

T.C.

Mersin Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**NAKİT YÖNETİMİ VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA YER
ALAN İŞLETMELERDE NAKİT YÖNETİMİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Erkan KURTULUŞ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2007

T.C.

Mersin Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**NAKİT YÖNETİMİ VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA YER
ALAN İŞLETMELERDE NAKİT YÖNETİMİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Erkan KURTULUŞ

Danışman: Doç.Dr.Ayşe Gül YILGÖR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2007

Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İŞLETME Anabilim/sanat Dalında Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR

Unvan, Ad, Soyad
(Başkan)

A. Gülyıldız

Doç. Dr. Yildirim B. ÖNAL

Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

Yrd. Doç. Dr. Tuncay Turan TURABOĞLU

Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylıyorum.

Prof. Dr. A. İ. W. ADIYEKE

Enstitü Müdürü

23.10.2007

ÖNSÖZ

Nakit yönetimi, işletmelerin faaliyetlerinde etkinliği sağlayarak piyasa değerlerini artırmaları amacıyla nakit tutma düzeyinin belirlenmesi ve bu düzeyin korunması yönünde gerçekleştirilen çalışmaların bütünü ifade etmektedir. Nakit yönetimi, maliyetlerdeki azalmanın rekabet avantajı sağlamasından ve bu durumun işletmelerin piyasa değerleri üzerindeki olumlu etkisinden dolayı yöneticiler tarafından her geçen gün daha fazla üzerinde durulan bir konu haline gelmiştir. Günümüzde, nakit tutmadan kaynaklanan fırsat maliyeti ve nakit yetersizliğinin neden olduğu işlem maliyetlerine ek olarak temsil maliyetleri, asimetrik bilgi, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri de nakit tutma düzeyini belirlemede etkili olmaktadır. Bu maliyetler temelinde geliştirilen denge teorisi, finansal hiyerarşi teorisi ve serbest nakit akımları teorisi, etkin nakit yönetimi konusunda yöneticilere yeni açılımlar sunmaktadır.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) yer alan işletmelerin finansal bilgilerinden hareketle hedef nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutma konusunda etkili olan faktörlerin neler olduğu, fazla nakit tutup tutmadıkları, fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Bu sonuçlar doğrultusunda işletmelerin nakit yönetimine ilişkin gösterdikleri genel eğilimin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisine yakın olduğunun tespiti amaçlanmıştır.

Bu tezin hazırlanması ve tamamlanması sürecindeki tüm evrelerde sadece bilimsel olarak değil psikolojik olarak da desteğini aldığım sevgili arkadaşım Emel YÜCEL'e, çalışmanın analiz kısmında her türlü yardımından faydalandığım hocam Gülhan OREKİCİ'ye ve çalışmam süresince bana her konuda tüm içtenliğiyle yardımcı olan ve yol gösteren danışman hocam Doç.Dr. Ayşe Gül YILGÖR'e çok teşekkür ederim.

ÖZET

Nakit bulundurma maliyetleri ile nakit yetersizliği durumunda ortaya çıkabilecek maliyetleri azaltarak piyasa değerini artıracak optimum nakit tutarının belirlenmesi işletmeler için büyük önem taşımaktadır. Nakit yönetimi, işletmelerin nakit fazlalığı durumunda bu fazla nakdin temsil maliyetleri ile fırsat maliyetlerini minimum seviyeye indiren kârlı alanlara yatırılması, nakit sıkışıklığı durumunda işlem maliyetleri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine maruz kalınmadan nakit sağlanması yönünde alınan kararları kapsamaktadır. İşletmeler, işlem, fırsat, temsil, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini minimize edecek optimum nakit tutarını belirlemeye çalışırlar. Bu çalışmada, nakit yönetimi klasik ve modern yaklaşımlar çerçevesinde incelenmiş, işletmelerin hedef nakit tutma düzeylerine sahip olup olmadıkları, nakit yönetiminde etkili olan faktörlerin neler olduğu, fazla nakit tutup tutmadıkları, fazla nakit bulduran işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıkları araştırılmıştır. Ayrıca, işletmelerin nakit tutma konusundaki tutumlarının denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygunlukları tespit edilmeye çalışılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren işletmeler üzerinde yapılan analiz sonuçlarına göre, işletmelerin hedef nakit tutma düzeyine sahip oldukları ve bu anlamda denge teorisiyle uyumlu davranış gösterdikleri anlaşılmıştır. Nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini belirlemeye yönelik yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre nakit tutma düzeyi ile PD/DD oranı, borçlanma oranı, Ar-Ge harcamaları, NÇS/net varlık oranı ve kâr payı ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki buna karşın; nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bağlamda, işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge,

finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerini desteklerini veya reddettiklerini belirtmek mümkün değildir. Fazla nakde sahip işletmelerden yüksek PD/DD oranına yani yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerin daha yüksek kâr payı dağıtmayı, fazla nakit bulundurma düzeyi yüksek işletmelerin ise bu fazla nakdi kâr payı ödemelerinde kullanmayı ve nakit olarak bulundurmayı tercih ettikleri, sermaye harcamaları konusunda ise işletmeler arasında fark olmadığı saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Nakit yönetimi, optimum nakit düzeyi, boumol modeli, miller-orr modeli, stone modeli, beranek modeli, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetrik bilgi, temsil teorisi, denge teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, serbest nakit akımları teorisi, İMKB

ABSTRACT

It is important for firms to determine the optimal amount of cash that maximizes the market value and reduces the costs arising both from lacking and retaining cash. Cash management includes investing the excess cash of the firms in the profitable areas which reduce the agency cost and the opportunity cost to the minimum level in case of the lack of cash. It also includes decisions for providing cash without taking the risk of transaction cost, financial distress, bankruptcy cost in the lack of cash periods. Firms try to determine the optimum cash amount which can minimize the transaction cost, opportunity cost, agency cost, financial distress and bankruptcy cost. In this paper the cash management is examined in the context of classic and modern approaches. It is also tried to find out if the firms have the target cash balances and the factors effecting the cash management, if the firms have excess cash and where the firms with excess cash invest that excess amount. In addition, firms' cash holding attitudes are examined in terms of consistency with trade-off theory, financial hierarchy theory and free cash flow theory.

The analysis of the firms operate in the Istanbul Stock Exchange show that the firms have the target cash level so they seemed to operate consistently with the trade-off theory. The regression analysis of cash holding level and determining the cash holding level show that there are positive relation between market to book ratio, debt ratio, research and development ratio, net working capital/net assets ratio and payout to shareholders. On the other hand there seem to be a negative relation between cash holding level and the bank debt. Thus, we can not claim that the firms supports trade-off theory, financial hierarchy theory and free cash flow theory. We find that firms with the excess cash and the high market to book ratio in other words

the firms with investment opportunities prefer higher payout to the shareholders, but the firms with high excess cash level prefer to payout the shareholders and keeping the cash. We find that there is no differences about the capital expenditures.

Keywords: Cash management, optimum cash level, Boumol Model, Miller-Orr Model, Stone Model, Beranek Model, financial distress, bankruptcy costs, asymmetric information, agency theory, trade-off theory, financial hierarchy theory, free cash flow theory, ISE.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1
I.BÖLÜM:KLASİK YAKLAŞIM TEMELİNDE NAKİT YÖNETİMİ.....	6
I.1. Nakit Yönetimi ve Önemi.....	7
I.2. Nakit Yönetiminin Amaçları.....	10
I.2.1. Optimum Nakit Düzeyinin Belirlenmesi.....	11
I.2.2. Nakit Girişlerini Hızlandırmak ve Nakit Çıktılarını Yavaşlatmak...12	
I.2.3. Fazla Fonların Kısa Vadeli Yatırımlarda Değerlendirilmesi.....14	
I.2.4. Bankalarla İyi İlişkiler Kurulması15	
I.3. İşletmelerin Nakit Tutma Nedenleri.....	16
I.3.1. İşlem Güdüsü (Transactions Motive)17	
I.3.2. İhtiyat Güdüsü (Precautionary Motive).....18	
I.3.3. Spekülasyon Güdüsü (Speculative Motive).....19	
I.3.4. Telafi Bakiyesi.....	19
I.4. Nakit Tutmanın Fayda ve Maliyetleri.....	21
I.5. Bulundurulacak Nakit Miktarını Etkileyen Unsurlar.....	24
I.6. Nakit Benzeri Menkul Kıymetlere Yatırım.....	29

	Sayfa No
II.BÖLÜM: OPTİMUM NAKİT TUTARININ BELİRLENMESİ.....	34
II.1. Baumol Modeli.....	34
II.2. Miller-Orr Modeli.....	41
II.3. Stone Modeli.....	46
II.4. Beranek Modeli.....	48
III.BÖLÜM: MODERN YAKLAŞIM TEMELİNDE NAKİT YÖNETİMİ.....	51
III.1. Nakit Varlıkları Etkileyen Piyasa Aksaklıkları.....	52
III.1.1. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri.....	52
III.1.2. Temsil Teorisi (Vekalet Teorisi).....	58
III.1.2.1. Yönetici ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri.....	61
III.1.2.2. Borç Veren ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri.....	65
III.1.2.3. Temsil Maliyetleri.....	67
III.1.3. Asimetrik Bilgi.....	70
III.2. Yeni Yaklaşımlar Temelinde Nakit Varlıklar.....	74
III.2.1. Denge Teorisi (Trade-Off Theory).....	75
III.2.1.1. Denge Teorisi Temelinde Optimum Nakit Düzeyi....	77
III.2.1.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Kâr Payı Ödemeleri.....	79
III.2.1.3. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları.....	82
III.2.1.4. Nakit Varlık Düzeyi ve Likit Varlıklar.....	83
III.2.1.5. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma	84
III.2.1.6. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü.....	85

Sayfa No

III.2.1.7. Nakit Varlık Düzeyi ve Nakit Akımları.....	86
III.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory).....	88
III.2.2.1. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları.....	91
III.2.2.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma	92
III.2.2.3. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü.....	92
III.2.2.4. Nakit Varlık Düzeyi ve Nakit Akımları.....	93
III.2.3. Serbest Nakit Akımları Teorisi.....	94
III.2.3.1. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları	96
III.2.3.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma.....	97
III.2.3.3. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü.....	97
III.2.4. Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları Teorilerinin Nakit Yönetimine İlişkin Görüşlerinin Karşılaştırılması.....	98
IV.BÖLÜM: NAKİT YÖNETİMİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNDE ANALİZ EDİLMESİ.....	
IV.1. Çalışmanın Amacı.....	102
IV.2. Çalışmanın Sınırlılıkları.....	103
IV.3. Çalışmanın Hipotezleri.....	104
IV.4. Nakit Yönetimine İlişkin Literatür Taraması.....	106
IV.5. Çalışmanın Yöntemi.....	112
IV.6. Verilerin İstatistiksel Analizi ve Değerlendirilmesi.....	118
IV.6.1. Araştırmaya Katılan İşletmelerin Özellikleri.....	119

Sayfa No

IV.6.1.1. Araştırmaya Katılan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları.....	119
IV.6.1.2. Tanımlayıcı İstatistik Sonuçlarının Karşılaştırılmalı İncelemesi.....	121
IV.6.1.3. Yıllar İtibariyle İşletmelerin Nakit Tutma Düzeyleri.....	127
IV.6.2. Hedef Nakit Düzeyinin Belirlenmesi.....	128
IV.6.3. Nakit Tutma Düzeyine Göre Firma Karakteristiklerinin Belirlenmesi.....	130
IV.6.4. Nakit Tutma Düzeyini Etkileyen Faktörler.....	136
IV.6.4.1. Kesitsel Regresyon Analizi.....	137
IV.6.4.2. Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel Regresyon Analizi.....	146
IV.6.5. İşletmelerin Nakit Tutma Düzeylerinin Analizi.....	151
IV.6.5.1. İşletmelerin Beklenen Nakit Tutma Düzeylerinin Belirlenmesi.....	152
IV.6.5.2. Fazla Nakde Sahip Olan İşletmelerde Harcamalar.....	154
SONUÇ.....	160
KAYNAKÇA.....	166
EKLER	
EK.1.Sektör Kodları	
EK.2.Yıllar İtibariyle Fazla Nakde Sahip Olan Firmalar	

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No

TABLOIII.1. Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları	
Teorilerinin Öngörülleri.....	100
TABLOIV.1. İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları.....	116
TABLOIV.2. Tanımlayıcı İstatistik Sonuçlarının Diğer	
Çalışmalarla Karşılaştırılması.....	119
TABLOIV.3. Nakit Tutma Düzeyine Göre Firma Karakteristiklerinin	
Belirlenmesi.....	128
TABLOIV.4. 1996 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları.....	138
TABLOIV.5. 2005 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları	139
TABLOIV.6. 1996 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge,	
Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA)	
Teorileriyle Uygunlukları.....	144
TABLOIV.7. 2005 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge,	
Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA)	
Teorileriyle Uygunlukları.....	145
TABLOIV.8. 1996 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel	
Regresyon Analizi.....	147
TABLOIV.9. 2005 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel	
Regresyon Analizi.....	148
TABLOIV.10. 1996 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği	
Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi	
ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları.....	149

Sayfa No

TABLOIV.11. 2005 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları.....	150
TABLOIV.12. Regresyon Denkleminde Kullanılan Veriler.....	152
TABLOIV.13. Yıllar İtibariyle Tüm İşletmelerin Beklenenden Az ve Fazla Nakit Tutma Düzeyleri.....	153
TABLOIV.14. Beklenenden Fazla Nakde Sahip İşletmelerde Harcamalar.....	155
TABLOIV.15. Düşük PD/DD Oranına Sahip İşletmelerle Yüksek PD/DD Oranına Sahip İşletmelerin Fazla Nakdi Kullanım Alanları.....	156
TABLO16. Yüksek Nakit Tutma Düzeyine Sahip İşletmelerle Düşük Nakit Tutma Düzeyine Sahip İşletmelerin Fazla Nakdi Kullanım Alanları.....	158

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
ŞEKİL I.1 Nakit Döngüsü.....	9
ŞEKİL II.1 Optimal Nakit Miktarı.....	37
ŞEKİL II.2 Nakit Çekme Süreci.....	39
ŞEKİL II.3 Miller–Orr Modeli.....	42
ŞEKİL II.4. Stone Modeli.....	46
ŞEKİL II.5. Beranek Modeli.....	49
ŞEKİL III.1. Finansal Sıkıntı Süreci.....	55
ŞEKİL III.2: Hisse Senedi Piyasa Fiyatının Maksimizasyonu Süreci.....	59
ŞEKİL III.3. Denge Teorisinde Optimum Sermaye Yapısı.....	75
ŞEKİL III.4. İşletmelerin Bulundurmaları Gereken Optimum Nakit Düzeyi.....	78

GİRİŞ

Nakit yönetimi, işletmelerin nakit fazlalığı durumunda bu fazla nakdin temsil maliyetleri ile fırsat maliyetlerini minimum seviyeye indiren kârlı alanlara yatırılması, nakit sıkışıklığı durumunda işlem maliyetleri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine maruz kalınmadan nakit sağlanması yönünde alınan kararları kapsamaktadır. Yöneticiler nakit yönetimini klasik yaklaşım içinde değerlendirdikleri dönemde, nakit tutmanın fırsat maliyeti ile nakit yetersizliği durumunda nakit benzeri varlıkları nakde çevirmekten kaynaklanan işlem maliyetlerini dikkate almışlar ve nakit varlıklara yatırım yapmayı daha kolay bir yol olarak görmüşlerdir. Ancak, rekabetin ve maliyetlerin artmasıyla birlikte yöneticiler modern yaklaşım çerçevesinde, fırsat ve işlem maliyetleri, nakit tutmadan kaynaklanan temsil maliyetleri ile nakit yetersizliğinin neden olduğu finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini de göz önünde bulundurarak optimum nakit tutarını belirleme konusunda harekete geçmişlerdir.

Nakit yönetiminde, optimum nakit tutarının belirlenmesi, nakit girişlerinin hızlandırılması, nakit çıkışlarının yavaşlatılması, fazla fonların kısa vadeli yatırımlarda değerlendirilmesi ve bankalarla iyi ilişkiler kurulması amaçlanmaktadır. İşletmeler, işlem, ihtiyat, spekülasyon güdülleri ve kredi sözleşmelerindeki şartları gerçekleştirmek için nakit varlıklara yatırım yapmaktadır. İşletmelerin bulduracakları nakit miktarında etkili olan faktörler; geleceğe ilişkin nakit akımlarının tahmin edilebilirliği, nakit giriş ve çıkışları arasındaki zaman uyumu, işletmenin faaliyette bulunduğu işkolu, işletme büyüklüğü, tedarikçilerle kurulan ilişkiler, alacak tahsil ve stok devir sürelerinin uzunluğu, kredi kullanma kapasitesi, ödenmemiş sermaye miktarı, borçların vade yapıları ve özellikleri, işletmenin

faaliyette bulunduğu ÷lkedeki ekonomik koşullar, ekonomik konjonktür, endüstri kolundaki rekabet, işletmenin riske karşı olan tutumu şeklinde ifade edilmektedir.

Optimum nakit tutarını belirlemede klasik nakit yönetimi çerçevesinde Baumol, Miller-Orr, Stone ve Beranek modelleri kullanılmaktadır. Baumol modeli, nakit varlık bulundurmanın neden olduğu fırsat maliyeti ile menkul kıymetleri nakde dönüştürmenin işlem maliyetlerini dikkate alarak nakit düzeyini belirlemektedir. Miller-Orr modeli, nakit giriş ve çıkışlarının olasılık dağılımını dikkate alarak nakit ve nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki değişimlerin zaman ve miktarını belirlemeyi hedeflemektedir. Stone modeli, Miller-Orr modeline benzemektedir. Stone modelinde, alt ve üst sınırlar iki aşamalı olarak belirlenmekte, nakit düzeyinin iç kontrol sınırlarına gelmesi durumunda tedbir alınması önerilmektedir. Beranek modelinde ise, nakit çıkışlarının kontrol edilebileceği buna karşın, nakit girişlerinin kontrol edilmesinin mümkün olmadığı belirtilerek, menkul kıymetlere yapılacak bir birimlik yatırımın sağlayacağı ilave gelir, bir birimlik nakit yetersizliğinin yol açacağı maliyet artışına eşit oluncaya kadar menkul kıymetlere yatırım yapılması önerilmektedir. Klasik nakit yönetiminde incelenen modellerden Beranek modeli sadece borçlanmayı dikkate alması, Baumol ve Miller-Orr modelleri ise borçlanma seçeneğini göz ardı etmeleri ile eleştirilmektedirler.

Klasik yaklaşım içerisinde optimum nakit tutarını belirlemek amacıyla kullanılan modellerin eksik yönleri, modern yaklaşım çerçevesinde ele alınan kavramlar ve modellerle tamamlanmıştır. Modern yaklaşım içerisinde fırsat ve işlem maliyetlerine ek olarak finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, temsil maliyetleri ve asimetric bilgi dikkate alınmıştır. Bu çerçevede denge teorisi, finansal hiyerarşı

teorisi ve serbest nakit akımları teorisi yöneticilere nakit yönetimi konusunda yeni açılımlar sağlamıştır.

Finansal sıkıntı, nakit akımlarının mevcut borçların anapara ve faiz ödemelerini karşılayamaması olarak ifade edilmektedir. İflas, mahkeme yoluyla işletmenin tasfiye sürecine girmesidir. Yöneticiler, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine maruz kalmamak amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Ancak nakit varlıklara gereğinden fazla yatırım yapılması, yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerinin neden olduğu maliyetlere yol açmaktadır. Diğer yandan, hissedarlar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışmaları da temsil problemlerini ve bu problemlerin neden olduğu maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. İşletmeleri temsil maliyetlerine maruz bırakan diğer bir faktör ise, asimetrik bilgidir. Asimetrik bilgi, piyasadaki yönetici, hissedar ve borç verenlerin farklı bilgi düzeyine sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.

Sermaye yapısı kararları temelinde geliştirilmiş olan denge ve finansal hiyerarşi teorileri ile firma değerlemesinde kullanılan serbest nakit akımları teorisi nakit tutma düzeyine etki eden faktörleri açıklamasında ve optimum nakit düzeyinin belirlenmesinde büyük önem arz etmektedir. Denge teorisi, nakit varlıkların fayda ve maliyetlerini dikkate alarak bu varlıklara yatırım yapılması gerektiğini belirtmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, yatırımların finansmanında hiyerarşik bir yapının takip edilmesini, bu amaçla da öncelikle nakit varlıkların en son da hisse senedi ihracının kullanılması gerektiğini ifade etmekte ve nakit varlıklara yapılan yatırım tutarının artırılmasını savunmaktadır. Serbest nakit akımları teorisi ise, yüksek nakit akımlarına sahip olan işletmelerde yöneticilerin bu nakdi kendi çıkarları doğrultusunda kullanma olasılığının artacağını ve bunun da yönetici ve hissedarlar

arasında temsil problemlerinden kaynaklanan maliyetlere neden olacağını savunmaktadır.

Bu çalışmada, nakit yönetiminin teorik çerçevesinin oluşturulması, işletmelerin hedef nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutmada hangi faktörlerin etkili olduğu, işletmelerin fazla nakde sahip olup olmadıkları, fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıkları tespit edilmeye çalışılmıştır. Analizlerden elde edilen sonuçlar ışığında inceleme konusu işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumlarının denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uygunluğunun saptanması amaçlanmıştır.

Birinci bölümde, nakit yönetiminin tanımı, önemi ve amaçları incelenecektir. Nakit tutma nedenleri, nakit tutmanın fayda ve maliyetleri, bulundurulması gereken nakit miktarını etkileyen faktörler ve nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım da aynı bölüm içerisinde açıklanacaktır.

İkinci bölümde, optimum nakit tutarının belirlenmesinde kullanılan modeller açıklanacaktır. Bu modeller, Baumol modeli, Miller-Orr modeli, Stone modeli ve Beranek modeli şeklinde ele alınacaktır.

Üçüncü bölümde, modern yaklaşımlar temelinde nakit yönetimi incelenecektir. Bu amaçla öncelikle finansal sıkıntı, iflas maliyetleri, temsil teorisi ve asimetrik bilgi gibi nakit tutma düzeyini etkileyen piyasa aksaklıkları incelenecek, denge teorisi, finansal hiyerarşi teorisi ve serbest nakit akımları teorisinin nakit tutma düzeyi konusundaki öngörülerini irdelenecektir.

Dördüncü bölümde, İMKB’de kayıtlı olan işletmelerin hedef nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutmada etkili olan faktörler, işletmelerin fazla nakit tutup tutmadıkları, fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda

kullandıkları, çeşitli analitik yöntemler kullanılarak belirlenecektir. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda işletmelerin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygunlukları değerlendirilecektir.

I. BÖLÜM

KLASİK YAKLAŞIM TEMELİNDE NAKİT YÖNETİMİ

Nakit, işletme bilançosu içerisinde likiditesi en yüksek varlık olarak ifade edilmektedir. İşletmenin elinde bulunan kağıt ve madeni paralar, yabancı ülke paraları, banka hesaplarındaki vadesiz mevduatlar ve tahsil edilecek çekler nakit olarak ifade edilmektedir.

Nakit, firma faaliyetlerinin başlatılabilmesi ve sürdürülebilmesinde anahtar rol oynamaktadır. Sabit varlıkların alınıp, yatırımların tamamlanması nakit gerektirmektedir. Firmanın faaliyetlerini sürdürme döneminde hammadde ve malzeme alımı, işçilik ücretlerinin karşılanması, pazarlama-satış-yönetim gibi giderlerin ödenebilmesi, kullanılan kredilerin anapara ve faiz ödemeleri, temettüleri ve vergi yükümlülüğünün yerine getirilebilmesi için de nakit bulundurulmasını gerektirmektedir. Ancak nakdin elde tutulması, faiz kazancı getiren varlıklara yatırım yoluyla elde edilecek kazancı ortadan kaldıracığından nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım yapılmaktadır.

İşletmenin kasasındaki kağıt ve madeni paralar, banka hesaplarındaki tutarlar, tahsil edilecek alacaklar yanında nakit benzeri menkul kıymetler de (marketable securities) kolaylıkla nakde çevirebilecek varlıklar olarak görülmekte ve nakit olarak değerlendirilmektedir (Keown ve diğ., 1996, 645). Nakit benzeri menkul kıymetler, kısa sürede nakde dönüşmelerinden dolayı işletme likiditesinde önemli rol oynamaktadır.

Likidite, işletmenin dönen varlıklarının, kısa vadeli ticari borçlarının ve ihtiyaç anında nakit bulabilme yeteneğinin bir fonksiyonudur. İşletme likiditesi,

“sürekli (cari) likidite” ve “koruyucu likidite” olarak iki ayrı gruba ayrılmaktadır. Sürekli likidite, zaman içinde mal alım, üretim, satış, borç ödemeleri ve alacakların tahsili gibi aktiviteler sonucunda gerçekleşen nakit giriş ve çıkışları olarak ifade edilmektedir. Koruyucu likidite ise, bir anda ortaya çıkan nakit ihtiyaçlarını karşılama yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Erol, 1991, 839).

