan firmalar için geçerli olup olmadığını araştırmaktır. Türkiye’de reel sektörün harcamalarının finansman biçimi Türkiye gibi enflasyon problemi yaşayan ve yüksek vergi yüküne sahip bir ülke için önemli bir seçim problemidir. Firmalar harcamalarının finansmanını ya öz kaynakları ile yapacaklar ya da borçlanma yolunu tercih edeceklerdir. Modigliani ve Miller’de ilk çalışmalarında firmaların borçlanma ve öz kaynak konusunda kayıtsız kalacaklarını ortaya koyarken, ikinci çalışmalarında devletin olduğu bir ekonomide borçlanmanın rasyonel olduğunu göstermişlerdir. Bunun temel nedeni olarak devletin olduğu bir ortamda vergi ve kaldıraç etkisinden dolayı

*Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi,
Modigliani-Miller Teoremi*

yabancı kaynak kullanımıyla doğru orantılı olarak öz sermaye karlılığının artmasıdır. Yani firmanın değeri öz kaynak kullanımına göre daha fazla artar.

Çalışmada firmaların değerini hisse senetlerindeki artışa endeksleyerek, kısa vadeli borç kullanımıyla hisse senedindeki artış arasında ilişki araştırılmıştır. Böylece Modigliani –Miller teoreminin geçerliliği firma bazında incelenmiştir. Türkiye gibi yüksek enflasyon yaşamış ve vergi yükünün yüksek olduğu bir ekonomide firmaların borçlanmasının daha rasyonel olduğu açıktır. Ancak 2001 de meydana gelen ve finans sektörünü büyük ölçüde etkileyen kriz, şirketlerimizi daha tedbirli olmaya yönlendirmektedir. Dolayısıyla firmaların hisse senedi fiyatları ile borç/ öz sermaye oranı arasında bir ilişki yoktur.

ABSTRACT

**THE EFFECT OF FIRMS' SHORT RUN DEPT ON THE PRICE VARIATION
OF ASSETS THE MODIGLIANI-MILLER THEORY**

It has been seen that the firms increase their short-term debt rates in Turkish economy. However, the stock value of the firms continue to increase in Istanbul Stock Exchange (ISE) as well. The aim of this study is to measure whether there is a relationship between the short-term debt rate of the firms and the ISE 100 Index. This kind of an analysis also is also considered as a test for Modigliani-Miller Theorem. Result of article , M-M Theorem did not valid for Turkey.

Keywords: Modigliani-Miller theorem, Logit analysis.

KAYNAKÇA

- BAILEY, R.E., (2007), “Corporate Finance: The Modigliani-Miller Theorems”, *Economics of Financial Markets*, <http://courses.essex.ac.uk/EC/EC372/ec372mm.pdf> .
- BELHAJ M., D. BERTRAND, (2006), “Optimal Investment under Credit Constraint” *Gremaq University Working Paper*.
- BLANCHARD O.J ve S.FISHER, (2000), *Lectures on Macroeconomics*, The Mit Press.
- CAN, Yeşim, (2006), *Türk İmalat Sanayi'nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi* , Muğla Üni. Sos.Bil. Ens. Yayınlanmamış Y. Lisans Tezi.
- CLAUS I. ve A. GRIMES, (2003), “Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission mechanism: A Critical Review”, *New Zealand Treasury Working Paper*, No. 03/19

- CUNHA A., (2006), “Implications of the M-M Theorem for the study of exchange rate regimes”, *IBMEC Economics Discussion Papers, No. 2006-03*.
- COHEN,R. (2004), “An Implications of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on The Relation Between Equity and Debt”, www.rdcohen.50megs.com/MMabstract.pdf.
- DURUKAN, B. (1997), Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma: 1990-1995”, *İMKB Dergisi*, 1(3).
- GIESECKE K. Ve L. GOLDBERG, (2004), In Search of Modigliani-Miller Economy”, *Journal of Investment Management*, 2(3).
- GOTTARDI P. (1995), “An Analysis of the Conditions for the Validity M-M with Incomplete Markets”, *Economic Theory*, 5(2).
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (1996), *Uluslar arası makro iktisat*, Ankara üniversitesi SBF Yayını: 201.
- MODIGLIANI, F. ve M. MILLER (1963), “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Corection”, *The American Economic Review*, 3(48).
- MODIGLIANI, F. ve M. MILLER (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment”, *The American Economic Review*,3(53).
- PAGANO, M. (2005) “The Modigliani-Miller Theorems,A Cornerstone of Finance”, *CSEF*, WP: 139.
- RAMANATAN, R. (1998), *Introductory Econometrics Whith Applications*, The Dryden Press, Fourt Edition.
- STIGLITZ J. (1969), “A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem”, *Review of Economics and Statistics*, 59.
- TAKEKUMA, S. I. (2005), “Rational Expectations and the Modigliani-Miller Theorem”, [“http://repository.kulib.kyoto-u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/47593/1/1443-4.pdf](http://repository.kulib.kyoto-u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/47593/1/1443-4.pdf)
- TCMB (2001), Sektör Bilânçoları
- TCMB (2003), Sektör Bilânçoları
- TCMB (2006), Sektör Bilânçoları
- TCMB, (2001), Para Politikası Raporları,
- TUSİAD, (2005), *Bankacılık ve Reel Sektör ilişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, 2005 Yılı Raporu.