Nakit ve nakit benzeri varlıklar işletmenin günlük faaliyetlerini devam ettirebilmesinde büyük öneme sahiptirler. Finans yöneticisinin nakit yönetimine vereceği önem faaliyetlerin etkinliğinde belirleyici rol oynayacaktır. Bu nedenle nakit yönetimi tarafından alınan kararlar kısa vadeli, günlük kararlar olarak görülmelerine rağmen işletme açısından hayati önem taşımaktadır.

I.1. Nakit Yönetimi ve Önemi

Etkin piyasaların varlığında işletme nakit ihtiyacı durumunda ihtiyacı olan fonları kolaylıkla ve maliyetsiz bir şekilde elde edebileceğinden, nakit varlıklara yatırım yapmanın bir faydası veya nakit yetersizliğinin bir maliyeti olmayacaktır. Ancak uygulamada işletmeler ihtiyaçları olan fonları kolaylıkla bulamamaktadırlar. İşletmenin mali yapısı, bulunduğu sektör, ülke ekonomisi ve gelecekle ilgili beklentiler fon bulma maliyetine etki eden unsurlardır. Yöneticiler, maliyetleri minimize etmek amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Ancak nakit varlıklara gereğinden fazla yatırım yapılması fırsat maliyetine neden olmaktadır. Nakit yönetiminin amacı, nakit giriş ve çıkışlarını dikkate alarak optimum nakit tutarını belirlemek ve atıl nakdin minimum düzeyde kalmasını sağlamaktır.

Nakit yönetimi, işletmelerin ödemelerinde sıkıntıya girmeden ve faaliyetlerinde etkinliği azaltmadan, piyasa değerlerini arttırmaları için gerekli olan nakit seviyesinin belirlenmesi ve bu seviyenin istikrarlı bir şekilde yönetimi olarak ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005, 288). Nakit giriş ve çıkışlarının eş zamanlı olduğu ve kesin doğrulukla tahmin edilebildikleri varsayıldığında, işletmelerin nakit bulundurmalarına ve nakit yönetimine zaman ayırmalarına gerek kalmamaktadır. Ancak, uygulamada bunun mümkün olmamasından dolayı işletmeler nakit yönetimine ilişkin çeşitli kararlar almak zorundadırlar.

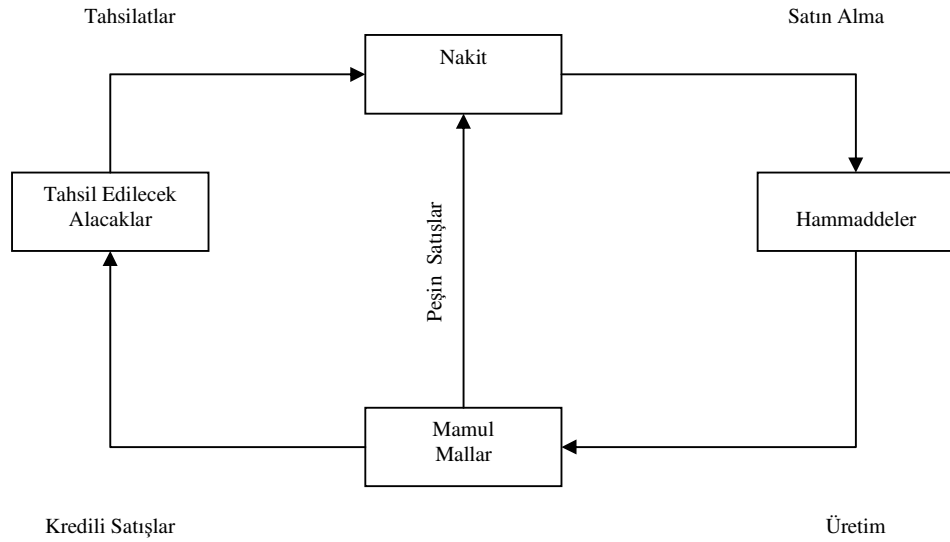
Nakit yönetimi, hedef nakit bakiyesini (target cash balance) belirlemek, nakdi etkin bir şekilde toplamak ve fazla nakdi nakit benzeri menkul kıymetlere yatırmak şeklinde üç bölümde incelenmektedir. Hedef nakit bakiyesinin belirlenmesi, likiditenin fayda ve maliyetleri arasındaki dengeye bağlıdır. Nakdin işletmeye likidite konusunda bir rahatlık sağlaması fayda olarak değerlendirilirken, hazine bonolarına veya diğer nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım yoluyla elde edilecek faiz kazancından mahrum kalma da nakit varlık tutmanın maliyeti olarak dikkate alınmaktadır. Eğer işletme hedef nakit düzeyinin belirlenmesinde başarılı olursa, likiditenin değeri hazine bonusu tutma yoluyla kaybedilen faiz kazancı değerine eşit olacaktır. Yani işletme, nakit varlıklardan elde ettiği faydayla nakit varlık tutmanın maliyetini karşılamış olacaktır. Optimum nakit miktarı belirlendikten sonra işletme nakdi olabildiğince etkin bir şekilde toplamak ve ödemelerde kullanmak için bir süreç geliştirmelidir. (Ross ve diğ., 2002, 771).

Nakit, işletme faaliyetlerinin sürdürülmesinde en önemli unsurlardan birisidir. Yetersiz nakit düzeyi işletme faaliyetlerini durdurabilecektir. Ancak kazanç getirmeyen bir varlık olması nedeniyle minimum ihtiyaçların dışında tutulan nakit de

elde edilebilecek potansiyel kazançları azaltarak işletme açısından bir maliyet unsuru haline gelmektedir. Bu nedenle nakit yönetimi yüksek profesyonellik ve titizlik gerektiren bir faaliyettir (Weston ve Brigham, 1996, 359).

İşletme, üretim-satış-tahsilat faaliyetlerinin sonunda nakit elde etmektedir. Nakit döngüsü olarak adlandırılan nakdin oluşum süreci Şekil I.1’de gösterilmektedir.

Şekil I.1 Nakit Döngüsü



Kaynak: Levy, Haim; Sarnat, Marshall (1994); “Capital Investment and Financial Decision”, 5. Edition, Prentice Hall, 181.

Şekil I.1’e göre nakit; hammadde satın alımı için kullanılmakta, hammaddenin belli bir süreçten geçmesi sonucunda mamul mal elde edilmektedir. Mamul mallar peşin veya kredili olarak satılmaktadır. Peşin satışlar sonucunda işletme nakdi direk elde etmektedir. Buna karşın kredili yapılan satışlarda tahsilatın yapılmasıyla beraber nakit elde edilmekte ve nakit döngüsünün başına gelmektedir.

İşletme, kâr ettikçe bir sonraki süreçte nakit miktarı bir öncekine göre daha fazla artmaktadır.

Mal ve hizmet satın alma sonucunda yapılan ödemelerde, nakit akımı dışarıya doğruyken, müşterilerin işletmeden mal ve hizmet satın almalarında nakit akımı işletmeye doğru olmaktadır. İşletmeler günlük faaliyetlerini karşılamak için varlıkların bir kısmını nakit olarak tutarlar. İşlem amacıyla tutulan bu nakit miktarı, her işletme için farklı şekillerde kullanılmaktadır (Peterson, 1994, 690).

I.2. Nakit Yönetiminin Amaçları

İşletmelerin, günlük işlemlerin gerektirdiği ödemeleri yapabilmek, ortaya çıkabilecek olağanüstü durumlar ile kârlı iş olanaklarını değerlendirebilmek ve yükümlüklerini yerine getirebilmek için nakde sahip olmaları gerekmektedir. Nakit yönetimini amacı, olabildiğince az fakat gerektiğinde kullanılacak yeterli nakde sahip olmaktır. Elde edilen nakdin etkili bir şekilde kullanılması hissedar servetini arttırmada büyük öneme sahiptir. Yatırım aracı olarak kullanılmadıkça işletmeye herhangi bir kazanç getirmeyen nakit, verimsiz bir varlık haline gelmektedir. Ancak, iyi bir nakit yöneticisi işletmenin elindeki nakdi minimum seviyede tutarak, gerektiğinde ihtiyaçları karşılayacak miktarı kolaylıkla sağlayabilmelidir (Gallinger ve Healey, 1987, 193).

Nakit yönetiminin temel amaçları, optimum nakit düzeyinin belirlenmesi, nakit girişlerinin hızlandırılması ve nakit çıkışlarının yavaşlatılması, atıl fonların kısa vadeli yatırımlarda değerlendirilmesi ve bankalarla iyi ilişkiler kurulması şeklinde sıralanmaktadır.

I.2.1. Optimum Nakit Düzeyinin Belirlenmesi

İşletmeler günlük ödemeler ile vergi kâr payı gibi vadesi gelen borç ve yükümlülükleri zamanında ve eksiksiz yapmak, beklenmedik olağanüstü durumlara karşı hazırlıklı olmak, alımlarda nakit indiriminden faydalanmak, ortaya çıkabilecek kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek ve finansal kurumlarla ilişkileri iyi bir şekilde sürdürebilmek amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Bunun yanında yatırım yapılan nakit miktarı da büyük önem taşımaktadır. Nakit varlıklardan fayda sağlamak amacıyla gereğinden fazla nakit tutulması işletmenin bu nakdi kârlı alanlarda kullanamamasına neden olurken tutulan nakit miktarının düşük olması da satıcılar, tüketiciler ve kreditorlerin gözünde itibar kaybedilmesine ve yükümlülüklerin yerine getirilememesine yol açacaktır.

Nakit varlık tutma yoluyla elde edilen fayda ile nakit yetersizliğinin neden olduğu maliyetler karşılaştırılarak optimum nakit düzeyi belirlenmektedir. Optimum nakit düzeyinin belirlenmesinde, gelecekteki nakit akımlarının güvenilirliği ve bu nakit akımlarında meydana gelebilecek dalgalanmalar, olağanüstü durumlarla karşılaşma olasılığı ve bu durumlarda nakit bulabilme imkanı, nakit yetersizliğinin işletmeye olan maliyeti, bankalarla ilişkiler, nakdin diğer kullanım alanlarından sağlanacak gelir önemli rol oynamaktadır (Akgüç, 1998, 241).

Yöneticinin riske karşı tutumu da işletmenin nakit tutma miktarında etkili olmaktadır. Yönetici riskten hoşlanmayan bir yapıya sahipse işletme, düşük risk-düşük kârlılıkla optimumun üzerinde bir nakit düzeyine sahip olacaktır. Diğer yandan risk seven bir yönetici, optimum nakit tutarının altında ve yüksek kârlılıkla faaliyetlerine devam edecektir.

I.2.2. Nakit Girişlerini Hızlandırmak ve Nakit Çıkışlarını Yavaşlatmak

Nakit yönetiminde asıl hedef, nakit girişlerini hızlandırmak ve nakit çıkışlarını yavaşlatmak ve bu yolla işletmede minimum miktarda atıl nakit tutmaktır. İşletmeye vadesinde yapılan tahsilatların artması ve işletmeden yapılacak ödemelerin ertelenmesi nakit yönetiminin alacak ve stok yönetimleriyle birlikte etkin bir şekilde çalıştıklarını göstermektedir (Shetty ve diğ., 1995, 199).

Nakit yönetiminde etkinliği arttırmada kullanılan çeşitli tahsilat ve ödeme metotlarının nakit yönetimindeki amaçları ortaktır. Bunlar nakit tahsilatlarını olabildiğince erken, buna karşın ödemeleri olabildiğince geç bir şekilde gerçekleştirmek ve işletmenin tedarikçilerin gözündeki kredibilitesinin korunmasını sağlamaktır.

Günümüzde bir çok işletme tahsilatları hızlandırmak ve ödemeleri yavaşlatmak amacıyla gelişmiş teknikler kullanmaktadırlar. Çekle yapılan ödemelerde çekin yazıldığı tarih ile ödeneceği tarih arasındaki sürenin kısaltılması, müşterilerin yoğun olduğu bölgelerde tahsilat bürolarının açılması veya maliyeti azaltmak amacıyla o bölgedeki herhangi bir banka ile çalışılması, internette faydalanılması tahsilatları hızlandırmada kullanılan yöntemler arasındadır. Diğer yandan, peşin ödemelerden kaçınılması, vadeli ödemelerin en son günde yapılması, çek yerine senet kullanılması, maaş ve ücret ödemelerinin ayda bir yapılması ödemelerin yavaşlatılmasında kullanılan teknikler olarak ifade edilmektedir. Ödemelerin geciktirilmesinde kullanılan yöntemler kimi zaman işletmeye ek maliyete ve satıcıların gözündeki itibarın yitirilmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla işletmelerin bu teknikleri kullanırken dikkatli olmaları gerekmektedir.

Çekle yapılan ödemelerde çekin yazıldığı tarih ile ödeneceği tarih arasındaki zaman aralığını (boşluk–float) uzatmak ve yine çekle yapılan tahsilatlarda da bu zaman aralığını kısaltmak nakit yönetiminde etkinliği arttırmada kullanılan bir yöntemdir. Çekle yapılan ödemelerde, tarih farkından dolayı banka kayıtları defter kayıtlarından daha yüksek olacak ve bir ödeme boşluğu (disbursement float) meydana gelecek, aradaki tarih farkı boyunca söz konusu fonu kullanabilme imkanı işletmeye bir kazanç sağlayacaktır. Diğer yandan, çekle yapılan tahsilatlarda defter kayıtları banka kayıtlarından daha yüksek olacak ve aradaki zaman farkından dolayı bir tahsilat boşluğu (işlem–processing float) meydana gelecek, fonlar çek tahsil edilinceye kadar kullanılamayacaktır. İşletme, net boşluk (net float) olarak ifade edilen ödeme boşluğu ile tahsilat boşluğu arasındaki farkı artırarak kazanç sağlama yönünde faaliyette bulunacaktır (Damadoran, 2005, 428 ve Levy ve Sarnat, 1994, 189).

Tahsilatların hızlandırılması amacıyla kullanılan tahsilat şubelerinin açılması, günümüzde bankaların ve elektronik ticaretin yaygınlaşmasıyla geçerliliğini yitirmiştir. Gelişen teknoloji ile birlikte bir yerden başka bir yere fon transferi dakikalar almakta ve düşük maliyetlerle yapılabilmektedir. Elektronik bankacılığın da gelişmesiyle bireyler banka şubesine gitmeden internet bağlantısıyla bilgisayarlarından kolaylıkla hesaplarını kontrol edebilmekte ve fon transferi yapabilmektedirler.

Nakit girişlerinin hızlandırılması ve nakit çıkışlarının yavaşlatılması işletmenin daha fazla nakde sahip olması anlamına gelmektedir. Bu durum özellikle peşin alımlarda işletmeye iskonto avantajı sağlamaktadır. Diğer yandan yüksek nakit düzeyi işletmenin güvenilirliğinin bir belirtisidir. Yüksek nakit varlıklara sahip

işletmeler bankalardan kolaylıkla kredi bulma imkanına sahip olacaklardır. Etkin bir nakit yönetimine sahip işletmeler daha az borçlanacak ve daha fazla yatırım yapacaklardır. Böylelikle bu tür işletmeler daha az faiz ödeyip, toplam kârlılığı ve faiz gelirlerini artırmış olacaklardır. Fazla nakdin işletmeye sağlamış olduğu bu yararlarına karşın fırsat maliyeti gibi maliyetlere neden olmaktadır. İşletmeler fırsat maliyetini minimize etmek amacıyla fazla nakdi nakit benzeri menkul kıymetlere yatırarak değerlendirmektedirler.

I.2.3. Fazla Fonların Kısa Vadeli Yatırımlarda Değerlendirilmesi

Olabildiğince fazla nakde sahip olmak önceki yıllarda nakit yönetiminin temel amaçlarından birini oluşturmaktadır. Bu yolla yöneticiler beklenmedik durumlara ve ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarına karşı hazırlıklı olmaktadır. Ancak, para piyasalarının gelişimi, nakit benzeri menkul kıymetlerin belli bir getiriye sahip olmaları nakit varlık tutmanın fırsat maliyetini ortaya çıkarmış, işlem hızının artışı ve işlem maliyetlerinin azalması nakit ve nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki dönüşümü olanaklı kılmıştır.

Atıl fonların kısa vadeli yatırımlarda değerlendirilmesi nakit yönetiminde önemli bir yer tutmaktadır. İşletmeler bir süre atıl kalacağını düşündükleri fonlarını çok düşük riske sahip veya tamamen risksiz ve kolaylıkla nakde çevrilebilen menkul kıymetlere yatırabilmektedirler (Damadoran, 2005, 429). Kısa vadeli hazine bonoları, devlet tahvilleri, finansman bonoları, poliçeler, garantili ve her an paraya çevrilebilen özel kesim tahviller, repo anlaşmaları ve banka bonoları işletmelerin fazla fonlarını değerlendirebilecekleri kısa vadeli yatırımlar olarak ifade

edilmektedir. Bu varlıklar “Nakit Benzeri Varlıklara Yatırım” başlığı altında ayrıntılı olarak incelenecektir.

I.2.4. Bankalarla İyi İlişkiler Kurulması

Bankalar, fon arz edenlerin ellerindeki fazla fonları belli bir faiz karşılığında alarak fon talep edenlere ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yine belli bir faiz oranıyla kullandıran kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Fon alımına ödenen faiz ile fon sunumundan kazanılan faiz farkı bankaların kazancını oluşturmaktadır. Bankalar, vade farklarını düzenleyerek, çeşitlendirme ile riski azaltarak, her türlü tahsilat ve ödemeleri güvenle gerçekleştirerek ticari hayatın gelişmesine katkı sağlamaktadırlar. Dolayısıyla bankalar bireyler ve işletmeler için büyük bir öneme sahiptir ve günlük hayatın vazgeçilmez bir unsurudurlar.

Bankalar tarafından sunulan hizmetler genel olarak, aracılık ve yatırım hizmetleri ile kiralık kasa hizmetleri, bankalar bünyesinde kurulan finansal kiralama (leasing), forfaiting ve faktöring (factoring) kuruluşlarının hizmetleri ile gayrinakdi kredi işlemleri, uluslararası düzeyde gerçekleşen ticari ilişkilerde referans hizmeti görmek ve para akışını sağlamak, yurtdışından sağlanan kredilerin ülkeye getirilmesine aracılık etmek ve uluslararası sermaye piyasası faaliyetlerine aracılık etmek şeklinde gerçekleşmektedir.

Bankalar sermaye piyasasında gerçekleşen işlemlerde de bireylere ve kurumlara, menkul kıymetlerin çıkarılması ve pazarlanması, bu menkul kıymetler ile mali gelecek sözleşmeleri (futures) ve opsiyon gibi türev araçlarının alım-satımı, portföy yönetimi ve danışmanlık, gelir ortaklığı belgelerinin satışı, menkul kıymet

yatırım fonlarının kurulması-yönetilmesi ile finansal varlıkların korunması gibi hizmetleri de sunmaktadır.

İşletmeler, bankaların kendilerine yönelik olarak sundukları hizmetlerden faydalanabilmek ve bankalarla daha iyi ilişkiler kurabilmek amacıyla mevduat hesaplarında nakit bulundurmaktadırlar. Bu tutar işletme açısından faiz kazancı, banka açısından kredi olarak verilecek fon anlamı taşır. İşletmelerin çalıştıkları bankalarda buldukları mevduatın miktarı ilişkinin derecesini belirleyen unsur olmaktadır. Tutulan mevduat, banka açısından verilecek kredi anlamına geldiğinden yüksek mevduata sahip işletmeler, bankalar tarafından iyi müşteri olarak değerlendirilmekte ve daha fazla kredi ve hizmet alabilme, mevcut borçları uygun koşullarda uzatabilme imkanlarına sahip olmaktadır.

I.3. İşletmelerin Nakit Tutma Nedenleri

Nakit ve nakit benzeri menkul kıymetler, getirisi en düşük varlıklar olmalarına rağmen, bazı sebeplerden dolayı bu varlıklar işletmeler tarafından tutulmaktadır. Keynes (1936) “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” (The General Theory of Employment, Interest and Money) adlı çalışmasında, işletmelerin işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülleri ile nakit varlık tuttuklarını belirtmiştir. Bu güdülere ek olarak, işletmeler telafi (tazmin, karşılama) amacıyla da nakit varlık tutmaktadırlar.

I.3.1. İşlem Güdüsü (Transactions Motive)

Tahsilat ve ödemelerin eş zamanlı olarak gerçekleştirilmesi durumunda işletmelerin nakit tutmalarının hiçbir faydası olmayacaktır. Ancak, tahsilat ve ödemelerin eş zamanlı bir Şekilde yapılamamasına işletmeleri ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla nakit tutmaya yönelmektedir.

İşçilere denen haftalıklar, aylıklar, ticari borçlar, alınan kredilerin anapara taksitleri ve faizleri, vergiler işletmelerin günlük faaliyetlerinin gerektirdiği demeler olarak tanımlanmakta ve işletmeler bu ödemeleri karşılamak amacıyla belli bir miktar nakdi kasalarında bulundurmaktadırlar. Bu demeleri karşılamak için ihtiyaç duyulan nakit, işletmelerin faaliyetlerinden ve varlıklarından elde ettikleri kaynaklardan sağlanmaktadır (Berk, 2003, 111).

İşletmelerin işlem amacıyla tuttıkları nakit varlıklar endüstriler arasında hatta aynı endüstri kolundaki işletmeler arasında da farklılık gösterebilmektedir. İşlem amacıyla tutulan nakit miktarı, işletmenin kendisinden ve çevresinden kaynaklanan pek çok faktörden etkilenmektedir. İşletmeden kaynaklanan faktörler; nakit akımlarının değişkenliği, işletmenin alım ve satış koşulları, alacak ve stok devir hızı, stok miktarı ve borçların yapısıdır. İşletmenin ürünlerine olan talebin sabit veya değişken olması ise işletme dışından kaynaklanan bir faktördür. Talebin ve nakit akımlarının değişken, mal alımlarının peşin ancak satışların vadeli, alacak ve stok devir hızının düşük, borçların kısa vadeli olduğu işletmelerde işlem güdüsü ile tutulan nakit miktarı daha fazla olmaktadır. Buna karşın, talebin sabit, mal alımlarının vadeli ancak satışların peşin, alacak ve stok devir hızının yüksek, borçların uzun vadeli olduğu işletmelerde daha az nakit bulundurulmaktadır.

I.3.2. İhtiyat Güdüsü (Precautionary Motive)

İşletmeler günlük ihtiyaçların gerektirdiği ödemeleri karşılamak amacıyla bulundukları nakdin yanında mevsimlik veya dönemsel dalgalanmalar, ortaya çıkabilecek doğal afetler, tedarik ve dağıtım kanallarındaki olumsuzluklar, grevler, tazminat ödemeleri gibi olağanüstü durumlara karşı da nakit bulundurmaktadırlar. İhtiyat güdüsüyle tutulan bu nakit, işletmenin faaliyetlerini aksatmadan yerine getirebilmesini sağlamaktadır.

Nakit giriş ve çıkışlarını tam olarak tahmin etmek mümkün olmadığı için, ihtiyat amacıyla işletmenin tutması gereken nakit miktarını da tam olarak tahmin etmek mümkün değildir. Ayrıca, işletmenin ihtiyat amacıyla tutacağı nakit miktarı, endüstri kolundaki rekabet düzeyine, işletmenin kredi sağlama kapasitesine göre değişiklik göstermektedir.

Uygulamada, 5 ya da 10 günlük, hatta 15 günlük satış tutarına eşit bir paranın ihtiyat amacıyla elde tutulması önerilmektedir. Böyle bir öneride bulunulurken işletmenin, sektörün ve ekonominin durumu değerlendirilmeli ve fazla tutulan nakdin maliyetleri de dikkate alınmalıdır (Ceylan, 2001, 248). Diğer yandan, nakit benzeri varlıkların kısa sürede nakde dönüşüm imkanlarının olması, borç kullanma kapasitesinin yüksekliği, bankalarla kurulan iyi ilişkiler, kârlı yatırım fırsatlarının varlığı ve bankada tutulan nakitten faiz kazancı elde edilmesi ihtiyat güdüsü ile tutulan nakdi azaltmaktadır (Samuels ve diğ., 1995, 711 ve Keynes, 1936, 93).

I.3.3. Spekülasyon Güdüsü (Speculative Motive)

İşletmelerde, ortaya çıkabilecek kârlı yatırım fırsatlarından faydalanabilmek, düşük fiyatla mal ve hizmet satın alabilmek ve menkul kıymetlerde meydana gelebilecek fiyat değişikliklerinden kazanç sağlamak amacıyla tutulan nakit, spekülasyon güdüsüyle açıklanmaktadır. İşletmelerin işlem ve ihtiyat güdülerine kıyasla daha az önem verdikleri spekülasyon güdüsü, özellikle sermaye piyasası araçlarının yüksek getiriye sahip olduğu ülkelerde önem kazanmaktadır.

Spekülasyon güdüsüyle tutulan nakit, işletmenin kârlı yatırım fırsatlarından kazanç elde etmesine ve bu yolla piyasa değerini arttırmasına katkı sağlamaktadır. İşletme, faiz oranlarındaki ve menkul kıymet fiyatlarındaki değişikliklerden kazanç sağlamak amacıyla nakit tutmaktadır. Ayrıca, faiz oranlarının düşmesi beklendiği zamanlarda, menkul kıymetlere yatırım yapma yoluyla kazanç sağlanarak işletmenin piyasa değeri artırılmaktadır. Spekülasyon amacıyla nakit tutan işletme, her faiz düşüşünden ve menkul kıymet fiyatlarındaki artıştan veya her faiz artışından ve menkul kıymet fiyatlarındaki düşüşten kazanç sağlamış olacaktır (Keown ve diğ., 1996, 648 ve Van Horne, 1995, 372).

I.3.4. Telif Bakiyesi (Compensation Balance)

İşlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülerine ek olarak işletmeler, bankaların sunmuş olduğu hizmetlere karşılık veya borç anlaşmalarındaki şartlardan dolayı hesaplarında belli bir miktar nakdi tutmak zorunda kalabilirler. Bankalar da müşterilerine sundukları hizmetler karşılığında üstlendikleri maliyetleri karşılamak amacıyla belli bir miktar nakdin hesaplarda bırakılmasını isteyebilirler. Bankalar

öncelikle, büyük müşterilerine sundukları hizmetlerin maliyetlerini ve bu maliyetleri karşılamak için yeterli geliri sağlayacak ortalama hesap bakiyesini belirlerler. Banka hesaplarında bırakılan bu tutar, telafi bakiyesi olarak ifade edilmektedir.

Bankanın belirlemiş olduğu telafi bakiyesi işletmenin hesabında bulundurmamak zorunda olduğu minimum nakit miktarını temsil etmektedir. Telafi bakiyesi, hesapların kârlılığına göre işletmenin çalıştığı banka veya bankalar tarafından belirlenmektedir. Hesapların kârlılığı ise bankanın bloke edilen nakitten elde ettiği faiz kazancına bağlıdır. Başka bir deyişle, sunulan hizmetlerden dolayı ortaya çıkan maliyet toplam gelirden az ise hesap kârlıdır, fazla ise hesap kârlı değildir. Dolayısıyla talep edilen minimum nakit miktarı veya telafi bakiyesi, banka için yukarıda belirtilen kârlılığı sağlayan nakit düzeyini temsil etmektedir ve belirlenmiş olan telafi bakiyesi bankadan bankaya değişiklik göstermektedir (Van Horne, 1995, 382).

Bankalar, kredi arzının sınırlı ve faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde, verilen krediyi garanti altına almak amacıyla borç miktarının belli bir yüzdesinin müşteri hesaplarında tutulmasını isteyebilirler. Talep edilen bakiyenin, işletmenin tutmak istediği nakit miktarından fazla olması durumunda borcun maliyeti artmaktadır (Weston ve diğ., 1996, 376). Bu durumda işletme banka ile müzakere etme, başka bir bankadan borç alma veya borçlanmadan vazgeçme yollarından birini kullanacaktır.

Yukarıda belirtilen güdüler, işletmelere ne kadar nakit tutacakları konusunda yardımcı olsalar da nakit varlıkların türünü ve miktarını güdülere göre kesin çizgilerle sınıflandırmak mümkün değildir. Bu nedenle toplam nakit varlıkların tüm güdülerini bünyesinde barındırdığı kabul edilmektedir (Levy ve Sarnat, 1994,

185). İşletmeler, nakit tutmaya etki eden güdülerin yanında nakit tutmanın fayda ve maliyetlerini de dikkate alarak bu varlıklara yatırım yapmaktadırlar.

I.4. Nakit Tutmanın Fayda ve Maliyetleri

İşletmeler işlem, ihtiyat, spekülasyon ve telafi amacıyla nakit tutarlarken; bu nakdin miktarını da doğru bir şekilde belirlemelidirler. Nakit yönetiminde esas nokta nakit varlıkların fayda ve maliyetlerinin dengelenmesidir. Nakit tutmanın fayda ve maliyetleri işletmelerin temel özelliklerine göre farklılık gösterse de nakit varlık tutma yoluyla elde edilen faydalar aşağıdaki gibidir;

1. Nakit varlıklar likidite konusunda esneklik sağlamakta ve bu yolla ödemeler kolaylıkla gerçekleşebilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 772).

2. Yeterli nakit ve nakit benzeri varlıklara sahip olan işletmeler, hammadde veya yarı mamul alımlarında nakit indiriminden faydalanmaktadırlar (Weston ve Brigham, 1996, 362).

3. Nakit varlıkları yeterli olan işletmeler zarar, ziyan, tazminat gibi olağanüstü durumları rahatlıkla karşılayabilmektedirler (Akgüç, 1998, 233).

4. Kreditörlerin kredi verilecek işletme hakkında yöneticilerden daha az bilgiye sahip olmaları verilecek krediyi riskli hale getirmekte ve talep edilecek faiz oranının artmasına neden olmaktadır. Yöneticiler, nakit tutarak borç alımından kaynaklanan yüksek faiz maliyetinden kurtulmaktadırlar (Harford, 1999, 1969).

5. Nakit varlıklara yatırım yapan işletmeler, gelecekte ortaya çıkabilecek kârlı iş olanaklarını ve yatırım fırsatlarını kolaylıkla değerlendirebilmektedirler (Damodaran, 2005, 445).

6. İşletmeler, mevduat hesaplarında nakit varlıklara yatırım yaparak bankaların gözünde kredi değerliliklerini artırır. Bu durum bankalarla iyi ilişkiler kurularak gerek duyulduğunda daha düşük maliyetli kredi temin edilebilmesine olanak sağlar. Bu olanağa sahip olan işletmeler büyük alımlarda satıcılara karşı avantaj elde etmektedirler.

7. Likiditenin ele geçirme operasyonlarına karşı güvence anlamına gelmesi, yüksek nakit varlıklara sahip olan işletmelerin ele geçirme operasyonlarına karşı korunduklarını göstermektedir (Faleye, 2004, 2041).

Nakit varlıklar yukarıda belirtilen faydalarına karşın bazı maliyetlere neden olmaktadır. Bunlar aşağıda maddeler halinde belirtilmektedir;

1. Serbest nakit akımlarının¹ yüksek olduğu işletmelerde yöneticilerin nakit varlıklara yatırım yapmaları hissedarlar tarafından olumlu karşılanmamaktadır. Hissedarlar nakdi elde tutmak yerine kârlı yatırım alanlarında kullanılmasını veya kendilerine dağıtılmasını beklemektedirler. Yöneticiler ise riske karşı korunmak ve kendi refahlarını yükseltecek lüks ofisler, yeni arabalar ve gereğinden fazla personel almak gibi amaçlarla nakit varlıkları elde tutabilmektedirler. Yöneticilerin nakit varlıkları bu tür kârlı olmayan alanlarda değerlendirme ihtimalleri hissedarlar ile

¹ Serbest nakit akımları, işletmenin varlığını sürdürebilmesi ve hedeflenen büyümeyi sağlayabilmesi için gereken yatırım gerçekleştirilmesinden sonra, işletme sermayesini sağlayan, borç verenlere ve özkaynak sahiplerine dağıtılabilir nakit akımıdır. Serbest nakit akımı, bir mali yıl boyunca işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği kazançlar ile amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler toplamından o döneme ait sermaye harcamaları ile çalışma sermayesinin finansmanı için gereken tutarın çıkarılması şeklinde hesaplanmaktadır (Yıldır, 1998, 74). Bu konu 3. bölümde ayrıntılı bir şekilde anlatılmaktadır.

yöneticiler arasında temsil maliyetlerine² neden olmaktadır (Özkan-Özkan, 2004, 2104).

2. Nakit varlık tutmanın en önemli maliyetlerinden birisi fırsat maliyetidir. Fırsat maliyeti elde bulunan nakdin kârlı yatırım alanlarında kullanılmaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Nakit varlıkların, uzun vadeli menkul kıymetler ve duran varlıklara oranla çok düşük getirili olmaları nedeniyle, yüksek düzeyde nakit varlıklara sahip olan işletmelerin fırsat maliyeti daha fazla olmaktadır (Kim ve diğ., 1998, 336).

3. Finans piyasalarından sürekli fon alan bir işletme ile bu piyasaları kullanmayan bir işletmenin herhangi bir nakit sıkışıklığında aynı koşullarla borçlanabilmeleri oldukça zordur. Çünkü, finans piyasalarını kullanan işletme, bu piyasalarda tanındığı için rahatlıkla ve uygun koşullarla borç bulabilirken, piyasalardan uzak olan başka bir işletmenin uygun koşullarla borçlanabilme şansı daha düşük olmaktadır (Akgüç, 1998, 233).

4. Kısa vadeli borca sahip bir işletmenin nakit varlık tutması, hem nakit varlıkların atıl kalmasına hem de kısa süreli borcundan kaynaklanan faiz maliyetine maruz kalmasına neden olmaktadır (Akgüç, 1998, 233).

İşletmelerin bulunduracakları nakit miktarının tespit edilmesinde, nakit varlıkların fayda ve maliyetlerinin belirlenmesinin yanında işletmenin finansal yapısı, faaliyet gösterilen endüstrinin durumu ve genel ekonomik koşullara göre değişen pek çok faktör de etkili olmaktadır.

² Temsil Maliyeti, temsilcinin temsil edilenin menfaatlerini arttırmak yerine kaynakları kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaya başlamasıyla ortaya çıkan maliyetler olup, III. Bölüm'de ayrıntılı olarak anlatılmaktadır.

I.5. Bulundurulacak Nakit Miktarını Etkileyen Unsurlar

İşletmenin bulunduracağı nakit miktarını, geleceğe ilişkin nakit akış tahminleri, nakit giriş çıkışları arasındaki zaman uyumu, faaliyette bulunulan işkolu, işletme büyüklüğü, tedarikçilerle kurulan ilişkiler, alacak ve stok devir hızları, işletmenin kredi kullanma kapasitesi, ödenmemiş sermaye miktarı, borçların vade yapıları ve özellikleri, işletmenin faaliyette bulunduğu ülkedeki ekonomik koşullar, ekonomik konjonktür, endüstri kolundaki rekabet ve işletmenin riske karşı tutumu belirlemektedir. Belirtilen bu unsurlar aşağıda maddeler halinde açıklanmaktadır.

– **Geleceğe İlişkin Nakit Akımlarının Tahmini:** Gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilebilirliği bulundurulması gereken nakit miktarını etkileyen unsurların başında gelmektedir. Nakit akımlarının tahmini nakit bütçeleri kullanılarak yapılmaktadır. Nakit bütçesi, belirlenen tarihler arasında nakit giriş ve çıkışlarını göstermektedir. Nakit bütçesi yardımıyla yöneticiler, yatırım ve borçlanma stratejilerini belirlemektedirler. Nakit bütçeleri aracılığıyla, nakit akımları tahmin edilerek gelecekte nakdin yetersiz olması durumunda ne kadar borçlanılacağı veya nakdin fazla olması durumunda hangi varlıklara yatırım yapılacağı konusunda karar verilmekte ve etkin bir nakit yönetimi uygulanabilmektedir (Weston ve diğ., 1996, 362).

– **Nakit Giriş ve Çıkışları Arasındaki Zaman Uyumu:** Nakit giriş ve çıkışlarının zaman uyumu, nakit miktarını belirlemede önemli etkenlerden birisidir. Nakit giriş ve çıkışları arasında zaman uyumunun olması, işletmenin fazla nakit bulundurmaması anlamına gelmektedir. Zaman uyumunun belirlenmesi faaliyet konusuyla ilgilidir. Mevsimlik satış yapan işletmelerde, satışların sürekli dalgalanma göstermesinden dolayı nakit gereksinimini belirlemek zordur. Bu nedenle bu tür

işletmelerde ihtiyat nedeniyle daha fazla nakit bulundurmak gerekmektedir (Ceylan, 2001, 247).

– **İşletmenin Faaliyette Bulunduğu İşkolu:** Faaliyette bulunan işkolundaki ödeme ve tahsilat süreleri, elde bulundurulacak nakit miktarını etkileyen bir diğer unsurdur. Tahsilatların veya ödemelerin peşin veya çok kısa vadeli olarak gerçekleştirildiği işkollarında örneğin perakendeci işletmelerde vade, üretim işletmelerine göre daha kısa olmaktadır. nakde sürekli ihtiyaç duyulan işletmelerde nakit bulundurma düzeyi artarken, nakde görel olarak daha az ihtiyaç duyulan işletmelerde nakit bulundurma düzeyi azalmaktadır. Dolayısıyla, elde tutulması gereken nakit miktarı sektördeki alış ve satış koşullarına göre değişiklik göstermektedir.

– **İşletme Büyüklüğü:** İşletmenin elindeki nakit varlık tutarını belirleyen bir diğer unsur da büyüklüktür. Büyük ölçekli işletmeler bankalarla, tedarikçilerle ve müşterilerle pazarlık edebilme güçlerine sahip olmaları ve ölçek ekonomilerinden faydalanabilmeleri nedeniyle daha az nakit miktarıyla faaliyetlerini devam ettirmektedirler. Bu durum dikkate alındığında küçük ölçekli işletmelerin daha fazla nakit bulundurmaları beklenmektedir (Damadoran, 2005, 424).

– **Tedarikçilerle Kurulan İlişkiler:** Tedarikçilerle kurulan ticari ilişkiler nakit miktarını belirlemede etkilidir. İşletmelerin hammadde, malzeme ve mal alışlarını kredili olarak gerçekleştirmeleri, stokların satıcılar tarafından finanse edildiği anlamına gelmektedir (Akgüç, 1998, 235). Stokların satıcılar tarafından finanse edilmesi ise, işletmenin satışlarla stoklarını finanse ettiği yani, ürününü sattıktan sonra hammadde borcunu ödediği şeklinde ifade edilmektedir. Bu durum

hammadde, malzeme ve mal alışları için nakit bulundurma ihtiyacını ortadan kaldırmakta ve daha az nakit düzeyiyle faaliyette bulunma imkanı sağlamaktadır.

– **Alacak Tahsil ve Stok Devir Sürelerinin Uzunluğu:** İşletmenin alacak tahsil süresi, geçmiş yıllardaki oranlarla ve endüstrinin ortalaması ile karşılaştırılarak değerlendirme yapılmaktadır. Yapılan karşılaştırmalarda alacak tahsil süresinin daha kısa olması alacak yönetimindeki etkinliği göstermektedir. Stok devir süresinin kısa olması ise, satışlarda herhangi bir problemin yaşanmadığı anlamına gelmektedir. Alacak tahsil süresi ile stok devir süresinin kısa olması işletmenin daha az nakit varlık ihtiyacı içinde olacağı anlamına gelmektedir (Ceylan, 2001, 247).

– **Kredi Kullanma Kapasitesi:** Nakit varlık miktarını etkileyen diğer bir unsur da kredi kullanma kapasitesidir. Özellikle büyük ölçekli işletmelere bankalar, belirli miktarda kredi kullanma imkanı tanımışlardır. Böyle bir kredi kullanma imkanının olması, işletmenin daha az nakitle faaliyette bulunmasına olanak sağlayacaktır. Dolayısıyla, işletme, beklenmeyen olaylara karşı, nakit ihtiyacı durumunda bunu çalışmakta olduğu banka veya bankalardan kolaylıkla temin edebilecektir (Faulkender, 2004, 14).

– **Ödenmemiş Sermaye Miktarı:** Tutulacak nakit miktarını etkileyen bir diğer unsur ödenmemiş sermaye miktarıdır. Ödenmemiş sermaye düzeyi yüksek olan işletmelerde yöneticiler nakit yetersizliği durumunda ortaklara çağrı yaparak sermaye taahhütlerini yerine getirmelerini talep edebilmektedirler. Bu nedenle bu tür işletmeler daha düşük nakit bakiyesiyle faaliyette bulunabilmektedirler (Akgüç, 1998, 236).

– **Borçların Vade Yapıları ve Özellikleri:** Borçların uzun veya kısa vadeli olması, kısa vadeli borcun yılın belli dönemlerinde yoğunlaşması veya tüm yıla yayılması, konsolidasyon veya yeniden finansman imkanları, yakın gelecekte büyük ödemeler yapılma olasılığı tutulacak nakit miktarını etkilemektedir. Kısa vadeli borçların yılın belirli aylarında ödenmesi, ekonomik koşullar nedeniyle konsolidasyon, yeniden finansman imkanlarının zayıf olması ve yakın gelecekte büyük miktarda ödeme yapılması işletmenin daha fazla nakit varlık tutması anlamına gelmektedir (Akgüç, 1998, 236).

– **İşletmenin Faaliyette Bulunduğu Ülkede Ekonomik Koşullar:** Faaliyette bulunan ülkede ekonomik koşulların yapısı ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerin olması ihtiyat amacıyla bulundurulacak nakit tutarını etkilemektedir. Ekonomik koşulların sürekli değişkenlik göstermesi işletmenin sürekli risk altında bulunduğuna işarettir. Riskli işletmenin döviz cinsinden borçlanması devalüasyon durumunda finansal sıkıntıya düşmesine neden olacaktır. Bu nedenle dalgalı piyasalarda faaliyet gösteren ve/veya döviz cinsinden borca sahip işletmelerden daha fazla nakit varlıkla faaliyetlerini devam ettirmeleri beklenmektedir.

– **Ekonomik Konjonktür:** Ekonomik konjonktür nakit varlık miktarını etkileyen bir diğer unsurdur. Genel konjonktürel durum tahsilatı ve ödemeleri etkileyeceğinden işletme, nakit girişlerini kesin ve muhtemel olmak üzere ikiye ayırarak elinde tutacağı nakit varlık miktarını belirleyebilmektedir. Maaş ve ücret ödemeleri, borç taksitlerinin ödenmesi, peşin satış gelirleri kesin nakit hareketi, buna karşın vadesi gelmiş senetsiz alacaklar, planlanan peşin satışlar muhtemel nakit hareketleri olarak ifade edilmektedir (Berk, 2003, 115).

– **Endüstri Kolunda Rekabet:** Endüstri kolundaki rekabet de nakit varlık miktarını etkileyen bir unsurdur. Rekabetin yoğun olduğu endüstrilerde işletmeler daha fazla nakit varlıkla faaliyetlerini devam ettirirken, rekabetin düşük olduğu endüstrilerde nakit varlık ihtiyacı daha az olmaktadır.

– **İşletmenin Riske Karşı Tutumu:** Nakit varlık miktarını etkileyen bir diğer önemli konu, işletmenin riske karşı olan tutumudur. İşletmenin düşük nakit düzeyi ile faaliyette bulunması riskli politikaları tercih ettiği anlamına gelmektedir. Ancak finans yöneticisi risk ve kârlılık ilişkisini dikkate alarak bulundurulacak nakit miktarına karar vermelidir. Örneğin işletmenin mal ve kredi verenlere güven vermek amacıyla yüksek düzeyde nakde sahip olması kârlılığı azaltmaktadır. Kârlılığın azalması piyasa değerini düşürerek ortakların servetini azaltıcı etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla nakit yöneticisinin temel amacı likidite, risk ve kârlılığı uzun dönemde işletmenin piyasa değerini maksimum yapacak şekilde düzenlemektedir (Pamukçu, 1999, 326).

İşletmenin elinde bulunduracağı nakit miktarını belirleyen unsurların çoğu minimum nakit düzeyiyle faaliyette bulunmayı amaçlamaktadır. Bu yolla, piyasadan daha az borçlanılacak ve maliyetler azalacaktır. İşletmenin faaliyetlerinde nakit kullanımını minimum seviyeye indirmesi atıl nakit miktarının artmasına neden olacaktır. Nakit yönetiminde etkinliği sağlamak amacıyla yöneticiler, fazla nakdi nakit benzeri menkul kıymetlere yatırmaktadırlar.

I.6. Nakit Benzeri Menkul Kıymetlere Yatırım

Nakit varlıklar, işletmeye yükümlülüklerini karşılamada, beklenmedik durumlara karşı hazırlıklı olmada ve elverişli koşulları değerlendirmede yarar sağlarken nakit tutmadan kaynaklanan fırsat maliyetine de neden olmaktadır. İşletmeler fırsat maliyetini minimize etmek ve yükümlülüklerini kolaylıkla yerine getirebilmek amacıyla nakit benzeri varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Yöneticiler, nakit benzeri menkul kıymetlerin değer kaybetmeden nakde dönüşebilmeleri ve geçici yatırım aracı olarak kullanılabilmesi nedeniyle atıl fonları bu varlıklarda değerlendirerek piyasa değerini artırma yoluna gitmektedirler.

Kısa vadeli hazine bonoları, devlet tahvilleri, finansman bonoları, bankalarca kabul edilmiş poliçeler, garantili ve her an paraya çevrilebilir özel kesim tahvilleri, repo anlaşmaları ve banka bonoları atıl fonların değerlendirilebileceği nakit benzeri varlıklar olarak tanımlanmaktadır.

Nakit benzeri varlıkların geçici yatırım aracı olarak kullanılması, işletmenin izlemiş olduğu muhafazakar, saldırgan ve ılımlı finansman politikalarına bağlıdır. Eğer, muhafazakar bir finansman politikası izleniyor ise yüksek miktarda nakit ve nakit benzeri varlık bulundurulacaktır. Diğer yandan saldırgan politikada, nakit ve nakit benzeri varlıklara yatırım yapılmayacak ve ihtiyaçları karşılamak amacıyla borçlanma yoluna gidilecektir. Vadelerin eşleştiği ılımlı politikada ise, duran varlıklar uzun dönem kaynaklar ve özsermaye ile, stoklardaki ve alacaklardaki artışlar kısa dönem borçlarla finanse edilecek ve nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım kısa dönemler halinde yapılacaktır (Weston ve diğ., 1996, 379).

Nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım yapılırken, bu menkul kıymetlerin ne kadar sürede nakde dönüştükleri ve dönüşüm sırasında ortaya çıkan maliyetler belirlendikten sonra eldeki nakdin menkul kıymetlere yatırılması veya borç ödemelerinde kullanılması konusunda tercih yapılacaktır. Nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım, işletmeye faiz kazancı ve nakit yetersizliği durumunda bu fonları kolaylıkla nakde çevirme imkanı sağlamaktadır. İşletmeler, sürekli olarak nakde ihtiyaç duyduklarından finans yöneticisi fazla nakdi güvenli olan ve likiditesi yüksek nakit benzeri menkul kıymetlere yatırarak değerlendirmektedir (Scherr, 1989, 26).

Geçici nakit fazlalıklarının değerlendirilmesinde uygun araçların başında hazine bonoları gelmektedir. Hazine bonoları, tam güvenceyle ve hükümet garantisıyla desteklenmektedir. Böylelikle bu bonolar risksiz menkul kıymetler olarak ihraç edilirler. Genel olarak hazine bonolarının vadeleri bir yılın altındadır ve iskontolu olarak ihraç edilmektedirler (Damadoran, 2005, 429). Hazine bonolarının işletme ihtiyaçlarına uygun sürelerde çıkarılması, büyük tutarlarda satın alma imkanının olması ve geri ödenmeme riskinin düşük olması nedeniyle kısa süreli fonların değerlendirilmesinde diğer yatırım alanlarına kıyasla daha avantajlı görülmektedir (Akgüç, 1998, 251). Hazine bonolarından elde edilen faiz geliri düşük bir oranla vergilendirilmekte veya vergiden muaf tutulmaktadır. Ayrıca bu bonolar, bankalardan alınacak kredilerde teminat olarak kullanılabilirler. Belirtilen bu avantajlar hazine bonolarının diğer yatırım araçlarına göre daha fazla kullanılmasına imkan sağlamaktadır.

Devlet tahvilleri, 1 yıl, 1,5 yıl, 2 yıl ve 3 yıl vadeli olarak ihraç edilen ve 6 ayda bir faiz ödemesi yapılan menkul kıymetlerdir. 1 yıllık devlet tahvillerinde kupon yoktur. Bu tahviller ihraç tarihinde nominal değer altında iskontolu olarak

satılmaktadırlar. Vade sonunda nominal değer ile iskontolu satış değeri arasındaki fark faiz geliri olarak ortaya çıkmaktadır (Karan, 2001, 391). Vadesi 1 yıldan daha uzun süreli olan devlet tahvillerinde 6 ayda bir kupon ödemesi yapılmaktadır. Devlet tahvillerinin hazine bonolarında olduğu gibi vergi avantajına sahip olmaları, devlet garantisi altında çıkarılmaları ve bazılarının istenildiği zaman paraya çevrilebilme özelliğine sahip olmaları gibi avantajları, bu yatırım araçlarını da hazine bonoları kadar cazip hale getirmektedir.

Finansman bonosu, genellikle büyük ve kredi derecelendirme notu yüksek olan işletmelerin ihraç ettikleri nakit benzeri menkul kıymetlerdir. Ayrıca bu işletmelerin, kısa süreli finansal ihtiyaçlarını karşılamak için aracı kurumlar veya doğrudan yatırımcılar yoluyla ve iskonto ederek sattıkları menkul kıymetler olarak da ifade edilmektedirler (Canbaş ve Doğukanlı, 1997, 60). İşletmeler tarafından ihraç edilmeleri finansman bonolarının riskini ve faiz gelirini arttırmaktadır. Ancak finansman bonolarının hazine bonoları ve devlet tahvillerinde olduğu gibi vergi avantajına sahip olmamaları elde edilen gelirin aynı düzeyde kalmasına ve tercih edilebilirliğinin azalmasına neden olmaktadır.

Bankalarca kabul edilmiş poliçeler, genellikle dış ticaret faaliyetinde bulunan işletmelerin nakit sıkışıklığı durumunda piyasaya sundukları değerli kağıtlar olarak tanımlanabilirler. Dış ticarete ihracatçı, vadeli satışlarda alacağını garanti altına almak için ithalatçıdan belirli bir günde ödeme şartı taşıyan poliçenin ithalatçının bankası tarafından kabulünü isteyebilir. Böylelikle ihracatçı işletme nakit sıkışıklığı durumunda poliçeyi para piyasasında vadesinden önce satarak nakde çevirebilmektedir (Akgüç, 1998, 253).

Garantili özel kesim tahviller; anonim şirketler tarafından çıkarılan, banka veya maddi duran varlıklarla güvence altına alınan, borcun anapara veya faizinin ödenememesi halinde alacaklının verilen güvence doğrultusunda alacağını tahsil edebildiği menkul kıymetlerdir. İşletmeler, fazla nakdi bu varlıklara yatırarak kazanç elde etmelerinin yanında nakit sıkışıklığı durumunda varlıkları kolaylıkla elden çıkararak faaliyetlerine devam edebilmektedirler (Karan, 2001, 374). Bu tahvillerde banka garantisinin bulunması riskin azalmasını sağlamaktadır.

Repo, menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımıdır. Repoda geri alma taahhüdü ile satan ve geri satma taahhüdü ile alan olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Geri satma taahhüdü ile alım işlemi ters repodur (Başoğlu ve diğ., 2001, 299). Repo işleminin sonunda, menkul kıymet borç alana geri verilirken, borç alan da aldığı parayı ek bir faizle geri ödemektedir. Hazine bonusu, devlet tahvili, banka bonoları ve banka garantili bonolar, toplu konut idaresi tarafından çıkarılan borçlanma senetleri ile bu araçların dışında kalan, menkul kıymet borsaları ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören veya bu borsalarda tescil edilmiş borçlanma senetleri repo ve ters repo işlemlerinde kullanılan menkul kıymetlerdir. Ayrıca repo işlemlerinde hazine bonoları ve devlet tahvillerinin ağırlıklı olarak kullanılmaları riskin az olmasını sağlamaktadır. Repoda vade, 1 gecedan başlamakta 30 gün ve üzeri olarak çeşitli aralıklarda gerçekleştirilmektedir.

Riskin az olması ve likit olmaları nedeniyle repo işlemleri genellikle hazine bonoları ve devlet tahvilleri üzerinden yapılmaktadır. Repoda vade, 1 gecedan başlamakta 30 gün ve üzeri olarak çeşitli aralıklarda gerçekleştirilmektedir.

Banka bonoları, bankaların en az 90 en çok 360 gün vadeli olarak ihraç ettikleri borçlanma senetleridir. Banka bonoları, emre veya hamiline yazılı olarak

ihraç edilebilmektedir. Yasada bu bonoların halka arz edildikleri belirtilse de uygulamada büyük miktarlarda ve belli yerlerde doğrudan satışı gerçekleşmektedir (Bolak, 2001, 153). İşletmeler nakit fazlalıklarını banka bonolarına yatırarak değerlendirmekte ve gerektiğinde kolaylıkla nakde dönüştürebilmektedir.

Klasik yaklaşım temelinde nakit yönetiminde, nakit girişlerini hızlandırmak ve nakit çıkışlarını yavaşlatmak, atıl nakdi minimum seviyede tutacak şekilde menkul kıymetlere yatırım yapmak yer alsa da işletmeler geliştirilmiş olan modelleri kullanarak bilimsel bir şekilde optimum nakit tutarını belirleyebilmektedirler.

II. BÖLÜM

OPTİMUM NAKİT TUTARININ BELİRLENMESİ

Finans yöneticisi, işletmenin faaliyetlerini aksatmadan yürütebilmek için nakit varlıkların fayda ve maliyetleri ile nakit miktarını etkileyen unsurları dikkate alarak optimum nakit tutarını belirlemektedir. Optimum nakit tutarının belirlenmesinde, W. Baumol, Miller–Orr, Stone ve Beranek modelleri kullanılmaktadır. Baumol modeli, ekonomik sipariş miktarını temel olarak optimum nakit mevcudunu bulmaktadır. Miller–Orr modelinde ise ele alınan dönem boyunca nakit bakiyesinin belirlenen alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına izin verilmekte ve nakit gereksinimi halinde nakit benzeri menkul kıymetler nakde dönüştürülürken, nakit fazlası halinde bu nakitle nakit benzeri menkul kıymet satın alınmaktadır. Stone modeli, Miller–Orr modelinin geliştirmiş olduğu alt ve üst kontrol limitlerine ek olarak ikinci bir sınır belirlemiştir. Nakit yöneticisi, nakit varlıklar bu iç sınırlara geldiğinde gerekli düzenlemeleri yapmaktadır. Beranek modeli, nakit çıkışlarının kontrol edilebileceğini nakit girişlerinin kontrolünün ise mümkün olmadığını belirtmektedir.

II.1. Baumol Modeli

Baumol modelinde, optimum stok miktarının belirlenmesinde kullanılan ekonomik sipariş miktarı yöntemi, bulundurulması gereken optimum nakit miktarına uygulanmıştır (Damodaran, 2005, 425). Bu modelde işletmenin gelecekte ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla elinde tuttuğu nakit miktarı bulundurulması gereken stok şeklinde düşünülmektedir. Baumol modeli, atıl nakit varlıklara sahip

olmanın neden olduğu fırsat maliyetleri ile menkul kıymetleri nakde çevirme maliyetlerini dikkate alarak optimum nakit düzeyinin hesaplanmasını önermektedir (Gallinger ve Healey, 1987, 219).

Baumol modelinde, nakit giriş ve nakit çıkışlarının belli bir dönem için tahmin edilebilir ve düzenli olduğu kabul edilmektedir. Nakit tutmadan kaynaklanan fırsat maliyetleri ile işlem maliyetlerinin bilindiği ve sabit oldukları, işletmelerin sadece işlem güdüsüyle nakit bulundurdıkları varsayılmaktadır.

Baumol modeli, özellikle nakit ile menkul kıymetler arasındaki çevrim maliyetlerine odaklanmaktadır. Menkul kıymet portföyünden nakde veya nakitten menkul kıymet portföyüne yapılacak transferler işlem maliyetlerine (Ordering Cost) neden olmaktadır. İşlem maliyetleri kırtasiye masrafları, komisyon ücretleri, yönetimin transfer kararını almada harcadığı zaman ve dönüştürme maliyetlerinden oluşmaktadır. Diğer yandan, nakit yöneticisinin bu işlem maliyetlerini azaltmak amacıyla yüksek miktarda nakit tutması, nakde bağlanan fonların faiz kazancı elde etmemelerinden kaynaklanan önemli maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle finans yöneticisi, işlem maliyetleri ile fırsat maliyetinden kaynaklanan toplam maliyetleri en düşük düzeye indirmeye çalışmakta ve her defa talep edilecek nakit miktarını toplam maliyetleri dikkate alarak belirlemektedir (Gallinger-Healey, 1987, 219). İşlem maliyetleri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ross ve diğ., 2002, 773).

$$IM = \frac{T}{C} \times F \quad (1)$$

Burada;

$\dot{I}M$ = İşlem maliyetleri,

T = Belirli bir dönemde işletmenin yapacağı nakit ödemelerinin tahmini tutarı,

C = Bulundurulacak veya diğer kullanım alanlarından çekilecek nakit tutarı,

F = Menkul kıymet alım veya satımında ortaya çıkan sabit giderler.

İşletmenin belirli bir dönemde yapacağı nakit ödemelerinin tahmini tutarının, bu süre içerisinde bulunduracağı veya diğer kullanım alanlarından çekeceği nakit tutarına bölünmesi ile kaç defa işlem yapılacağı, başka bir ifade ile nakde dönüştürme sayısı bulunmaktadır. Nakde dönüştürme sayısı, her işlem için maruz kalınan sabit giderler ile çarpılarak işlem maliyetleri bulunmaktadır.

Toplam maliyetlerin belirlenmesinde ikinci bileşeni oluşturan fırsat maliyetleri ise aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ross ve diğ., 2002, 774);

$$FM = \frac{C}{2} \times K \quad (2)$$

Burada;

FM = Fırsat maliyeti,

K = Faiz oranı.

Ortalama nakit düzeyi, bulundurulacak veya diğer kullanım alanlarından çekilecek nakit tutarının yarısını temsil etmektedir. Ortalama nakit düzeyinin, nakit bulundurmanın alternatif maliyetini temsil eden faiz oranı ile çarpılması sonucunda fırsat maliyeti elde edilmektedir. Belirli bir dönemde işletmenin bulunduracağı nakit

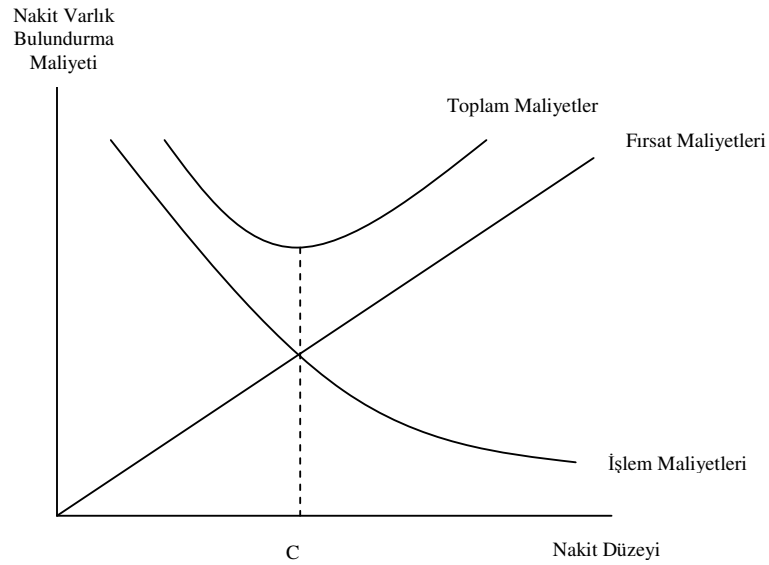
fonların toplam maliyeti, işlem maliyeti ve fırsat maliyetinin toplamından oluşmakta olup formül (3) ve (4)'de ifade edilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 775).

$$TM = \dot{I}M + FM \quad (3)$$

$$TM = \frac{T}{C} \times F + \frac{C}{2} \times K \quad (4)$$

Fırsat maliyetleri ve işlem maliyetlerinin oluşturduğu toplam maliyetler optimum nakit tutarının bir fonksiyonudur. İşletmeler işlem maliyeti, fırsat maliyeti ve nakit düzeyi arasındaki ilişkiyi dikkate alarak optimum nakit miktarını belirleyebilmektedir. Bu durum Şekil II.1'de gösterilmektedir.

Şekil II.1 Optimal Nakit Miktarı



Kaynak: Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal (2005); "Finansal Yönetim", Ankara, Gazi Kitabevi, 291.

Şekil II.1’de görüldüğü gibi, nakit düzeyindeki artış işletmenin menkul kıymetlerden nakde dönüşüm maliyetlerini azaltmasına karşın kârlı yatırım alanlarından faydalanılmamasından kaynaklanan fırsat maliyetlerini arttırmaktadır. İşletmenin bulunduracağı veya diğer kullanım alanlarından çekeceği nakit tutarı, nakit varlıkların fırsat maliyeti ile menkul kıymetlerin nakde dönüştürülmesinde ortaya çıkan işlem maliyetlerinin eşit olduğu noktayı (C) temsil etmektedir.

İşletmenin bulunduracağı optimum nakit tutarı, toplam maliyet formülünün C’ye göre birinci derece türevinin sıfıra eşitlenmesi ile elde edilmekte olup formül (5) aracılığıyla gösterilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 776);

$$C = \sqrt{\frac{2TF}{K}} \quad (5)$$

Optimum nakit tutarı işlem maliyetleriyle doğru, faiz oranıyla ters orantılı olarak değişmektedir. Her işlem için sabit maliyetlerin yüksek olması, işletmenin işlem sayısını azaltmak için nakit düzeyini artıracacağı anlamına gelmektedir. Diğer yandan, faiz oranı yüksek olduğunda, işletme nakit varlıklarını faiz kazancı getiren varlıklara yatıracağından nakit düzeyi azalmaktadır (Levy ve Sarnat, 1994, 191).

İşletmenin belirlenen dönem içinde yapacağı nakde dönüştürme sayısı, aynı dönem içinde ihtiyaç duyacağı nakit varlık toplamının bulundurulması gereken optimum nakit varlık tutarına bölünmesiyle elde edilir ve aşağıdaki formül aracılığıyla gösterilir.

$$n = \frac{T}{C} \quad (6)$$

Nakit transferlerinin kaç gün arayla yapılacağı, belirlenen dönemdeki gün sayısının transfer sayısına bölünmesiyle hesaplanmakta ve formül (7)'de görülmektedir.

$$n_1 = \frac{365}{n} \quad (7)$$

Burada;

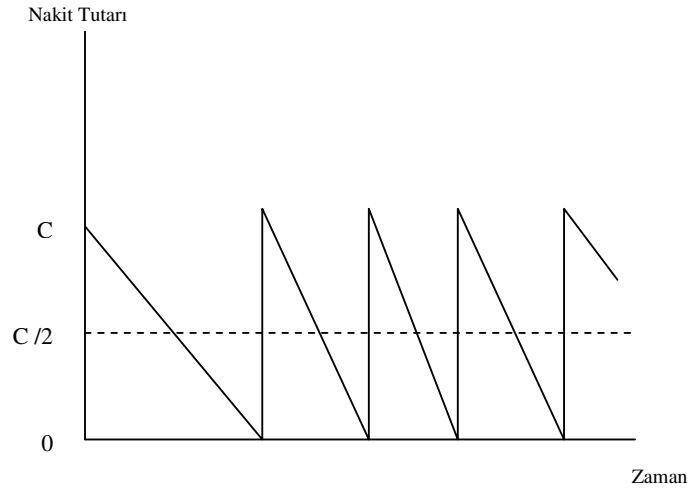
n = Nakit transfer sayısı,

n_1 = Nakit transferlerinin kaç gün arayla yapılacağı.

Baumol modeline göre menkul kıymetler ve nakit arasındaki dönüşümler

Şekil II.2.'deki gibidir.

Şekil II.2 Nakit Çekme Süreci



Kaynak: Bolak, Mehmet (2000); "İşletme Finansı", Birsen Yayınevi, İstanbul, 102.

Şekil II.2’de, işletme faaliyet dönemine optimum nakit tutarı (C) ile başlamaktadır. Baumol modeline göre, süreklilik gösteren nakit çıkışları, belirlenen minimum seviyeye geldiğinde menkul kıymetler nakde çevrilerek tekrar optimum nakit düzeyine ulaşılmaktadır. İşletmenin ortalama nakit düzeyinden fazla miktarda nakit bulundurması halinde, nakit benzeri menkul kıymetleri nakde dönüştürme işlemi az olacağından işlem maliyetleri azalacaktır. Ancak bu durumda fazla nakit tutmanın fırsat maliyeti ortaya çıkmaktadır. Nakit tutarının ortalama nakit düzeyinden az olması durumunda ise, nakde dönüşüm işleminin sayısının artmasına bağlı olarak işlem maliyetleri artmaktadır.

Baumol modeli, düzenli nakit giriş çıkışlarına sahip işletmelerde kolaylıkla uygulanabilirken; nakit akımları değişken olan işletmelerde nakit akımlarının tahmin edilmesinin güçlüğü nedeniyle tatmin edici sonuçlar elde etme olasılığı düşük olmaktadır (Miller-Orr, 1966, 415).

Baumol modeline yapılan eleştiriler, dayandığı varsayımlardan kaynaklanmaktadır. Belirlenen dönem içerisinde likit fon maliyetinin sabit olduğu ve işletmede ihtiyat ve spekülasyon güdülerini göz ardı edilerek sadece işlem güdüsü doğrultusunda nakit tutulacağı varsayımı gerçek iş yaşamı ile bağdaşmamaktadır (Akgüç, 1998, 244).

Baumol modeli stok yönetiminden uyarıldığı için üretim gibi satışlarında kontrol edilebilir olmaları gerekmektedir. Oysaki satışlar tesadüfidir ve kontrol edilemez bir özelliğe sahiptirler. Belirtilen eleştiriler Baumol modelinin kısıtlı şartlar altında geçerli olduğu anlamına gelmektedir (Pamukçu, 1999, 329).

II.2. Miller–Orr Modeli

Miller-Orr modeli, nakit ile nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki değişimlerin zaman ve miktarını belirlemeye odaklanmıştır Baumol modeline kıyasla nakit giriş ve çıkışlarının olasılıklarını dikkate almasından dolayı uygulanabilirliği daha yüksek bir modeldir. Miller-Orr modeli nakit giriş ve çıkışlarının tam olarak tahmin edilemediği işletmelerde doğru tahminlerde bulunmaya yardımcı olmaktadır. Miller–Orr modelinin temel varsayımları aşığıdaki gibidir (Miller–Orr, 1967, 227).

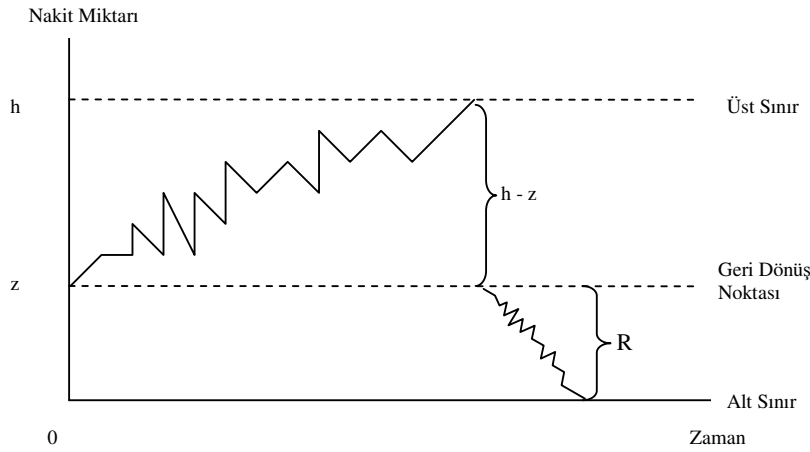
1. Nakit mevcudu ve menkul kıymetler portföyü homojen bir yapıya sahiptir.
2. Nakit varlıklar ile portföy arasındaki değişimin, değişim büyüklüğüne ve önceki aktarma zamanına bakılmaksızın sabit bir maliyeti vardır.
3. Nakit ile nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki değişim süresi önemszenmeyecek kadar kısadır.
4. Minimum nakit düzeyi model tarafından belirlenmemektedir.
5. Nakit düzeyindeki dalgalanmalar tamamen tesadüfidir.
6. Nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki farkı temsil eden net nakit akımları, gözlem sayısının artmasıyla normal dağılım gösterecektir.

Büyük işletmelerde nakit düzeyi her zaman düzensiz bir şekilde değişmektedir. Nakit düzeyi, gelirlerin harcamalardan fazla olduğu durumlarda artarken, az olduğu durumlarda azalmaktadır. Nakit düzeyindeki artışın devamlı olması halinde, nakit yöneticisi nakit varlıkların fazla olduğunu düşünecek ve geçici yatırım amacıyla fonların bir kısmını menkul kıymetlere dönüştürecektir. Nakit düzeyindeki azalışın devamlı olması halinde ise, nakit yöneticisi, nakit düzeyini

uygun bir seviyeye getirmek için eldeki menkul kıymetleri satacaktır (Gallinger-Healey, 1987, 222). Bu nedenle, nakit giriş ve çıkışlarını hesaba katan Miller–Orr modeli Baumol modeline göre daha gerçekçidir. Model, nakit mevcudu ile nakit benzeri varlıklar arasındaki dönüşümleri ele almakta, borçlanma seçeneğini ise modele dahil etmemektedir.

Miller-Orr modeline göre nakit ve menkul kıymetler arasındaki değişimin zaman ve tutar olarak görünümü Şekil II.3'teki gibidir.

Şekil II.3 Miller–Orr Modeli



Kaynak: Miller, Merton H.; Orr, Daniel (1966); "A model of The Demand For Money By Firms", Quarterly Journal of Economics, 420

Şekil II.3'e göre, işletmenin elinde bulunduracağı nakit miktarı h ve 0 noktaları arasında dalgalanmaktadır. Bu sınırlar arasında dalgalanan nakde finans yöneticisi tarafından herhangi bir müdahale yapılmamaktadır. Nakit miktarının h sınırına gelmesi durumunda finans yöneticisi nakdi z seviyesine indirmek amacıyla fazla fonları menkul kıymetlere yatırmaktadır. Diğer yandan nakit miktarının 0 gibi alt bir limite gelmesi durumunda, nakit yöneticisi elinde bulunan menkul kıymetleri nakde çevirerek nakit miktarını yine z seviyesine getirmektedir. Alt sınırın 0 olması

işletmenin minimum nakit sınırının sıfır olması anlamına gelmemektedir. İşletme endüstri, satış, rekabet, üretim ve benzeri koşulları dikkate alarak minimum nakit miktarını belirlemektedir.

Miller–Orr modeline göre işletmelerin nakit düzeylerinin hareket edeceği aralık üç faktöre bağlıdır. Bunlar nakit akımlarının değişkenliği, menkul kıymet alış ve satış maliyetleri ve faiz oranlarıdır. Nakit akımlarında meydana gelen değişimlerin ve/veya menkul kıymet alım ve satımından kaynaklanan işlem maliyetlerinin büyük olması halinde alt ve üst sınırlar birbirlerinden uzak belirlenmelidir. Diğer yandan, faiz oranlarının yüksek olması halinde fazla nakit tutmaktan kaynaklanan fırsat maliyetini minimize etmek amacıyla aralıklar yakınlaştırılmalıdır (Ceylan, 2001, 250).

İşletmenin bulundurması gereken nakit düzeyinin üst ve alt sınırları arasındaki fark ile geri dönüş noktası aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanabilir (Brealey ve diğ.’den çev: Bozkurt ve diğ., 2001, 564).

$$\text{Nakit Düzeyinin Üst ve Alt Sınırları Arasındaki Fark} = 3 \left[\frac{3}{4} \times \frac{\text{İşlem Maliyeti} \times \text{Nakit Akışlarının Varyansı}}{\text{Faiz Oranı}} \right]^{1/3} \quad (8)$$

Formülde de görüldüğü gibi Miller-Orr modeli Baumol modelinden farklı olarak nakit akımlarının varyansına ihtiyaç duymaktadır. Miller-Orr modelinde alt sınır yöneticiler tarafından belirlenmekte ve minimum nakit düzeyini temsil etmektedir. İşletme nakit düzeyinin alt ve üst sınırları arasındaki farkı belirledikten

sonra geri dönüş noktasını saptar. Bu nokta, alt sınırdan üst sınıra olan mesafenin üçte birindedir.

İşletmenin işleme geri dönüş noktasından başlaması üst sınıra oranla alt sınıra daha sık ulaşıldığını göstermektedir. İşletmenin, işlem sayısını en düşük düzeyde tutabilmek için işleme alt ve üst sınır arasındaki farkın tam ortasından başlaması gerektiği düşüncesi daha yüksek fırsat maliyeti (faiz maliyeti) anlamına gelmektedir. Miller-Orr modelinde geri dönüş noktası, işlem maliyetleri ile fırsat maliyetleri toplamını en düşük düzeye indirmektedir (Brealey ve diğ.'den çev: Bozkurt ve diğ., 2001, 564).

Miller-Orr modelinde nakit seviyesi ne zaman kontrol limitlerini aşarsa nakit miktarı hedef nakit seviyesi olan z düzeyine geri döndürülür. Örneğin z düzeyi 4 Milyon YTL olan ve kontrol limitleri 12 Milyon YTL ile 0 arasında olan bir işletmede, eğer cari bakiye 15 Milyon YTL ise Miller-Orr modeli nakit miktarını 4 Milyon YTL seviyesine getirmek için 11 Milyon YTL tutarında nakit benzeri menkul kıymet satın alacaktır. Eğer, sonraki iki gün içinde 3 Milyon YTL tutarında nakit girişi bekleniyorsa nakit yöneticisi hedef nakit seviyesini tutturabilmek için hemen değil iki gün içerisinde 14 Milyon YTL tutarında nakit benzeri menkul kıymet satın almak isteyecektir. Böylece nakit düzeyi hedeflenen seviyeye hemen değil birkaç gün sonra gelecektir. Sonraki iki gün içinde 3 Milyon YTL tutarında nakit çıkışı bekleniyorsa nakit miktarı otomatik olarak kendini iki gün içinde üst sınıra getireceğinden nakit yöneticisi hiçbir satın alma yapmayacaktır (Gallinger-Healey, 1987, 224).

Miller-Orr modelinde, belirli bir zaman aralığında nakit ile menkul kıymetler arasındaki dönüşüm sayısı ve işletmenin ortalama nakit miktarının

belirlenmesi, yöneticilerin harcadıkları zamanın maliyetinin hesaplanması, işletmenin tutacağı minimum nakit mevcudunun belirlenmesi, bu konuda geleceğin belirsizlik derecesi ve nakit mevcudundaki dalgalanmaların boyutları gibi konular yöneticinin bakış açısından etkilenmekte ve öznel tahminler gerektirmektedir (Akgüç, 1998, 247).

Miller–Orr modelinin nakit giriş ve çıkışlarının tamamen tesadüfi olduğu varsayımı uygulanabilirliği sınırlı bir varsayımdır. Finans yöneticisinin nakit giriş ve çıkışlarını tahmin etmek amacıyla hazırladığı nakit bütçeleri, gelecekteki nakit giriş ve çıkışlarını tahmin etmede tam olarak doğru sonucu vermemektedir. Buna karşın, nakit giriş ve çıkışlarını tahmin etmede yöneticiye yol göstermektedir.

Baumol ve Miller–Orr modellerinin her ikisi de optimum nakit tutarını belirleyerek, işletmenin işlem ve fırsat maliyetlerinden kaynaklanan toplam maliyetlerini minimize etmeye çalışmaktadır. Her iki modelde de optimum nakit mevcudu işlem maliyetleriyle doğru, faiz oranıyla ters orantılı kabul edilmektedir. Ayrıca, nakit ile menkul kıymetler arasındaki dönüşüm maliyetlerine önem verilmekte ve borçlanma seçeneği göz ardı edilmektedir.

Optimum nakit miktarını belirlemek için geliştirilmiş olan Baumol ve Miller–Orr modellerinin her ikisi de atıl nakit bakiyesi tutma ile işlem maliyetleri arasında denge kurulmasını hedeflemektedir. Baumol modeli tam kesinliği savunurken, Miller – Orr modeli ise tam belirsizliği savunmaktadır. Tam kesinlik ve tam belirsizlik gibi iki uç arasında yer almalarına rağmen, her iki model de nakit ve nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki değişimlerin uygun bir zamanda ve büyüklükte gerçekleşmesini amaçlamaktadır. Oysa gerçek dünyada nakit akımları ne tam kesindir ne de tam belirsizdir. Bir çok işletme nakit akımlarını tahmin edebilir

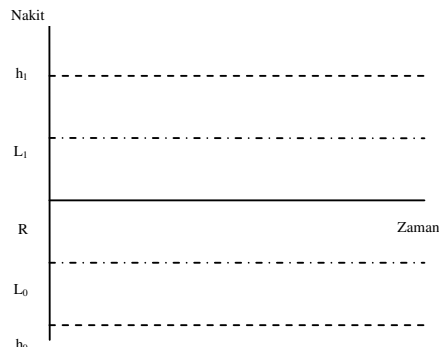
ancak tahminde de bir belirsizlik vardır (Stone, 1972, 245). Bu değerlendirmeler ışığında, Miller-Orr modeli Baumol modeline göre uygulanabilirliği daha yüksek olan bir model olarak görülmektedir.

II.3. Stone Modeli

Optimum nakit miktarını belirlemek amacıyla kullanılan ve Bernell K. Stone tarafından geliştirilen Stone modelinde nakit akımları, Baumol ve Miller–Orr modellerine ılımlı bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir. Stone modeli, Baumol modelindeki gibi tam kesinliğe sahip olmamasının yanında Miller–Orr modelindeki gibi tam belirsizliğe de sahip değildir.

Stone modeli, Miller–Orr modelinde kullanılan tahmini hesaplamalardan yararlanmayarak işletme için iki aşamalı kontrol sınırları belirlenmesine dayanır. Alt ve üstte yer alan sınırların yanında bunlardan önce gelen iç kontrol sınırları bulunmaktadır. Baumol ve Miller-Orr modellerinde olduğu gibi Stone modeli de optimum nakit düzeyini önemli bir unsur olarak görmektedir (Pamukçu, 1999, 332). Stone modeline göre geliştirilen kontrol sınırları Şekil II.4’te gösterilmektedir.

Şekil II.4. Stone Modeli



Kaynak: Stone, Bernell K. (1972); "The Use of Forecasts and Smoothing in Control-Limit Models for Cash Management", *Financial Management*, Spring, Paper 72-84, in Reading on Short-Term Financial Management, Edited by Smith, Gallinger, Keith V. (1988);George W. West Publishing Company. 248

Şekil II.4’de görüldüğü gibi nakit miktarı için altta ve üstte iki kademeli kontrol limitleri mevcuttur. R , hedef nakit seviyesi olarak ifade edilmektedir. h_1 seviyesinde fazla nakit menkul kıymetlere aktarılırken, h_0 seviyesinde de nakit yetersizliğini karşılamak amacıyla menkul kıymetler nakde dönüştürülmektedir. İçte yer alan L_1 ve L_0 sınırlarında yönetici ortaya çıkabilecek durumlara karşı plan yapmaktadır.

Stone modeli günlük nakit tahminlerini, kolayca belirlenebilen büyük miktarlar ile belirlenmesi kolay olmayan çok sayıda küçük ödeme ve tahsilatlara ayrılmıştır. Vergiler, kâr payı ve borç ödemeleri kolayca belirlenebilen büyük miktarları oluştururken, hammadde alımı için ödemeler, yönetim giderleri vb. belirlenmesi kolay olmayan küçük miktarları oluşturmaktadır. Günlük nakit tahmininin ana amacı belirlenmesi kolay olmayan küçük unsurların tahminini yapmak ve bunu kolayca tahmin edilebilen büyük unsurlara eklemek ve toplam nakit bütçesini oluşturmaktır (Gallinger ve Healey, 1987, 226).

Stone modeli içerisinde sınırlara verilen değerler ile tahmin döneminin sabit değişkenler olarak görülmemesi modelin belirleyici özelliğidir. Bu modelde, ekonominin durumuna ve yönetimin risk algılamasına bağlı olarak, hedef nakit düzeyi ve kontrol sınırlarında ortaya çıkan değişimlere göre sürekli düzeltme yapma olanağı mevcuttur (Pamukçu, 1999, 333).

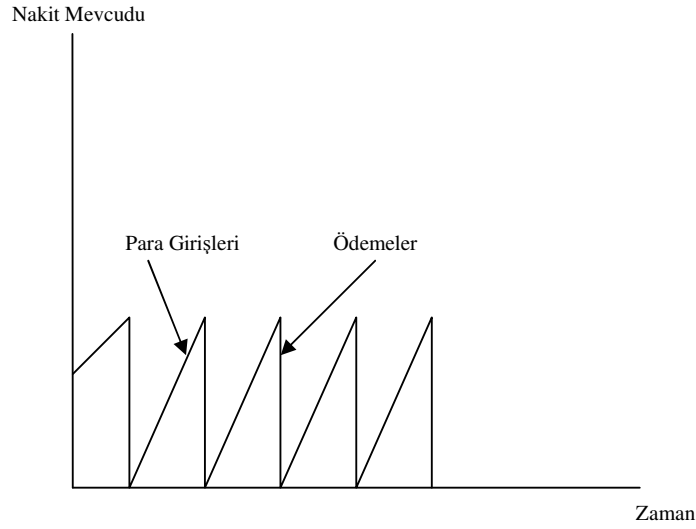
Stone modeli oldukça esnek, uyarlanabilir ve hatalara karşı güvenlidir. Birçok değişkene ve oldukça karmaşık bir yapıya sahip olmasına rağmen ileri matematik bilgisi veya gelişmiş teknikler gerektirmez ve bundan dolayı bir nakit yöneticisi tarafından rahatlıkla anlaşılabilir ve uygulanabilir niteliktedir. Ayrıca, modelin uygulama maliyetleri de oldukça düşüktür (Stone, 1972, 257).

Stone modeli iç kontrol limitleri göz ardı edilirse Miller-Orr modeliyle büyük benzerlik göstermektedir. Stone modeli de diğer iki modelde olduğu gibi nakit ile menkul kıymetler arasındaki değişime önem vermekte, borçlanma seçeneğini ise ihmal etmektedir.

II.4. Beranek Modeli

Beranek modeli, işletmenin nakit olarak tutması gereken fon miktarının belirlenmesini ve menkul kıymetlere yapılacak yatırım tutarının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Beranek modeli, nakit yetersizliğinin işletmeye olan maliyetini ve net nakit girişlerinin yöneticinin bakış açısına dayanan olasılık dağılımlarını dikkate almıştır. İşletmenin nakit yetersizliği nedeniyle hammadde ve malzeme alımlarında nakit indirimlerinden yoksun kalması, kredi değerliliğinin azalması nakit yönetiminde önemli bir unsur olarak görülmektedir. Modelde sadece işlem güdüsüyle nakit tutulması yerine ihtiyat ve spekülasyon güdüleri de dikkate alınmaktadır.

Beranek modeline göre, peşin satışlar ile diğer nakit girişleri süreklidir ve yöneticiler tarafından denetlenememektedir. Buna karşın tedarikçilere yapılan ödemeler ile maaş, ücret, vergi ve kâr payı ödemelerinden kaynaklanan nakit çıkışları belirli tarihlerde, büyük tutarlarda yapıldığı ve yöneticiler tarafından denetlenebildiği varsayılmaktadır (Akgüç, 1998, 248). Buna göre işletmenin nakit giriş ve çıkışları Şekil II.4.'te gösterilmektedir.

Şekil II.5. Beranek Modeli

Kaynak: Akgüç, Öztin (1998) "Finansal Yönetim", Avcıol Matbaası, İstanbul, 249.

Şekil II.5'e göre, işletmede nakit çıkışları belli dönemlerde ve büyük tutarlarda gerçekleşmektedir. Nakit girişleri ise yönetim tarafından tam olarak belirlenemediğinden düşük miktarlarda fakat sürekli artış göstermektedir.

Beranek modeline göre optimum nakit miktarı mevcut fonların nakit olarak tutulacak miktarı ile nakit benzeri menkul kıymetlere yatırılacak tutarının dengelenmesiyle oluşturulmaktadır (Ceylan, 2001, 252). Başka bir ifadeyle, menkul kıymetlere yapılacak bir birimlik yatırımın sağlayacağı ilave gelir bir birimlik nakit yetersizliğinin yol açacağı maliyet artışına eşit oluncaya kadar para mevcudu menkul değerlere yatırılmalıdır. Optimal nakit tutarının belirlenmesinde nakit ile nakit benzeri menkul kıymetler arasındaki dönüşüm giderleri ve nakit tutmanın fırsat maliyeti dikkate alınmaktadır (Akgüç, 1998, 248).

Optimum nakit miktarının belirlenmesinde kullanılan yöntemlere ilişkin genel bir değerlendirme yapılacak olursa, Beranek modeli, nakit girişlerinin zaman içinde düzenli dağıldığını fakat yöneticiler tarafından denetlenemediğini, nakit

çıkışlarının ise belli dönemlerde büyük tutarlarda gerçekleştiğini ve yöneticiler tarafından denetlenebildiğini belirtirken; Baumol modeli nakit giriş ve çıkışlarının belli bir dönem içerisinde bilindiklerini, devamlı ve düzenli olduklarını varsaymakta, Miller-Orr modeli nakit akımlarının olasılık dağılımlarını hesaba katmaktadır. Baumol ve Miller-Orr modelleri nakit yetersizliği durumunda borçlanma seçeneğini dikkate almazken Beranek modeli borçlanmayı da dikkate almaktadır. Nakit yetersizliği durumunda borçlanmanın önemli bir maliyet unsuru olduğunu belirtmektedir.

Modeller arasında uygulanabilirlik yönünden karşılaştırılma yapıldığında, Miller-Orr modelinin öne çıktığı görülmektedir. Nakit miktarının belli bir aralıkta değişmesine izin vermesi bu modelin uygulanabilirliğini arttırmaktadır. Beranek modeli daha fazla veri kullanımını gerektirirken, Miller-Orr modeli basitliğiyle dikkat çekmektedir. Diğer yandan Stone modeli Miller-Orr modeli ile büyük ölçüde benzerlik taşımaktadır.

Modellerin sadece belli nakit bulundurma güdöleri ve maliyetlerini dikkate alarak hareket etmeleri eksik yönleri olarak değerlendirilmektedir. Modeller arasından hangisi seçilirse seçilsin, işletmenin bulunduğu ülke, endüstri ve pazar koşulları dikkate alınmadan uygulanmaları yanlış değerlendirmelere neden olabilmektedir.

III. BÖLÜM

MODERN YAKLAŞIM TEMELİNDE NAKİT YÖNETİMİ

Nakit giriş ve çıkışlarının yönetimi olarak ifade edilen nakit yönetimi, günümüzde sadece nakit girişlerinin hızlandırılması ve nakit çıkışlarının yavaşlatılması şeklinde değerlendirilmemektedir. Sermaye yapısı teorilerini etkileyen finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetrik bilgi ve temsil maliyetleri kavramları nakit yönetimine ilişkin yaklaşımları etkilemiştir. Sermaye yapısı kararlarında modern yaklaşımlar olarak değerlendirilen denge teorisi (trade-off theory) ve finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) ile firma değerlemesinde kullanılan serbest nakit akımları (free cash flow theory), nakit yönetimi konusunda yöneticilere yeni açılımlar sağlamıştır. Günümüzde nakit yönetimi kapsamında nakit yetersizliğinden kaynaklanan finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, fazla nakde sahip olmanın ortaya çıkardığı temsil maliyetleri tartışılmakta, nakit varlıklardaki artış asimetrik bilgi ile ilişkilendirilmekte, optimal nakit tutarının belirlenmesinde finansal hiyerarşi ve denge teorilerinden yararlanılmaktadır.

Bu bölümde öncelikle nakit yönetimini etkileyen piyasa aksaklıkları dikkate alınacak, daha sonra da esas olarak sermaye yapısı teorisi için geliştirilmiş olan yeni yaklaşımların nakit yönetimine, işletmelerin nakit tutma nedenlerine ve bulunduracakları nakit varlık düzeyine etkileri incelenecektir.

III.1. Nakit Varlıkları Etkileyen Piyasa Aksaklıkları

Etkin sermaye piyasalarında, nakit yetersizliği durumunda, ihtiyaç duyulan fonların sermaye piyasasından rahatlıkla elde edilebilmesi nakit tutmanın faydalarını ortadan kaldırmaktadır. Diğer yandan bu piyasalarda, talep edilen fonların kolaylıkla sağlanabilmesi nakit yetersizliğinin maliyetini de yok etmektedir. Ancak uygulamada nakit tutmanın fayda ve maliyetleri ile nakit yetersizliğinin maliyetleri bulunmaktadır. İşletmenin nakit yetersizliği içinde olması finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine yol açarken, asimetrik bilginin varlığı tutulan nakit miktarını arttırmakta, yüksek miktarda nakit varlıklar ise temsil maliyetlerine neden olmaktadır.

III.1.1. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri

Finansal sıkıntı, nakit akımlarının ticari kredilerin anapara ve faiz ödemeleri gibi cari yükümlülüklerini tam olarak karşılamaması nedeniyle işletmenin bir takım düzenlemelere gitmek zorunda kalması şeklinde ifade edilmektedir. Finansal sıkıntı, işletmenin borçlarını ödemede temerrüde düşmesine ve bu nedenle borç verenler ve hissedarlar arasında yeniden yapılandırılması gibi düzenlemelere neden olabilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 854). İşletmenin sadece alacaklılarına olan yükümlülüklerini yerine getirememesinin yanında işçi ücretlerinin ödenememesi de bir finansal sıkıntı göstergesi olarak ifade edilmektedir (Damadoran, 2005, 542). Yasal ve idari iflas maliyetleri de finansal sıkıntı maliyetleri kapsamında değerlendirilir. Bu maliyetlerin varlıkları bilinmesine rağmen büyüklüklerini tam olarak ölçmek mümkün değildir.

Maddi olmayan varlıklara ve büyüme fırsatlarına sahip işletmelerde borçlanma düzeyinin artması, finansal sıkıntı dönemlerinde bu varlıkların piyasa değerlerini hızla düşüreceğinden bu tür işletmelerin maddi varlıklara sahip işletmelere oranla daha az borçlanmaları gerektiği savunulmaktadır. Maddi olmayan varlıklara ve büyüme fırsatlarına sahip işletmeler, faaliyetlerini finanse etmek ve finansal sıkıntıda borçlanmanın neden olduğu piyasa değerindeki azalmalardan korunmak amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar (Myers, 1984, 581 ve Özkan-Özkan, 2004, 2107).

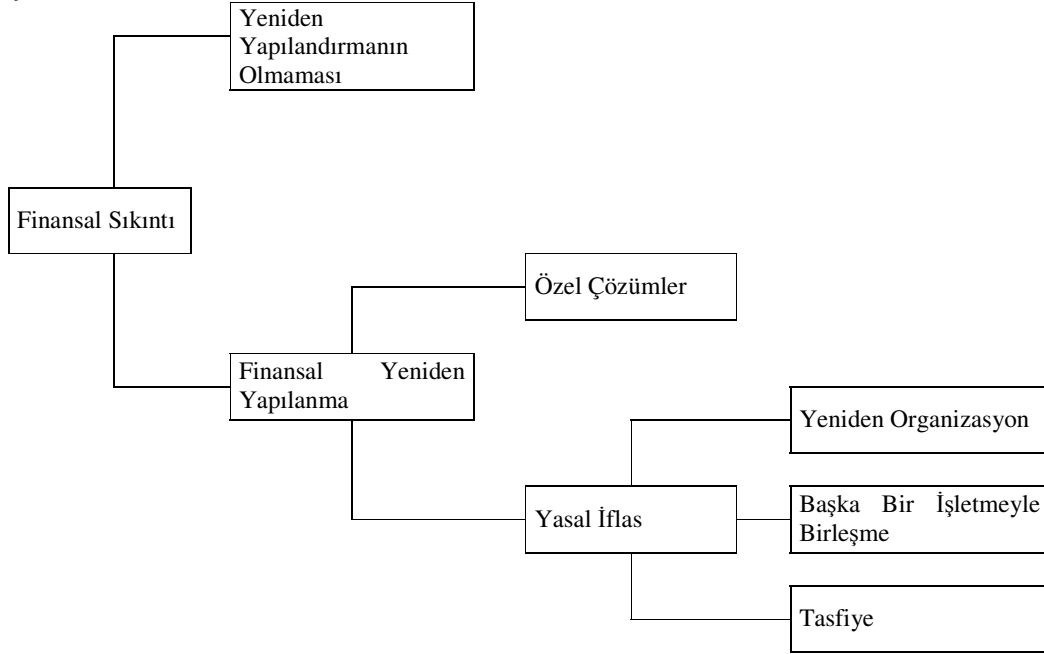
Finansal sıkıntıda olan bir işletme, kâr payı ödemelerinin azaltılması, mevcut fabrikanın veya fabrikaların kapatılması, satışların azalması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi, işten çıkarmalar, üst yönetimde meydana gelen istifalar gibi durumlarla karşı karşıya kalmaktadır (Ross ve diğ., 2002, 857). Belirtilen bu durumlar birbirini takip edecek şekilde meydana gelebilecekleri gibi finansal sıkıntının şiddetine göre birkaçı aynı anda gerçekleşebilmektedir. Mevcut nakit varlıkları cari borçlarını karşılayamayan işletmelerde, kâr payı ödemeleri azaltılarak borçlar ödenmeye çalışılır. Kâr payı ödemelerinin azalması, hisse senedinin piyasa fiyatını düşürürken, işletmenin finansal sıkıntıda olduğunun anlaşılması müşterilerin mal alımları konusunda başka işletmeleri tercih etmelerine neden olabilmektedir. Satışlarda meydana gelen azalmaları, işten çıkarmalar ve fabrika veya fabrikaların kapatılması takip edecektir. Üst yönetimde meydana gelen istifalar ise sürecin herhangi bir yerinde gerçekleşebilmektedir. Müşteriler, tedarikçiler ve stratejik ortaklar finansal sıkıntıda olan bir işletmeyle çalışmak istemeyeceklerinden satışlarda meydana gelen azalmalar nakit akımlarında kayıplara yol açabilecektir. Başka bir

ifadeyle, finansal sıkıntı, nakit akımlarındaki azalmayı daha fazla artırabilecektir (Fehle, Tsploakov, 2005, 12).

Nakit akımlarındaki kayıplara ek olarak finansal sıkıntı dönemlerinde borç kullanma düzeyleri yüksek olan işletmelerin piyasa payları da azalmaktadır. İşletmenin piyasa payı üzerinde müşteriler ve rakipler etkili rol oynamaktadırlar. Müşterilerden kaynaklanan kayıplar, müşterilerin sıkıntıda olan işletmelerle çalışma konusundaki gönülsüzlüklerinden ortaya çıkmaktadır. Rakiplerden kaynaklanan kayıplar, finansal açıdan güçlü olan rakiplerin işletme karşısında avantaj elde etmeleri şeklinde gerçekleşmektedir. Rakip işletmeler bu avantajı, saldırgan reklam ve düşük ürün fiyatı uygulamak ve bu yolla finansal açıdan sıkıntıda olan işletmeyi piyasadan atmak amacıyla kullanmaktadırlar (Opler ve Titman, 1994, 1016).

Finansal sıkıntıyla karşı karşıya kalınması durumunda işletme iki seçeneğe sahip olacaktır. Bunlardan birincisi, mevcut finansal varlıkların tekrar düzenlenerek yeniden yapılandırılması, ikincisi ise, hiçbir düzenleme yapılmadan faaliyetlere devam edilmesidir. Finansal sıkıntı durumunda, takip edilecek süreç Şekil III.1. yardımıyla açıklanmıştır.

Şekil III.1. Finansal Sıkıntı Süreci



Kaynak: Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey (2002); "Corporate Finance", McGraw Hill Company, 6th Edition, 833.

Finansal yeniden yapılandırmanın olmaması işletmenin aynı şekilde faaliyetlerine devam etmesi olarak ifade edilmektedir. İşletmenin finansal yapısında bir bozulma olmasına rağmen, bu durumu düzeltmek için yöneticilerin aldıkları herhangi bir tedbir yoktur. Çünkü, finansal sıkıntı mevsimlik olağan bir durum olabilmektedir. Finansal yeniden yapılandırma ise yasal ve özel çözümlerden oluşmaktadır. Özel çözümler, varlıkların satışı, sermaye harcamalarının ve araştırma-geliştirme giderlerinin azaltılması, yeni menkul kıymet ihracı ve yöneticilerin alacaklılarla yapacakları görüşmelerle borçların yeniden yapılandırılması yollarıyla gerçekleştirilebilir. Yasal iflas, işletmenin mahkeme yoluyla iflasının istenmesi anlamına gelmektedir ve tekrar organizasyon, başka bir işletme ile birleşme ve tasfiye edilme olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Eski hisse senetlerinin yenileriyle değişimi şeklinde gerçekleşen yeniden yapılanmalar ve başka bir işletme ile

birleşme, işletmenin yaşamında geçirdiği bir evre olarak dikkate alınmaktadır. Tasfiyede ise, sahip olunan varlıklar hurda değerine satıldığından bu durum işletmenin başarısızlığı olarak ifade edilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 858).

İflas maliyetlerini doğrudan ve dolaylı iflas maliyetleri olarak iki temel gruba ayırmak mümkündür. Doğrudan iflas maliyetleri kolaylıkla ölçülebilen maliyetler olup (Warner, 1977, 377), avukatların, muhasebecilerin, mahkeme üyeleri ve mahkemenin yetkilendirdiği uzmanların aldıkları ücretler ile yönetimin harcadığı zamanın maliyetinden oluşmaktadır. Doğrudan iflas maliyetlerinin küçük ve orta ölçekli işletmeler ile büyük ölçekli işletmelerin piyasa değeri üzerindeki etkileri farklıdır. Küçük ve orta ölçekli işletmelerde doğrudan iflas maliyetleri, piyasa değerinin oldukça büyük bir kısmını oluştururken büyük ölçekli işletmelerde ise tersi bir durum söz konusudur. Dolayısıyla doğrudan iflas maliyetlerinde firma ölçeğinin etkisi kabul edilmektedir (Barclay ve diğ., 1992, 218).

Genel olarak avukatlara, muhasebecilere, mahkeme üyelerine ve mahkemenin yetkilendirdiği uzmanlara ödenen ve büyük ölçekli işletmelerde piyasa değerinin görece olarak küçük bir miktarını temsil eden doğrudan iflas maliyetlerine kıyasla dolaylı iflas maliyetleri işletme açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Dolaylı iflas maliyetleri, satışlardaki azalmalar, sunulan mal ve hizmetlere olan güvenin kaybolması, hammadde sağlayanlarla ilişkilerin bozulması, müşterilerin rakip işletmeleri tercih etmesi, borçlanmayla ilgili kısıtlamalardan kaynaklanan maliyetler, işsiz kalma olasılığı nedeniyle yöneticilerin daha yüksek tazminat talep etmeleri ve planlanmış yatırımları gerçekleştirilememeden kaynaklanan piyasa değerindeki azalmalar gibi maliyetleri kapsamaktadır (Clifford, 1990, 10 ve Barclay-Clifford, 1999, 156).

Dolaylı iflas maliyetlerinin bir kısmı, mahkeme tarafından işletmeyi yönetmekle görevlendirilmiş kişinin hissedar çıkarlarını ikinci plana atmasından da kaynaklanmaktadır. Yasal iflas sürecinde mahkeme tarafından atanan ve hissedarlara karşı değil mahkemeye karşı sorumlu olan yöneticiler, aldıkları kararlarda işletme değerini artırma hedefini göz ardı edebilmektedirler. Bu yöneticilerin işletmeyi başarılı bir şekilde yönetme ve piyasa değerini maksimize etme yönünde davranışlarda bulunmamaları, optimum olmayan kararlar alabilmeleri işletmenin iflas maliyeti olarak kabul edilebilecek fırsat maliyetleri ile karşılaşmasına neden olabilmektedirler (Warner, 1977, 339).

Finansal sıkıntı nakit varlıklar temelinde, kullanılabilir likit varlıklar ile yerine getirilmesi gereken cari ödemelerin uyuşmaması olarak ifade edilmektedir. Bu uyuşmazlığın düzeltilmesi için varlıklar tekrar yapılandırılacak, ödemeler tekrar düzenlenecek, yada her ikisi birlikte yapılacaktır. Finansal sıkıntı maliyetlerinin yüksek olması halinde işletme, varlıklarının büyük bir kısmını nakit olarak tutacak ve borç alımında daha tedbirli davranmak durumunda kalacaktır (John, 1993, 91). Nakit varlıklar, borç ödemelerini karşılayamama ve finansal sıkıntının derinleşmesi olasılıklarını azaltmaktadır. Bu nedenle potansiyel finansal sıkıntı maliyetlerindeki artış nakit varlık tutmanın önemini arttırmaktadır (Faulkender, 2004, 10).

Finansal sıkıntı olasılığı ölçeğe göre farklılık göstermektedir. Büyük ölçekli işletmelerin finansal yapılarını çeşitlendirme imkanlarının olmasından dolayı finansal sıkıntı olasılığının düşük, buna karşın küçük ve orta ölçekli işletmelerin çeşitlendirme olanaklarının sınırlılığı nedeniyle finansal sıkıntı olasılığının yüksek olduğu görülmektedir. Küçük ve orta ölçekli işletmeler, finansal sıkıntı olasılığını azaltmak için daha fazla nakit varlık tutmaktadırlar (Kytönen, 2005, 11).

Finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini azaltmak amacıyla nakit varlıklara yapılan yatırım tutarının yüksek düzeyde olması, temsil maliyetleri ve fırsat maliyetleri gibi bazı maliyetlere neden olacağından bu durumda, borçlanma tercih edilmektedir. Ancak borçlanma düzeyindeki artış yine finansal sıkıntı riskini arttırmaktadır. Bu nedenle işletmeler borçlanma ve nakit varlıklar arasında optimum bir denge kurarak temsil maliyetleri, fırsat maliyetleri ve finansal sıkıntıyı dikkate alan bir sermaye yapısı oluşturmaktadırlar.

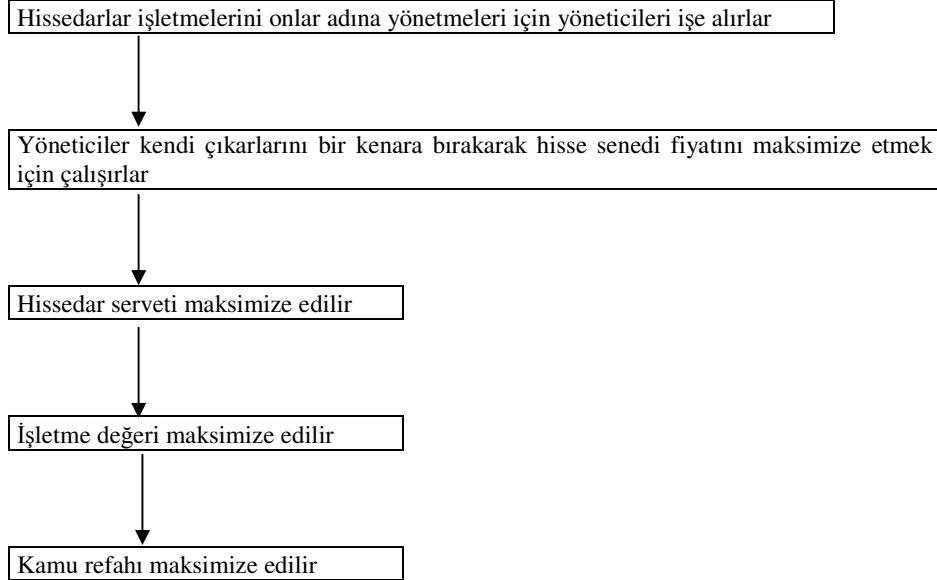
III.1.2. Temsil Teorisi (Vekalet Teorisi)

Şirketlerin pay senetlerini halka arz etmeleriyle bireyler, ekonomik kalkınmaya katılmakta ve bu kalkınmadan faydalanmaktadırlar. Bu durum tek sahipli işletmeler yerine, sahip sayısı çok olan işletmelerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. İşletmelerde sahip sayısının artması yetkinin tek bir yöneticiye veya yönetim kuruluna devrini gerektirmektedir. Yetkiyi alan yönetici veya yönetim kurulu olarak ifade edilen temsilci ile yetkiyi veren ortaklar arasındaki ilişki temsil ilişkisi olarak belirtilmektedir. Yetkinin yöneticiye veya yönetim kuruluna devrinde yetki verenlerin beklentisi temsilcilerin onların çıkarları doğrultusunda faaliyet göstermeleridir. Ancak temsilcilerin, yetki verenlerin çıkarlarından çok kendi çıkarlarıyla ilgilenmeleri temsil problemlerini ve bu problemlere bağlı maliyetleri ortaya çıkarmaktadır.

Etkin piyasaların varlığında, yöneticilerin asıl amacı hisse senetlerinin piyasa fiyatını maksimize etmektir. Piyasaya tarafsız ve zamanında bilgi verilmesi sonucunda hisse senedinin piyasa fiyatında meydana gelen artış hissedar servetinin

de artmasını sağlayacak, diğer yandan borç verenler de hissedarlar gibi korunacaktır. Sonuç olarak, etkin piyasalarda hissedar servetindeki artış kamu refahındaki artışla sonuçlanacaktır. Bu piyasalarda, yöneticilerin işe alınmasıyla başlayan ve kamu refahının artmasıyla sonuçlanan süreç Şekil III.2’de gösterilmiştir (Damodaran, 2005, 15).

Şekil III.2: Hisse Senedi Piyasa Fiyatının Maksimizasyonu Süreci



Kaynak: Damodaran, Aswath. (2005), “Corporate Finance”, Second Edition, John Wiley Company, s.16.

Şekil III.2’ye göre hisse senedinin piyasa fiyatının maksimizasyonu süreci, yöneticilerin işe alınmasıyla başlamaktadır. Yöneticileri işe almada ve işten çıkarmada tam güce sahip olan hissedarlar, yöneticilerin hisse senedinin piyasa fiyatını maksimize ederek onların çıkarları doğrultusunda çalışmalarını beklemektedir. Ayrıca, etkin sermaye piyasalarında borç verenler hissedarlardan gelebilecek davranışlara karşı kendilerini koruyabilmektedirler. Diğer yandan yöneticilerin hissedar çıkarları doğrultusunda çalışmaları işletme değerini

arttırmaktadır. Piyasada bulunan tüm işletmelerin piyasa değerlerinin artması kamu refahının artmasını sağlamaktadır.

Etkin sermaye piyasalarının varlığında dikkate alınan bu öngörü, uygulamada geçerliliğini yitirmektedir. Hissedarların, yöneticilerin, borç verenlerin ve diğer çıkar gruplarının çok farklı bilgilendirme düzeyine, güdülere ve çıkarlara sahip olmaları bu gruplar arasında çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Damodaran, 2005, 16).

Temsil edilen ile temsil eden arasındaki çıkar ilişkisi ve bunların işletmeye olan maliyetleri temsil teorisinin temelini oluşturmaktadır. Temsil ilişkisinde tarafların kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard), ve hazır konanlar problemi (free rider problem) gibi temsil problemlerine neden olmaktadır.

Ters seçim problemi, yatırımcıların, fon talep edenlerle aynı bilgi düzeyine sahip olmamalarından kaynaklanan farklı karar verilmesi durumudur. Ahlaki tehlike ise, bir sözleşmeden sonra saklı bilginin ortaya çıkması, temsilcinin temsil edilenin zararına kendi çıkarını artıracak faaliyetlerde bulunması durumudur. Ters seçim sözleşme yapılmadan önce gerçekleşirken, ahlaki tehlike sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmaktadır. Hazır konanlar problemi, yöneticilerin hissedarların zararına faaliyette bulunmalarını önlemek amacıyla onları yakından takip etmenin doğurduğu maliyetlere tüm hissedarların değil; sadece bir kısım hissedarın katılması sonucu ortaya çıkan problemi ifade etmektedir. Çok büyük işletmelerde az sayıda hissedarın yöneticileri takip etmek amacıyla harcamada bulunmalarının maliyeti, ortaya çıkacak faydadan daha fazla olacaktır. Diğer

hissedarlar bu maliyetlere katılmadıkları için kazanç sağlamış olacaklardır (Yücel, 2006, 53).

Temsil problemleri, yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan problemler ile borç veren ve hissedar çatışmasından kaynaklanan problemler olarak iki başlık altında incelenmiştir. Daha sonra, temsil problemlerinin neden olduğu maliyetler ele alınmış, nakit varlıklar ve temsil maliyetleri arasındaki ilişki açıklanmıştır.

III.1.2.1. Yönetici ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri

Tek sahipli işletmelerde, işletme sahibi aynı zamanda yönetici ise, alınan kararlar sonucunda ortaya çıkan fayda veya maliyet sadece o kişiyi etkileyecektir. Sahip-yönetici, almış olduğu kararlarda işletmenin kârlılığını maksimize etmeyi amaçlarken aynı zamanda kendi servetini de maksimize etmektedir. Diğer yandan, gereksiz harcamalara girmenin maliyetini de yine kendisi yüklenecektir. Dolayısıyla tek sahipli işletmelerde, çıkar çatışmaları ve bu çatışmalara bağlı temsil problemleri söz konusu olmamaktadır. Ancak, yönetici ve sahibin farklı kişiler olması çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil problemlerine neden olmaktadır.

İşletmenin tamamına sahip olmayan yöneticinin neden olduğu temsil problemleri, yöneticinin işletmeyi kendi refahını arttırmak amacıyla yönettiği anlamına gelmektedir. Kazancın tamamının yöneticilere gitmemesi ve hissedarlarında elde edilen başarılar doğrultusunda yöneticilere daha yüksek maaş veya prim vermek konusundaki gönülsüzlükleri bu kişilerin daha fazla gayret sarf

etmemelerine neden olacaktır. Yönetici bu durumda kendi refahını arttırmaya yönelik faaliyetlerde bulunacaktır (Weston ve diğ., 1996, 18).

Sahiplik yapısının yanında serbest nakit akımları da yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerine neden olmaktadır. Serbest nakit akımlarının yüksek olduğu işletmelerde yöneticiler tarafından savurgan harcamalar yapılma olasılığı, diğer işletmelere kıyasla daha yüksektir. Serbest nakit akımlarının olumsuz etkisini azaltmak amacıyla, kâr payı ödeme veya borçlanma yollarına gidilmektedir. (Ross ve diğ., 2002, 513). Ortaklar, kâr dağıtımını güvenli bulmakta ve istedikleri gibi kullanabilecekleri bir nakit akımı elde etmektedirler. Bu nedenle ortaklar kârın işletme bünyesinde kalmasına kıyasla dağıtılmasını tercih edebilmektedirler. Borçlanma yoluna gidilmesi, yöneticilerin fazla nakdin neden olduğu rahatlıktan kurtulmalarını ve borç verenler tarafından sürekli izlenmelerini sağlayacak, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine düşmemek için daha fazla gayret sarf etmelerine yol açacaktır.

İşletmelerde yönetici ve hissedar çatışmasının neden olduğu temsil problemleri, aldatma (Shirking), varlık ikamesine gidilmesi (asset substitution problem), kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması (underinvestment problem), el değiştirmelerde yetki verenlerin zararına hareket edilmesi, finansman kaynaklarının seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması olarak belirtilmektedir (Turaboğlu, 2004, 113).

Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil problemlerinden aldatma, piyasayı bilgilendirmek amacıyla hazırlanan finansal raporlarda işletmenin durumunu olduğundan iyi veya kötü göstermek amacıyla hesaplarda yapılan oynamalar ve bazı bilgilerin piyasadan saklanmasıdır. Yöneticiler, yeterli performans

göstermedikleri halde kariyerlerinin etkilenmemesi ve işlerini kaybetmemek için işletmenin mali durumunu iyi gösterebildikleri gibi, kendi yararlarına olacak bir ele geçirmede ele geçirme maliyetinin daha düşük olması amacıyla piyasadan bazı bilgileri saklayabilmekte veya işletmenin mali durumunu daha kötü gösterebilmektedirler (Turaboğlu, 2004, 113).

Varlık ikamesi problemi, yönetici ile hissedar arasında ortaya çıkan diğer bir temsil problemidir. Yöneticilerin işletme kaynaklarını yüksek riske ve yüksek getiriye sahip projeler yerine düşük riske ve düşük getiriye sahip projelere aktarmaları varlık ikamesi problemini ortaya çıkarmaktadır. Riskli projelerin başarısız olması, yöneticilerin de başarısızlığı anlamına geleceğinden bu olasılığa karşı yöneticiler daha düşük riske sahip projeleri tercih etmektedirler. Ancak riskin düşmesi getiriye de düşürecek ve bu da piyasa değeri üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır.

Kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması, yönetici ile hissedar arasındaki bir diğer temsil problemidir ve yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilecekleri serbest nakit akımı tutarını azaltmamak amacıyla net bugünkü değeri pozitif olan projeleri kabul etmemeleri anlamına gelmektedir (Kochhar, 1996, 715). İşletmede serbest nakit akımlarının yüksek olması, yöneticilerin bu nakdi kendi refahlarını artırma yönünde kullanabileceklerinden temsil maliyetlerini artırıcı etki yapmaktadır.

Finansman kaynaklarının seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması, yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan bir diğer temsil problemidir. Hissedarları memnun etmek isteyen yöneticiler kaynakları kâr payı ödemesinde kullanabilirler. Ancak bu durum ileride ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarının

finansmanında işletmeyi finansman kaynağı aramak durumunda bırakacaktır. Yeni yatırımların finansmanı özsermaye veya borçlanma yoluyla gerçekleşecektir. Bu durumda, yeni hisse senedi ihracı piyasa değeri üzerinde olumsuz etki yaratarak işlem maliyetlerine neden olurken, yeni borçlanma aracı ihracı da riski artırarak borçlanma maliyetinin artmasına neden olacaktır. Borçlanma maliyetinde meydana gelen artış, yöneticilerin yatırımlardan vazgeçmelerine ve işletmenin piyasa değerinin düşmesine yol açacaktır (Turaboğlu, 2004, 114).

Birleşme ve ele geçirmelerde yetki verenlerin zararına hareket edilmesi yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerinin sonuncusu olarak belirtilebilir. İşletmenin piyasa değerinin gerçek değerinin üzerinde olması halinde gerçekleşecek bir ele geçirme, yetki verenlerin yararınadır. Ancak bu işlemden sonra yöneticinin işine son verilecek veya alt kademede çalıştırılacak olması yöneticinin bu tür bir işlemin gerçekleşmemesi yönünde faaliyette bulunmasına neden olacaktır. Diğer yandan, işletmenin piyasa değeri gerçek değerinin altında olduğu zaman gerçekleşecek bir birleşme ve ele geçirme, yetki verenlerin zararınadır. Yönetici bilerek mali tabloları kötü gösterebilir ve bu tür bir ele geçirmeden kazanç sağlayabilir.

İşletmeyi başarılı bir şekilde idare edemeyen yöneticilerin işlerine son verilme tehlikesi, başka bir işletme tarafından ele geçirilme durumunda işten çıkarılma korkusu ve yöneticinin daha iyi çalışmasını sağlayacak teşvikler sunulması, yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerini azaltıcı rol oynamaktadır (Weston ve diğ., 1996, 18-19).

III.1.2.2. Borç Veren ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri

Hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil problemlerinin yanında hissedarlar ile borç verenler arasında ortaya çıkan temsil problemleri de işletme açısından maliyetlere neden olmaktadır. Bu maliyetlerden bir kısmı hissedarlardan kaynaklanırken bir kısmı da borç verenlerden kaynaklanmaktadır. İşletmenin zararına olacak şekilde temettü ödenmesi, hakların sulandırılması, kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması ve varlık ikamesine gidilmesi hissedarlardan kaynaklanan temsil problemleridir. Borç sözleşmelerine konulan maddelerle işletmenin tasfiye edilme riskiyle karşı karşıya kalması da borç verenlerden kaynaklanmaktadır.

Borç veren ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerinden ilki, işletmenin zararına olacak şekilde temettü ödenmesidir. Borç verenler, işletmenin mevcut temettü politikasını sürdürerek faaliyetlerini devam ettirecekleri düşüncesiyle bir risk primi belirlemekte ve bu risk primi üzerinden borç vermektedirler. Yöneticilerin, borç verenler tarafından beklenmeyen kâr payı ödemesine gitmeleri ve bu kâr payı ödemelerini de yatırımların kısılması veya yeni borç çıkarımı yoluyla gerçekleştirmeleri, mevcut tahvillerin değerinin düşmesine ve borç verenlerin zarar görmesine neden olmaktadır (Myers, 2001, 96). Diğer yandan kâr payı ödenmesi işletme açısından işlem maliyetlerine neden olmaktadır.

Hakların sulandırılması problemi borç verenler ile hissedarlar arasında ortaya çıkan temsil problemlerinden bir diğeridir. Borç verenlerin talep edeceği faiz oranında, risk primi belirleyici rol oynamaktadır. Borç verenler, borcun kullanılacağı yatırım alanının risk derecesine göre bir risk primi belirlemektedirler. Risk primi,

yatırım projelerinin para girişlerinin beklenenden farklı olması olasılığını temsil etmektedir (Akgüç, 1998, 394). Yöneticinin düşük riske sahip projelerde kullanmak üzere aldığı borcu yüksek riskli projelerde kullanması, beklenmeyen yeni borç ihracı servetin borç verenlerden hissedarlara geçmesine ve borç verenlerin haklarının sulanmasına neden olmaktadır (Turaboğlu, 2004, 116).

Borç veren ve hissedar çatışmasından kaynaklanan diğer bir temsil problemi de kârlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması problemidir. Kârlı yatırım projelerinin finansmanının özkaynaktan çok borçlanma ile yapılması, kazancın hissedarlardan borç verenlere geçmesi anlamına gelmektedir. Hissedar çıkarlarına göre hareket eden yöneticiler de borçla finansmanı gerektiren kârlı yatırım projelerini net bugünkü değerleri pozitif olsa bile reddetmektedir. Böylelikle, söz konusu kazancın hissedarlardan borç verenlere aktarılması engellenmektedir.

Varlık ikamesine gidilmesinde, hissedar haklarına hizmet eden yöneticiler borçla finansmanı gerektiren yüksek riskli projeler yerine düşük riskli projeleri özkaynakla karşılamayı tercih etmektedirler (Jensen ve Clifford, 1985, 111). Varlık ikamesine gidilmesinde projenin riski önemli rol oynamaktadır. Riskli projelerin borçla finansmanı daha fazla maliyete neden olduğundan ve elde edilecek faydanın hissedarlar yerine borç verenlere geçeceğinin düşünülmesi yöneticileri düşük riskli projelere yatırım yapmaya yönlendirmektedir.

Hissedarlar ile borç verenler arasında ortaya çıkan temsil problemleri, çeşitli yollarla azaltılabilmektedir. Bu yollardan en çok kullanılanı borç sözleşmeleridir (Bond Covenants). Borç sözleşmeleri yoluyla borç verenler kendilerini borç alanlardan gelebilecek zarar verici davranışlara karşı korumaktadırlar. Diğer bir koruma yolu da, servetin borç verenlerden hissedarlara

kaymasını engelleyen yeni menkul kıymetlerin çıkarılmasıdır (Security Innovations). Borç verenler, mevcut menkul kıymetlerdeki kendilerini korumaya yönelik maddeleri yeterli görmemeleri halinde ihraç edilecek menkul kıymetlere ek maddeler koydurarak farklı türde bir menkul kıymet ortaya çıkarabilmektedirler. Borç verenlerin korunma yollarından sonuncusu ise, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ihracıdır (Equity Stoker). Bu menkul kıymetler yardımıyla borç verenler, kârlı projelerden elde edecekleri sınırlı kazançlarını hissedar konumuna geçerek artırabilmektedirler (Damodaran, 2005, 34–35).

III.1.2.3. Temsil Maliyetleri

Yöneticiler ve hissedarlar ile hissedarlar ve borç verenler arasındaki temsil problemleri bir takım maliyetleri beraberinde getirmektedir. Bu maliyetler, izleme maliyetleri (monitoring cost), tazmin edici–garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (bonding cost) ve önlenemeyen kayıplardan (residual loss) oluşmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, 308). Bu maliyetlerden izleme maliyetleri yetki verenlerce, tazmin edici garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri temsilcilerce, önlenemeyen kayıplar ise hem yetki verenler hem de temsilcilerce üstlenilmektedir (Turaboğlu, 2004, 118).

Yöneticilerin hissedar çıkarlarını gözeterek faaliyette bulduklarını varsayan etkin piyasaların olmaması, yönetimin hissedarların zararına, kendi amaçlarını gerçekleştirme olasılığını azaltmak için etkili bir izleme işleminin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bu nedenle, kararların alınmasında bütün süreç yönetim kurulu ve diğer çıkar grupları tarafından kontrol edilmektedir. Yönetim

kurulu, hissedarlar ve diğ er çıkar grupları gerektiğ inde yönetimin kararlarını iptal edecek, hatta yönetimi ele geçirecek kararlar alabilmektedir. Yöneticiler, hissedarların çıkarlarına zarar verecek kararların kendi imtiyazlarına ve maaşlarına da zarar vereceğ ini bildiklerinden, değ er artırıcı kararlar alma yönünde faaliyette bulunacaklardır. İzleme yoluyla yöneticilerin hissedar çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri sağ lanırken bu durum hissedarlar ve diğ er çıkar grupları açısından maliyete neden olmaktadır (Stulz, 1999, 447). Bu nedenle gerek hissedarlar gerekse de diğ er çıkar grupları izleme maliyetlerini ve izleme sonucunda elde ettikleri faydayı karşılaştırarak bu faaliyeti gerçekleştirip gerçekleştirilmeme yönünde karar vermelidirler.

Tazmin edici-garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri yetki verenin, yöneticinin zarar verici davranışlarda bulunmamasını sağlamak, eğ er bu davranışlara giderse zararları tazmin etmesini garanti altına almak amacıyla, yöneticiye bazı kaynakları kullanabilmesi için ödemede bulunulması anlamına gelmektedir (Jensen-Meckling, 1976, 308). Bununla birlikte yöneticiler her ne kadar hissedar çıkarları doğrultusunda çalışsalar bile yine de temsil ilişkisinden kaynaklanan maliyetler bulunmaktadır. Hissedarlar tarafından temsil problemlerini minimize etmek amacıyla geliştirilen yöntemler yetersiz kalmakta hissedar servetini maksimize edecek optimum karar ile yöneticilerin almış oldukları karar arasındaki getiri farkını temsil eden önlenemeyen kayıplar ortaya çıkmaktadır. Bu kayıplar, işletmedeki çıkar gruplarının önceliklerinin sıraya konulamamasından ve tercih edilen yatırım fırsatlarının uygun biçimde yürütülememesinden kaynaklanan maliyetler olarak tanımlanmaktadır (Turaboğ lu, 2004, 121).

Etkin olmayan sermaye piyasalarında faaliyette bulunan işletmeler, temsil problemlerinin neden olduğu bu maliyetleri minimize etmek amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Nakit varlıklara yatırım, dış finansman sağlama maliyetini azaltmakta, kârlı yatırım fırsatlarını gerçekleştirme imkanı sağlamakta ve yöneticilere faaliyetlerinde esneklik kazandırmaktadır. Nakit varlıklara yatırımın bu olumlu etkilerine karşın hissedarlar ve yöneticiler arasında sert temsil çatışmalarına neden olmaktadır. Yöneticiler, nakit varlıklara yatırım yoluyla sermaye piyasasından uzaklaşmakta ve piyasa tarafından izlenme imkanını azaltarak, kârlı yatırım fırsatlarından vazgeçebilmektedirler (Özkan ve Özkan, 2004, 2103–2104 ve Harford, 1999, 1995).

Piyasaların gelişmiş veya az gelişmiş olmaları temsil maliyetlerini ve işletmelerin nakit varlıklara yatırım politikalarını etkilemektedir. Gelişmiş piyasalarda yöneticiler hissedar haklarına önem verdiklerinden nakit varlıklara yatırımlarda temsil problemleri dikkate alınırken, az gelişmiş piyasalarda, hissedar hakları yöneticiler tarafından dikkate alınmamakta ve temsil problemlerine de yeterince önem verilmemektedir. Gelişmiş piyasalarda hissedarlar, yöneticilere baskı yaparak elde bulunan fazla nakdi azaltma gücüne sahiptirler. Bu piyasalarda, elde edilen kâr, kâr payı olarak hissedarlara ödenmektedir. Gelişmiş piyasalarda nakit, işlem veya ihtiyat güdüsüyle tutulurken, az gelişmiş piyasalarda tutulan nakdin hangi güdüyle tutulduğunun önemi azalmaktadır. Çünkü, az gelişmiş piyasalarda hissedar haklarının düşük olmasından dolayı nakit, daha çok yöneticilerin çıkarlarına hizmet etmek amacıyla tutulmaktadır (Dittmar ve diğ., 2003, 116–117).

Temsil maliyetleri dikkate alındığında, işletme ölçeği tutulan nakit miktarında etkili unsurlardan birisi haline gelmektedir. Büyük ölçekli işletmelerin

nakit varlıklara yatırım yapmaları hissedarlar ve yöneticiler arasındaki temsil problemlerini ve bu problemlere bağlı maliyetleri artıracaktır. Yöneticiler temsil maliyetlerini azaltmak, riske girmemek ve refahlarını arttırmak amacıyla lüks ofis yapımı, çalışan sayısının gereğinden fazla artırılması gibi kârlı olmayan alanlara yatırım yapacaklardır. Yöneticilerin refahlarını yükseltme yönündeki bu tür yatırımlar sonucunda işletmedeki nakit mevcudu azalmış olacaktır (Mikkelson ve Partch, 2002, 3)

Hissedarlar ile yöneticilerin çıkar çatışmasından kaynaklanan temsil problemleri, yönetsel sahipliğin (managerial ownership) artmasıyla beraber azalma göstermektedir. Yöneticilerin sahiplik paylarındaki artışla birlikte, gerçekleştirdikleri faaliyetlerin neden olduğu maliyetlerin bir kısmını yüklenmeleri, kaynakların firma değerini maksimize edecek şekilde kullanılmasına yönelik davranışlardan sapma olasılığını azaltmaktadır. Dolayısıyla, sahipliğin artmasıyla nakit varlıklarda bir azalma beklenmektedir. Diğer yandan işletmede sahiplik oranının yüksek olması diğer hissedarların işletmeyi izleme imkanlarını kısıtlamaktadır. Yönetici sahipler, alınan kararlarda doğrudan söz sahibi konumunda iken, diğer hissedarların böyle bir imkanı bulunmamaktadır (Özkan ve Özkan, 2004, 2109–2110).

III.1.3. Asimetrik Bilgi

Yöneticiler, işletmenin gerçek durumuyla ilgili özel bilgilere ulaşabilme imkanına sahiptirler. Hissedarlar işletmede paylarının olmasına rağmen, yöneticilerin sahip oldukları özel bilgilere ulaşamamaktadırlar. Tahvil ve hisse senedi sahipleri işletmeyle ilgili bilgilere doğrudan ulaşamamakta, yöneticilerin piyasaya ve

kendilerine sunmuş oldukları bilgiler doğrultusunda işletme hakkında bir fikir sahibi olmaktadır. Piyasada bulunan tarafların farklı bilgi düzeyine sahip olmaları asimetrik bilgiyi ortaya çıkarmaktadır.

Finans piyasalarında asimetrik bilgi, piyasaların etkinliğini bozarak ters seçim ve ahlaki tehlike gibi problemlere yol açmaktadır. Ters seçim problemi, yatırımcıların fon talep edenlerle aynı bilgi düzeyine sahip olmamaları nedeniyle güvenilir yatırımlar yerine riskli projelere yatırım yapmaları anlamına gelmektedir. Ters seçim, sözleşme yapılmadan önce gerçekleşmekte ve gizli bilgidен kaynaklanmaktadır. Fon talep edenler, yatırımın kârlılığı ve riski konusunda daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durumda, yatırımcılar, tam bilgiye sahip olmadıklarından daha fazla risk primi talebinde bulunmakta ve borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Borçlanma maliyetini yüksek gören güvenilir yatırımcılar piyasadан çekilmekte ve piyasada sadece riskli projelere sahip yatırımcılar kalmaktadır (Leland ve Pyle, 1977, 371). Borç verenlerin kârlı projelerin finansmanı yerine riskli projeleri finanse etme olasılığının artması, tasarrufların etkin yatırımlara yönelmesini engellemekte ve ekonomik faaliyetleri kısıtlayıcı rol oynamaktadır (Örnek-Taş, 2001, 236).

Ahlaki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmakta ve gizli işlemden kaynaklanmaktadır. Ahlaki tehlike, ödünç veren açısından ödünç alanın istenmeyen faaliyetlere girmesi durumudur (Başoğlu ve diğ., 2001, 557). Ödünç alan taraf bu fonu getirisi ve riski belli olan bir projeye yatırabileceği gibi, getirisi ve riski yüksek bir projeye de yatırabilecektir. Riskli projenin başarılı olması halinde, yatırımcı, yatırımın finansmanında kullandığı tutardan daha fazla kazanç sağlayacaktır. Ancak bu kazanç tek taraflıdır. Çünkü fon alanın ödünç verene geri ödeyeceği miktar

bellidir ve bu ödenecek miktar paranın düşük riskli projelerde kullanılması üzerine fiyatlandırılmıştır. Diğer yandan projenin başarısız olması halinde, alınan kredinin geri ödenmeme riski fon sağlayan tarafından karşılanacaktır.

Piyasalarda asimetrik bilginin etkisini azaltmada işaret teorisi (Signalling Theory) önemli rol oynamaktadır. İşaret teorisine göre yatırımcılar, yöneticilerin davranışlarını dikkate alarak ürün veya menkul kıymet hakkında çıkarımlarda bulunmaktadır. Ürün piyasaları dikkate alındığında, ürüne ilişkin verilen garanti bir işaret olarak algılanmakta ve asimetrik bilgiyi azaltmaktadır.

Yatırımcılar, yöneticilerin menkul kıymetlerin gerçek fiyatları hakkında en doğru bilgiye sahip olduklarını bildiklerinden hisse senetleri yüksek değerlendirildiğinde hisse senedi ihracına, düşük değerlendirildiğinde de borçla finansman yoluna gideceklerini düşünerek hisse senedi ihracını kötü haber, borç ihracını ise iyi haber olarak nitelendireceklerdir (Myers, 2003, 146). Yatırımcıların hisse senedi ihracını kötü, borç ihracını ise iyi haber olarak değerlendirmelerinin temelinde, geleceğe ilişkin beklentiler yatmaktadır. Yöneticilerin gelecek hakkındaki beklentileri olumsuz ise, ortaya çıkacak zararı paylaşmak amacıyla hisse senedi ihracına gideceklerdir. Gelecek hakkındaki beklentilerin olumlu olması halinde, yöneticiler gelecekte elde edilecek kazancı yeni hissedarlarla paylaşmak istemeyecekler ve borçlanma yoluna gideceklerdir (Weston ve diğ., 1996, 632).

Asimetrik bilginin neden olduğu maliyetleri azaltmak amacıyla, 1980'lerde şirket hisselerinin görece olarak çoğunluğuna sahip olan bireyler veya kuruluşlar, daha az hisse senedine sahip olanlardan borç kullanarak; bu hisse senetlerini satın almışlardır. Borçlanarak satın alma (Leveraged Buy-Out) olarak

bilinen bu işlem asimetrik bilginin etkisini azaltırken, firma değerini artırıcı yönde rol oynamaktadır (Ercan ve Üreten, 2000, 4).

Asimetrik bilginin azalmasında internette yayınlanan finansal raporlar da büyük öneme sahiptir. Bu raporların kapsamı, işletmenin internet sitesinde kullandığı dil sayısı, ve internet sayfasında yayınlanan raporların tarihi asimetrik bilgi seviyesini gösteren değişkenler olarak dikkate alınmaktadır (Kytönen, 2005, 7-8).

Piyasa değeri kârlı yatırım fırsatlarına bağlı ve asimetrik bilgi seviyesi yüksek olan işletmeler, sermaye piyasasına giriş zorlukları yaşamaları nedeniyle, hisse senedi ihracı ve borçla finansmanda daha yüksek maliyete katlanmaktadırlar. Bu nedenle, bu tür işletmelerin nakde daha fazla yatırım yapmaları beklenmektedir. Bu tür işletmelerde, nakit varlığın getireceği fayda diğer işletmelere kıyasla daha fazla olmaktadır (Opler ve diğ., 1999, 11, Myers ve Majluf, 1990, 451, Faulkender, 2004, 16).

Asimetrik bilgi işletme ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Büyük ölçekli işletmelerin küçük ölçekli işletmelere oranla daha az asimetrik bilgiye sahip oldukları görülmektedir. Küçük ölçekli işletmeler asimetrik bilgiden dolayı, kredi kısıtlamalarına maruz kalmaktadırlar. Bu tür işletmeler faaliyetlerini etkin bir şekilde devam ettirebilmek için nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Diğer yandan büyük ölçekli işletmeler, asimetrik bilginin az olması nedeniyle kolaylıkla fon bulabilmekte ve daha az nakitle faaliyetlerini etkin bir şekilde yerine getirebilmektedirler (Faulkender, 2004, 20).

Nakit tutma düzeyi üzerinde yöneticiler ile hissedarlar arasındaki asimetrik bilgiden kaynaklanan çıkar çatışmaları da büyük önem taşımaktadır.

Asimetrik bilginin varlığında yöneticiler, nakit varlıkları kendi çıkarları doğrultusunda kullanacaklarından bu varlıkları arttırma yönünde faaliyette bulunacaklardır. Asimetrik bilginin azalması ise dış piyasalardan kolaylıkla yabancı kaynak bulma imkanı sağlayacak ve yöneticiler kaynakları kârlı yatırım alanlarına yönlendireceklerdir.

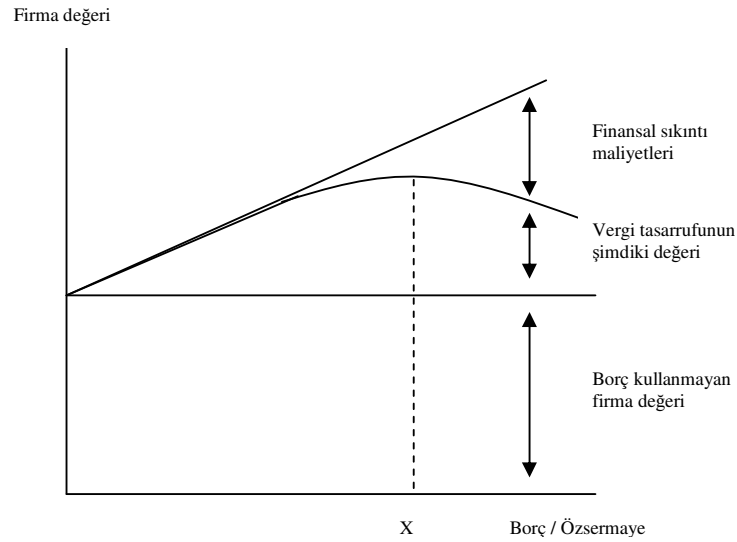
III.2. Yeni Yaklaşımlar Temelinde Nakit Varlıklar

Nakit yönetiminde klasik yaklaşımlar olan Baumol, Miller–Orr, Stone ve Beranek modelleri optimum nakit miktarının belirlenmesi temelinde birbirlerini takip ederek ortaya çıkmış olup, daha çok nakit girişlerini hızlandırmak ve nakit çıkışlarını yavaşlatmak amacıyla geliştirilmiş modellerdir. Günümüzde, özellikle sermaye yapısı kararları için geliştirilen ve optimum sermaye bileşimini belirlemede kullanılan denge teorisi ve hiyerarşi teorisi de nakit yönetiminde ve optimum nakit varlık miktarının belirlenmesinde kullanılmaya başlanmıştır. Denge teorisi, nakit varlık bulundurmanın fayda ve maliyetlerini dikkate alarak işletmenin tutması gereken optimum nakit miktarını belirlerken; finansal hiyerarşi teorisi, sermaye yapısı kararlarında olduğu gibi, yatırımların finansmanında da nakit varlıklardan başlayan ve hisse senediyle son bulan bir hiyerarşinin takip edilmesini öngörmektedir.

III.2.1. Denge Teorisi (Trade-Off Theory)

Denge Teorisi, sermaye yapısı kararlarında borcun vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetlerinin dengelenmesini öngörmektedir. Denge noktası, aynı zamanda optimum sermaye yapısını temsil etmekte ve bu noktada işletmenin piyasa değeri maksimum noktaya ulaşmaktadır. Dolayısıyla piyasa değerini arttırmak isteyen bir işletme, ek borcun fayda ve maliyetlerini dikkate alarak sermaye yapısını oluşturmaktadır (Shyam-Sunder&Myers, 1999, 220). Denge teorisi, finansal sıkıntı maliyetlerini dikkate alarak ve sermaye yapısında ılımlı miktarda borçlanma yoluna giderek piyasa değerini artırabileceğini savunmaktadır (Myers, 2003, 142). Denge teorisi çerçevesinde borçlanma düzeyi, vergi avantajı ve finansal sıkıntı maliyetleri ile işletme değeri arasındaki ilişki Şekil III.3'e gösterilmiştir.

Şekil III.3. Denge Teorisinde Optimum Sermaye Yapısı



Kaynak:Brealey ve diğ.'den çev: Bozkurt ve diğ.(2001); "İşletme Finansının Temelleri", Literatür Kitabevi, İstanbul, 418.

Şekil III.3'e göre, işletmenin sermaye yapısında bulundurduğu borç miktarının artmasıyla birlikte, borçla finansmandan elde ettiği vergi tasarrufunun faydası artmaktadır. Ancak, borçla finansmanın sağladığı fayda bir noktaya (X noktası) kadar olmakta, bu noktadan sonra borçlanmaya devam edilmesi halinde, finansal sıkıntı maliyetleri artmaya başlamaktadır. X noktası, borçla finansmanın vergi tasarrufu faydasının finansal sıkıntı maliyetleri ile dengelendiği noktadır ve denge teorisine göre optimal sermaye yapısını temsil etmektedir. Denge teorisine göre borçlanma miktarı ile piyasa değeri arasındaki ilişki başlangıçta pozitif yönlü iken, borçlanma miktarındaki artışa bağlı olarak finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerinin artmasıyla ilişki negatif yönlü olmaktadır.

Denge teorisinde, maddi duran varlıklara sahip işletmelerin, büyüme fırsatlarına sahip küçük ölçekli işletmeler ile faaliyetleri büyük oranda Ar-Ge harcamalarına bağlı olan işletmelere kıyasla daha yüksek miktarda borçlanma kapasitesine sahip olabilecekleri belirtilmektedir. Teoriye göre, yüksek miktarda maddi duran varlıklara sahip olmak işletmenin borç verenler açısından güvenilirliğini artıran bir unsur iken, maddi duran varlıkları yetersiz küçük işletmeler ile faaliyetleri Ar-Ge harcamalarına dayanan işletmelerin borç verenler açısından güvenilirliği düşük olmaktadır (Myers, 2003, 143). Ancak, uygulamada maddi duran varlıkları çok az seviyede olan ilaç ve elektronik sektörlerindeki bazı işletmelerin kredi bulma imkanlarının çok yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre denge teorisi, borçlanma ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi açıklamada yetersiz kalmaktadır (Brealey ve diğ.'den çev: Bozkurt ve diğ., 2001, 426).

İşletmenin vergiye konu olan kârının yüksek olması, finansal sıkıntıya girilmeden kolaylıkla yüksek miktarlarda borçlanabileceği anlamına gelmekte ve bu

borçlanmada işletmeye vergi tasarrufu sağlamaktadır (Myers, 2001, 89). Ancak uygulamada kârları yüksek olan işletmelerin daha az borçlanma yoluna gittikleri dikkate alındığında, denge teorisi, borçlanma ve kârlılık arasındaki ilişkiyi açıklamada da yetersiz kalmaktadır (Haris ve Raviv, 1991, 336).

Denge teorisi, işletmelerde optimum nakit düzeyinin nasıl belirleneceğini açıklamakta ve bulundurulması gereken nakit varlıklar ile kâr payı ödemeleri, yatırım fırsatları, nakit benzeri varlıklar, kaldıraç düzeyi, işletme büyüklüğü ve nakit akımları arasındaki ilişkileri belirlemede yardımcı olmaktadır.

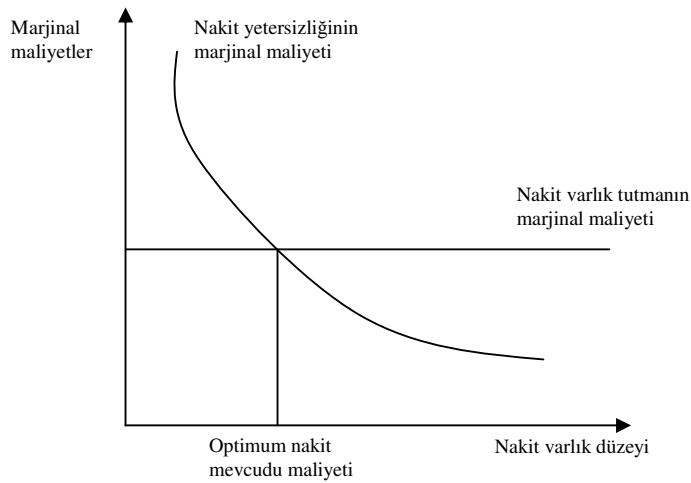
III.2.1.1. Denge Teorisi Temelinde Optimum Nakit Düzeyi

Borçla finansmanın vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki ilişkiyi dikkate alan denge teorisi, nakit varlık tutma düzeyi konusuna uyarlanabilmektedir. Bu çerçevede teori, nakit varlık yetersizliğinin maliyeti ve nakit varlıklara yapılan yatırımın faydalarını dikkate alarak optimum nakit tutarının belirlenmesini önermektedir. İşletmede belirli bir düzeyde nakit bulundurmak, finansal sıkıntı olasılığını azaltmakta, finansman sorunu yaşandığında yatırım politikalarının devamına imkan vermekte ve dış fonların artan maliyetlerini azaltmaktadır. Nakit tutmanın sağladığı bu faydalar, nakit varlık yetersizliğinin maliyetine bağlı olarak değişmektedir. İşletmede kazançların ve nakit akımlarının, sermaye harcamalarını, kâr payı ve faiz ödemelerini karşılamada yeterli olmaması durumunda, sermaye piyasasından yararlanılması, yatırım veya kâr payı ödemelerinin azaltılması, varlıkların satılması, borçların yeniden yapılandırılması ve iflas işlemlerinin uygulanması yollarından biri veya birkaçı birlikte kullanılacaktır.

İşletmenin fon açığını kapatabilmek için varlık satışı veya sermaye piyasası araçlarını kullanması durumlarının her ikisinde de işlem maliyetleri söz konusu olmaktadır. Bu maliyetler nakit yetersizliğinin maliyeti olarak değerlendirilebilmekte ve nakit tutmanın faydalarını arttırmaktadır.

Denge teorisine göre optimum nakit mevcudu nakit tutmanın marjinal faydası ile marjinal maliyeti ve nakit yetersizliğinin marjinal maliyeti göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. İşletmelerin bulundurmaları gereken nakit varlık miktarının gösterimi aşağıdaki gibidir.

Şekil III.4. İşletmelerin Bulundurmaları Gereken Optimum Nakit Düzeyi



Kaynak: Opler, Tim; Lee, Pinkowitz; Stulz, Rene; Williamson, Rohan (1999); “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 52, Paper 3-46, sf:8.

Şekil III.4’e göre nakit varlık tutmanın marjinal maliyeti hazine bonosunun getiri oranı kadardır ve bu nedenle yatay bir seyir izlemektedir. Nakit varlık yetersizliğinin marjinal maliyeti ise nakit tutma düzeyi arttıkça azalmaktadır. Denge teorisine göre işletmenin tutması gereken nakit düzeyi nakit varlık

yetersizliğinin marjinal maliyeti ile nakit varlık tutmanın marjinal faydasının kesiştiği noktadır.

III.2.1.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Kâr Payı Ödemeleri

Kâr payı dağıtım politikası, elde edilen net kârın, ortaklara dağıtılması ile kazancın tamamının işletmenin büyümesi ve yatırımların finansmanı için elde tutulması arasındaki bir seçimi ifade etmektedir (Yılmaz, 2003, 18). Kâr dağıtım politikası, işletmenin büyüme hızını, piyasa değerini ve hissedarların servetlerini etkilemektedir. Dolayısıyla, net kârın hangi oranlarda ortaklara dağıtılacağı ve işletmede tutulacağı konusundaki kararlar büyük önem arz etmektedir (Akgüç, 1998, 778). Kâr payı ödemeleri, nakden yapılabileceği gibi ortaklara bedelsiz hisse senedi verilerek, hisse senetleri geri satın alınarak, ürün veya kârdan pay alma ve tasfiye bakiyesinden yararlanma hakkına sahip katılma intifa senedi verilerek yapılabilmektedir (Ceylan, 2001, 229-231).

Yüksek büyüme hızına sahip işletmeler piyasadan yüksek maliyetle borçlanmak yerine, düşük oranda kâr payı dağıtmakta ve elde tutulan kâr paylarını yeni yatırımların finansmanında kullanmaktadırlar. Burada önemli olan kâr paylarının dağıtılması sonucunda firma değerinde meydana gelecek artış ile kâr paylarının dağıtılmayarak yeni yatırımların finansmanında kullanılmasının sağlayacağı faydanın karşılaştırılmasıdır. Borçlanma maliyeti ile kâr paylarının dağıtılmayarak işletme bünyesinde tutulmasının maliyeti karşılaştırılarak kâr payı dağıtım politikası belirlenmektedir.

Bulundurulacak nakit varlıklar ile kâr dağıtım politikası arasındaki ilişkide, işletmenin borç ödeme gereği ve kredi sözleşmelerinde yer alan hükümleri, yeni yatırım planları, kârlılık oranları ve bunların düzenliliği, yöneticilerin tutumu, işletmenin büyüme hızı ve sermaye piyasasına başvurma olanakları da etkili olmaktadır.

İşletmelerin vadesi gelen borçlarını ödeme gereği ve kredi sözleşmelerine konulan hükümler uyarınca kâr payı ödemelerinin kısıtlanması bulundurulacak nakit düzeyinin artmasına neden olmaktadır. Nakit varlıkların güvenilirlik açısından belirleyici rol oynaması da nakit düzeyini arttırmaktadır. Kâr payı ödemelerinin azaltılması sonucu nakit varlıklarda sağlanan artış, borcun anapara ve faiz ödemelerinin zamanında gerçekleşmesini sağlamaktadır. Ayrıca borçlanma imkanlarının sınırlı olması ve yeni yatırım planlarına sahip olunması kâr paylarının azaltılarak nakit varlıklara yatırım yapılmasını gerektirmektedir.

Kârlılık oranı yüksek ve istikrarlı olan işletmeler, gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları tahmin edebildiklerinden ortaklarına elde ettikleri kârın büyük bir bölümünü verebilmektedirler. Bu tür işletmeler gelecekle ilgili dalgalanmaların az olması nedeniyle nakit varlıklara daha az yatırım yapacaklardır.

Yöneticilerin kâr payı dağıtım konusundaki tutumları kâr dağıtım politikasını ve dolayısıyla nakit miktarını belirlemektedir. Yöneticiler, ortaya çıkabilecek kârlı yatırım fırsatlarına ve dalgalanmalara karşı hazırlık olması amacıyla kâr paylarını dağıtmayarak işletme bünyesinde tutmak isteyebilirler. Bu da nakit varlıklarda artışa yol açacaktır.

Büyüme hızı ve sermaye piyasalarından uygun koşullarla fon bulabilme imkanlarını dikkate alarak belirlenen kâr payı ödemeleri de bulundurulacak nakit varlık miktarını etkilemektedir. Yüksek büyüme hızı, daha az kâr payı ödenmesine ve nakit varlıklara yatırım yapılmasına neden olurken; büyüme hızının düşük olması daha fazla kâr payı ödenmesine ve daha az nakit tutulmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla büyüme hızı ile kâr payı ödemeleri arasında negatif, nakit varlıklar arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Kâr payı ödemeleri, işletmelerin sermaye piyasalarından fon bulma maliyetlerini de etkilemektedir. Yüksek kâr payı ödeyen işletmeler, düşük maliyetlerle kolaylıkla sermaye piyasalarından fon bulabilirlerken, düşük kâr payı ödeyen işletmeler daha yüksek maliyetlerle fon bulabilmektedirler (Minton-Schrand, 1999, 444 ve Özkan ve Özkan, 2004, 2108). Dolayısıyla, işletmelerin yüksek kâr payı ödemeleri durumunda bulundurmaları gereken nakit düzeyleri azalırken, düşük kâr payı ödemeleri durumunda artmaktadır.

Kâr payı ödemeleri ile nakit varlıklar arasında öngörülen negatif ilişkiye rağmen, bu iki varlık arasında denge teorisinin dikkate almadığı pozitif ilişkinin varlığı da kabul edilmektedir. Kâr payı ödeyen işletmeler, bu ödemelerini karşılamak için diğer işletmelere kıyasla daha fazla nakit varlık bulundurabilmekte bu yolla, finansal sıkıntıda bile eldeki nakit varlıkları kullanarak kâr payı ödemelerini gerçekleştirebilmektedirler. Dolayısıyla, tutulan nakit varlıklarla kâr payı ödemeleri arasında denge teorisinin dikkate almadığı pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı da beklenmektedir (Kytönen, 2005, 11).

III.2.1.3. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları

Kârlı yatırım fırsatlarına sahip işletmeler bu fırsatları gerçekleştirmek için hisse senedi ihracı ve/veya borçlanma yollarına gitmektedirler. Kârlı yatırım fırsatlarının finansmanında kullanılan hisse senedi ihracının ve borçlanmanın doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki tür maliyeti bulunmaktadır. Yasal ücretler ve sigorta masrafları doğrudan maliyetleri oluştururken, asimetric bilgi ve temsil problemlerinden kaynaklanan maliyetler dolaylı maliyetler olarak ifade edilmektedir (Mikkelson ve Partch, 2002, 4).

Yöneticiler, işletmeleri hakkında dış yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduklarından, kârlı yatırım fırsatlarının finansmanı için hisse senedi ihracını hisse senetleri yüksek değeri olduğu zaman gerçekleştireceklerdir. Fakat yatırımcılar, yöneticilerin hisse senetlerini ancak yüksek değerlendikleri zaman ihraç edeceklerini bildiklerinden, bu ihraç haberi onlar tarafından kötü haber olarak karşılanmakta ve hisse senetlerine olan talep azalmaktadır. Yöneticiler bu durumda ya kârlı yatırım fırsatlarından vazgeçecekler veya borçlanma yoluna gideceklerdir (Myers, 2003, 145).

Yüksek büyüme hızına sahip işletmelerde borç verenler ve hissedarlar arasındaki temsil problemleri daha fazladır. Bu tür işletmelerin nakit varlıklara yatırım yapmaları, daha az borçlanmalarına ve hissedarlar ile borç verenler arasındaki temsil problemlerinin azalmasına yardımcı olacaktır (D'Mello ve diğ., 2005, 9).

Denge teorisi, yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin finansal sıkıntıdan kaçınmak ve temsil maliyetlerini azaltmak için daha fazla nakit varlık tutacaklarını

belirtmektedir (Ferreira ve Vilela, 2004, 299). Bu durum nakit varlıklar ile yatırım fırsatları arasında pozitif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir.

III.2.1.4. Nakit Varlık Düzeyi ve Likit Varlıklar

İşletmeler nakit varlıkların neden olduğu fırsat maliyetini azaltmak ve nakit varlık tutmanın sağladığı faydalardan yararlanmak amacıyla nakit benzeri varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Nakit varlık tutmanın neden olduğu fırsat maliyeti, bu varlıkların faiz kazancı getiren menkul kıymetlere yatırımlarıyla azalmaktadır. Böylelikle işletme, daha az nakit varlıkla faiz kazancı elde ederek faaliyetlerini sürdürebilmektedir. Diğer yandan, menkul kıymetlere yatırımda işlem maliyetleri belirleyici rol oynamaktadır. İşlem maliyetlerinin yüksek olması, nakit benzeri varlıklara yatırımı azaltmakta, bu varlıklara yatırım yapılırsa bile uzun bir süre menkul kıymet olarak elde tutulmasına neden olmaktadır.

İşletmenin elinde bulunan ve nakde dönüştürülebilen menkul kıymetlerin yanında, alacaklar, stoklar, bankadan sağlanan borçlar ve likiditesi yüksek maddi duran varlıklar da kısa zamanda nakde çevrilebilmektedir. İleride ortaya çıkabilecek bir finansal sıkıntı beklentisinde yönetici alacak tahsil servisinin daha etkin çalışmasını sağlayarak vadeli alacaklarını tahsil yoluna gidebilmekte, pazarlama servisinin daha etkin çalışmasını sağlayarak stokları nakde dönüştürebilmektedir. İşletmede likiditesi yüksek varlıkların olması bulundurulması gereken nakit varlık düzeyini azaltmaktadır. Çünkü İşletme herhangi bir finansal sıkıntı durumunda bu varlıkları kolaylıkla elden çıkarabilecek ve nakit yetersizliğini ortadan kaldıracaktır (Shleifer ve Vishny, 1992, 1346).

İşletmenin borç anlaşmalarını yeniden düzenleme imkanına sahip olmasının sağladığı esneklikten dolayı banka borcu ve kullanıma hazır kredi limiti nakit varlıklar yerine kullanılabilirler. Dolayısıyla, yüksek kredi limitine sahip işletmelerden daha az nakit varlıkla faaliyette bulunmaları beklenmektedir (Faulkender, 2004, 14 ve Özkan ve Özkan, 2004, 2109).

Nakit benzeri varlıklar ve likiditesi yüksek diğer varlıklar yükümlülükleri yerine getirmede etkin bir rol oynamaktadır. Menkul kıymetler, likiditesi yüksek alacaklar, stoklar, duran varlıklar ve kullanılabilir kredi limitine sahip olan işletmelerin daha az nakit varlıkla faaliyette bulunmaları beklenmektedir. Dolayısıyla nakit bulundurma düzeyi ile nakit benzeri varlıklar arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığından söz edilebilir.

III.2.1.5. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma

Yöneticiler kullanacakları borç miktarını işletmenin kuruluşu aşamasında ve yeni yatırımları finanse ederken belirlerler. Borcun maliyetinin belirli ve sınırlı olması, borç verenlerin kâra iştirak etmemeleri, borcun faiz maliyetinin vergiden düşürülebilme imkanı, borçla finansmanın yönetimin paylaşılmasını gerektirmemesi borçlanmanın avantajları olarak ifade edilmektedir (Bolak, 2000, 227). Ancak, borçlanma düzeyinin yüksek olması riski artırarak finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine neden olabilmektedir.

Nakit varlık bulundurma düzeyi ile borçlanma düzeyi ve finansal sıkıntı maliyetleri birbirlerini etkileyen faktörlerdir. Borçlanma düzeyi yüksek olan işletmelerin finansal sıkıntı ve iflasla karşılaşma olasılıklarının yüksek olması, bu

işletmelerin daha fazla nakit varlık tutmalarına neden olmaktadır. Çünkü, nakit varlıklar yoluyla finansal sıkıntı ve iflas olasılığı azaltılmaktadır. Diğer yandan borçlanma düzeyi yüksek işletmelerin piyasadan borçlanabilme olanağına sahip işletmeler olduğu kabul edilerek, daha az nakit varlıkla faaliyette bulunmaları beklenmektedir. Denge teorisinde borçlanma düzeyi ile nakit varlıklar arasında net bir ilişki kurulamamakta, gerek pozitif, gerekse de negatif yönlü ilişkinin varlığından söz edilmektedir.

III.2.1.6. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü

İşletme ölçeği, fon ihtiyacı duyulması halinde katlanılan maliyetleri önemli ölçüde etkilemektedir. Büyük ölçekli işletmelerin sermaye piyasalarını sürekli kullanmalarından ve büyük tutarlarda alım-satım yapmalarından dolayı ölçek ekonomilerini daha iyi kullandıkları ve işlem maliyetlerini minimum kılabilindikleri görülmektedir. Diğer yandan küçük ölçekli işletmelerde, tahvil ve hisse senedi ihraç masrafları büyük ölçekli işletmelere oranla daha fazla olmaktadır. Dolayısıyla küçük ölçekli işletmelerin nakit varlık tutma yoluyla elde ettikleri fayda büyük ölçekli işletmelerin elde ettikleri faydadan daha fazladır (D’Mello ve diğ., 2005, 6).

İşletmenin büyüklüğü ve nakit varlık düzeyi arasındaki ilişki incelenirken asimetrik bilginin neden olduğu maliyetler de dikkate alınmalıdır. İşletme ölçeğine göre asimetrik bilgi düzeyi farklılık göstermektedir. Halka açık büyük ölçekli işletmelerin özellikle internet aracılığıyla finansal bilgilerini kamuya duyurmaları asimetriyi azaltmaktadır. Diğer yandan halka açık olmayan küçük ölçekli işletmeler, görece olarak daha az bilgiyi kamuya açıkladıklarından asimetrik bilgi daha fazla

olmaktadır. Bu durum, daha yüksek miktarda borçlanma maliyetine maruz kalınmasına neden olmaktadır.

Halka açık işletmelerde ihtiyaç duyulduğunda kolaylıkla nakit bulunabildiğinden, nakit varlık yetersizliğinin maliyeti azalmakta ve fazla nakit borç ödemelerinde kullanılmaktadır. Daha küçük işletmelerde ise, dış fon sağlanmasındaki zorluklar nedeniyle, nakit varlık tutmanın faydası bu nakdi borç ödemelerinde kullanmanın faydasından daha fazla olmaktadır. Yüksek borçlanma düzeyine sahip halka açık işletmeler daha az nakit tutarken, daha küçük işletmeler borçlanma olanaklarının azalmasıyla birlikte daha fazla nakit tutmaktadırlar (Faulkender, 2004, 25-26).

İşletme büyüklüğünün artışı asimetrik bilgi düzeyini ve finansal sıkıntı maliyetlerini azaltmakta, bu nedenle de tutulması gereken nakit varlık miktarının azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla işletme büyüklüğü ile nakit varlık tutma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı beklenmektedir.

III.2.1.7. Nakit Varlık Düzeyi ve Nakit Akımları

Nakit akımlarını faaliyetlerle, yatırımlarla ve finansmanla ilgili olmak üzere üç bölümde değerlendirmek mümkündür. Faaliyetlerle ilgili nakit akımları, işletmenin esas faaliyeti sonucunda ve önceki dönemlerde elde ettiği kazançlardan oluşan nakit girişleri ile satışların maliyeti, genel üretim giderleri ve yönetim giderleri, vergi ve yasal yükümlülükler gibi nakit çıkışlarını içermektedir. Yatırımlarla ilgili nakit akımları, duran varlık alış ve satışı sonucu meydana gelen nakit akımlarıdır. Finansman faaliyetlerine ilişkin nakit akımları ise, kısa ve uzun

vadeli yabancı kaynaklardaki artışlardan, sermaye artışından ve hisse senedi ihraç primlerinden sağlanan nakit girişleri ile kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklardaki azalışlardan, sermayenin azaltılmasından ve ödenen temettülerden kaynaklanan nakit çıkışlarını kapsamaktadır.

Faaliyetlerden, yatırımlardan ve finansal faaliyetlerden sağlanan nakit akımları işletmeyle ilgili piyasaya bilgi vermektedir. Faaliyetlerden sağlanan nakit akımları, işletmenin esas faaliyeti sonucu elde edebileceği ve ortaklara dağıtabileceği nakdi göstermektedir. Yatırımlardan sağlanan nakit akımları, işletmede bulunan nakdin verimli bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını ve bu durumun büyüme üzerindeki etkilerini göstermektedir. Finansal faaliyetlerden sağlanan nakit akımları ise, piyasada bulunanlara işletmenin finansal yapısı ve risk derecesi hakkında bilgi sunmaktadır (Yılgör, 1998, 72).

Yüksek ve düzenli nakit akımlarına ve sınırlı büyüme fırsatlarına sahip işletmeler, borcun vergi avantajından faydalanmak ve yönetimin fazla nakit biriktirme güdüsünü azaltmak için sermaye yapılarında borçla finansmanı arttırmakta ve nakit bulundurma düzeyini azaltmaktadırlar. (Smith ve diğ., 2003, 207).

Düşük nakit akımları, bütçede düzensizliğe yol açarak yöneticilerin dikkatini verimli çalışmalardan uzaklaştırmakta ve işletme açısından maliyete neden olmaktadır. Nakit akımlarındaki değişkenliğin yüksek olması, nakit akımı yetersizliğine işaret edeceğinden işletmeler, yatırımın zamanını değiştirmek yerine yatırımdan vazgeçmeyi tercih etmekte, dış finansman yoluyla nakit akımı ihtiyacını azaltabilmektedirler. Nakit akımları değişken olan işletmelerin, likidite yetersizliğinin neden olduğu maliyetleri azaltmak için daha fazla nakit varlık

tutmaları beklenmektedir (Minton-Schrand, 1999, 424). Dolayısıyla denge teorisi nakit varlıklar ile nakit akımları arasında negatif yönlü bir ilişki beklemektedir.

III.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)

Finansal Hiyerarşi teorisi, yeni yatırımların finansmanında hiyerarşik bir yapının takip edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Hiyerarşinin tepesinde iç kaynaklar en altında ise hisse senedi ihracı yer almaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, kârlı yatırım fırsatlarının finansmanında işletmelerin izleyecekleri sıralama aşağıdaki gibidir (Myers, 1984, 581);

1. İç kaynakları ilk sırada tercih edilmektedir,
2. Kâr payı ödemeleri sabit olsa dahi işletmeler, yatırım fırsatları ortaya çıktığında kâr payı ödemelerini yatırım fırsatlarına göre düzenleyeceklerdir,
3. Sabit kâr payı ödemeleri ile birlikte kârlılıkta ve yatırım fırsatlarında öngörülemeyen dalgalanmalar sonucunda nakit akışı yatırım harcamalarından daha az veya daha çok olabilmektedir. Nakit akımının yatırım harcamalarından az olması işletmenin nakit düzeyini ve nakit benzeri menkul kıymetlerini azaltması anlamına gelirken fazla olması, borçlarını ödemesi nakde veya nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım yapması anlamına gelecektir. Eğer bunlar yapıldıktan sonra hala fazla nakit akımı mevcutsa işletme kâr payı ödeme oranını kademeli olarak arttırma yoluna gidecektir.
4. Dış finansmanın gerekli olduğu durumlarda, öncelikle en güvenilir menkul kıymet olan tahvil ile borç ihracı yoluna gidilecektir. Daha sonra hisse senedi

ile değiştirilebilir tahviller gibi melez menkul kıymetler ve son olarak da hisse senedi ihracına gidilecektir.

Finansal hiyerarşi teorisi yeni yatırımları gerçekleştirirken, bu yatırımların maliyetini, i kaynaklarla finansmanın işletmenin piyasa değerine yapacağı katkıyla karşılaştırarak karar vermektedir. Bu doğrultuda kâr payı ödeyen işletme, kâr paylarını azaltarak yeni yatırımları gerçekleştirme veya kâr paylarını azaltmayarak yeni yatırımları gerçekleştirmeme kararını verecektir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre işletmelerde finansal boşluk (financial slack) bulundurulması önemlidir. İşletmede nakit, nakit benzeri menkul kıymetler, kolaylıkla nakde çevrilebilir varlıklar ve garanti altına alınmış borçlanma kapasitesinin varlığı finansal boşluğun yüksek olduğu anlamına gelmektedir. (Myers, 2003, 146). Finansal boşluğa sahip olan işletmelerde yöneticiler, yeni yatırımların finansmanını ellerindeki kaynakları kullanarak maliyetsiz bir şekilde gerçekleştirebilmektedirler. Diğer yandan, yöneticilerin biriktirecekleri nakit ve nakit benzeri menkul kıymetlerin bir sınırı bulunmaktadır. Çok fazla nakit varlıklara sahip olmak yöneticileri optimal kararlar almaktan uzaklaştırabilmektedir (Ross ve diğ., 2002, 440).

Finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmelerin hedef borçlanma oranlarının olmadığı gibi hedef nakit seviyeleri de yoktur. Teori, nakdin eldeki kazançlar ve yatırım ihtiyaçları arasında bir tampon olarak kullanıldığını ifade etmektedir. Mevcut nakit akımlarının yeni yatırımların finansmanı için yeterli olması halinde, işletmeler yükümlülüklerini yerine getirebilecekler ve bir miktar nakit biriktirebileceklerdir. Nakit akımlarının mevcut yatırımların finansmanı için yeterli olmaması halinde, işletmeler öncelikle biriktirdikleri nakit varlıkları kullanacaklar ve

eğer gerekliyse dış finansman sağlama yoluna gideceklerdir (Ferreira ve Vilela, 2004, 300).

Sermaye yapısı ve nakit yönetimi kararlarının verilmesine yardımcı olan finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi bazı konularda birbirlerinden ayrılmaktadır. Bunlar, aşağıda maddeler halinde belirtilmiştir.

1. Denge teorisinde işletmenin zamanla ulaşacağı hedef bir borçlanma ve nakit bulundurma seviyesi veya oranı bulunmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisi ise işletmenin iyi bir şekilde tanımlanmış hedef borç oranının ve nakit bulundurma düzeyinin olmadığını belirtmektedir (Myers, 1984, 576).

2. Denge teorisi kârlı işletmelerin yüksek oranda borçlanmayla vergi tasarrufu elde edebileceklerini öngörürken, yüksek kârlılığa sahip işletmelerin neden daha az borçlandıklarını açıklayamamaktadır. Ancak bu konu finansal hiyerarşi teorisi tarafından açıklanabilmektedir (Brealey ve diğ.'den çev: Bozkurt ve diğ., 2001, 427).

3. Denge teorisi nispeten durağan bir sermaye yapısını kabul ederken, finansal hiyerarşi teorisi dinamik bir sermaye yapısını kabul etmektedir (Liesz, 2001, 5).

4. Finansal hiyerarşi teorisi sermayenin sağlanması maliyetlerine ek olarak, asimetrik bilgi maliyetleri ve işaret etkisini de dikkate almaktadır (Van Horne, 1995, 308). Denge teorisinin bu maliyetleri dikkate alıp almadığı açık değildir.

Finansal hiyerarşi teorisinden hareketle bulundurulması gereken nakit varlıkların, yatırım fırsatları, borçlanma düzeyi, işletme büyüklüğü ve nakit

akımlarıyla ilişkileri incelendiğinde, denge teorisi ile kimi zaman benzer kimi zaman farklılaşan sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

III.2.2.1. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları

İşletmeler, yatırım fırsatlarının finansmanında, asimetrik bilgiden kaynaklanan maliyetleri dikkate alarak finansal hiyerarşiyi takip etmelidirler. Etkin sermaye piyasalarının varlığında, menkul kıymetler daima doğru fiyattan satıldığından işletmenin yatırım fırsatlarını finanse etmek için hisse senedi ihracı yoluna gitmesi ek bir maliyete neden olmamaktadır. Ancak, uygulamada asimetrik bilgiden dolayı hisse senedi ihracı yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmamakta ve beraberinde ek maliyetler getirmektedir. Yatırım fırsatlarının finansmanında hisse senedi ihracının tek seçenek olması durumunda, yöneticiler hissedarların çıkarlarını dikkate alarak bu yatırımları gerçekleştirmekten vazgeçebilmektedirler. Ancak, yöneticiler nakit varlıklara yaptıkları yatırım düzeyini artırırlarsa yatırım fırsatlarını gerçekleştirebilme olanağına kavuşmaktadırlar (Myers ve Majluf, 1990, 420).

Büyüme ve yatırım fırsatlarına sahip olan işletmeler asimetrik bilgiden kaynaklanan yüksek borçlanma maliyeti nedeniyle nakit düzeyini arttırmaya yönelmektedirler. Nakit yetersizliği, işletmenin dış finansman sağlamadıkça kârlı yatırım fırsatlarından vazgeçeceği anlamını taşıyabilir. Yatırımın borçla finanse edilmesi yüksek maliyetten dolayı işletmenin bu yatırımdan kazanç sağlamasını engelleyebilir. Bu nedenlerle, kârlı yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerde nakit varlık ihtiyacı da artmaktadır. Böylelikle yatırım fırsatlarıyla nakit varlıklar arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir (Ferreira-Vilela, 2004, 300).

Yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda finansal hiyerarşi teorisine göre yatırım fırsatları ile nakit varlık bulundurma düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır.

III.2.2.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma

Finansal hiyerarşi teorisi çerçevesinde borçlanma düzeyi ve nakit varlık düzeyi arasında da bir ilişki kurulabilir. Finansal hiyerarşi teorisi, yatırım fırsatlarının finansmanında öncelikli olarak nakit varlıkların kullanılmasını, nakit varlıkların yetersiz kalması durumunda da borçlanma yoluna gidilmesini önermektedir. Dolayısıyla yatırım fırsatlarının finansmanında nakit varlıkların yetersiz kalması borçlanma düzeyinin artmasına neden olacaktır.

Yüksek borçlanma düzeyi, finansal sıkıntı ve iflas olasılığını arttırmasına karşın yüksek düzeyde nakit bulundurmanın ikamesi olarak da kabul edilebilir. Nakit bulundurmanın maliyetinin yüksek olduğu durumlarda, işletmeler nakit bulundurma düzeyini azaltıp, sermaye yapıları içinde borç kullanma düzeyini arttırabilirler (Özkan ve Özkan, 2004, 2108).

Yapılan açıklamalar doğrultusunda finansal hiyerarşi teorisine göre nakit tutma düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki öngörülmektedir.

III.2.2.3. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü

Finansal hiyerarşi teorisi, ortaya çıkabilecek yatırım fırsatlarını kolaylıkla finanse etmede finansal boşluğun önemli olduğunu belirtmekte ve işletmelerin finansal boşluk yaratmak amacıyla nakit tutma düzeylerini arttırmalarını

önermektedir. Büyük ölçekli işletmelerin küçük ölçekli işletmelere oranla daha fazla kazanca sahip olmaları nakit tutma düzeylerinin de daha yüksek olması anlamına gelmektedir.

İşletmeler yatırım fırsatlarını finanse etmenin yanında ele geçirme operasyonlarına maruz kalmamak için de nakit tutama düzeylerini arttırmaktadırlar. Ele geçirme operasyonlarından kaçınmak amacıyla bulundurulacak nakit düzeyi de işletme büyüklüğüne göre farklılık göstermektedir. Büyük ölçekli işletmelerin ele geçirenler tarafından yönetilmesinin daha fazla kaynak gerektireceğini, firma büyüklüğünün ele geçirme işlemlerini güçleştireceğini düşünen yöneticiler daha fazla nakit bulundurmayı tercih edebileceklerdir (Opler ve diğ., 1999, 12).

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda finansal hiyerarşi teorisi, bulundurulacak nakit düzeyi ile işletme büyüklüğü arasında, pozitif yönlü bir ilişki öngörmektedir.

III.2.2.4. Nakit Varlık Düzeyi ve Nakit Akımları

Finansal hiyerarşi teorisi yatırımların finansmanında nakit varlıklardan başlayıp hisse senedi ihracına kadar uzanan hiyerarşik bir yapının takip edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Belirtilen bu hiyerarşik yapının uygulanabilmesi için nakit tutma düzeyinin artırılması gerekmektedir. Nakit tutma düzeyinin artması ise nakit akımlarına bağlıdır. Finansal hiyerarşi teorisi, nakit akımları yüksek olan işletmelerin bu nakdi yatırımların finansmanı için elde tutacaklarını belirtmektedir. Dolayısıyla finansal hiyerarşi teorisi, nakit tutma düzeyi ile nakit akımları arasında pozitif yönlü bir ilişki öngörmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisi, yüksek nakit akımlarına sahip işletmelerin nakit tutma düzeylerini yükseltmeleri gerektiğini belirtse de yüksek nakit akımlarının elde tutulması yöneticilerin hissedarların zararın savurgan harcamalar yapma olasılıklarını artıracaktır. Bu da yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının artmasına neden olacaktır (Kytönen, 2004, 10).

III.2.3. Serbest Nakit Akımları Teorisi

Serbest nakit akımları, pozitif net bugünkü değere sahip projelerin finansmanında kullanılacak fonların fazla olan kısmı şeklinde tanımlanmaktadır (Jensen, 1986, 323). Serbest nakit akımları teorisi, fazla olan bu fonların yönetici davranışları, hissedar serveti, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmaları üzerindeki etkileri ve bu temsil çatışmalarının nasıl azaltılabileceği konularını incelemektedir (Ross ve diğ., 2002, 437).

Serbest nakit akımı, faaliyetler sonucunda elde edilecek faaliyet kazançları ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderler toplamından sermaye harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacı toplamının çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır (Yılıgör, 1998, 75). Serbest nakit akımlarının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned} \text{Serbest Nakit Akımı} &= \text{Faizden ve Vergiden Önceki Kâr (1-Vergi Oranı)} \\ &+ \text{Amortisman} - \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \Delta \text{Çalışma Sermayesi} \end{aligned} \quad (9)$$

Serbest nakit akımları teorisine göre, serbest nakit akımları yüksek seviyede olan işletmelerde bulunan yöneticiler, kendi çıkarları doğrultusunda harcamalar yapma eğilimine sahiptirler (Ross ve diğ., 2002, 437). Bu eğilim yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının artmasına neden olacaktır. Yöneticiler, temsil çatışmalarını azaltmak amacıyla serbest nakit akımlarını, kâr payı ve borçların ödenmesinde ve hisse senetlerinin geri satın alınmasında kullanmaktadırlar.

Yöneticiler, yüksek serbest nakit akımlarının neden olduğu temsil çatışmalarını azaltmak amacıyla fazla nakdi ortaklara kâr payı şeklinde ödeme yolunu kullanmaktadırlar. Serbest nakit akımlarının kâr payı şeklinde dağıtılmayarak hissedarların talep ettikleri getiri oranının üzerinde bir getiriye sahip projelerin finansmanında kullanılması firma değerini artırırken, kârlı yatırım projelerinin olmadığı bir ortamda serbest nakit akımlarının nakit varlık olarak elde tutulması firma değerinin düşmesine yol açacaktır.

Serbest nakit akımlarının temsil maliyetlerini azaltmada borçlanma kâr payı ödenmesine kıyasla daha etkili bir araç olarak görülmektedir. Borçlanmada, borcun anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılma zorunluluğu vardır. Borçlu işletme, anapara ve faiz ödemelerini vade tarihinde gerçekleştirmezse finansal sıkıntı ve iflas süreciyle karşı karşıya kalacaktır. Ayrıca, borçlanma sonucunda işletmenin sermaye piyasası tarafından izlenmesi, yöneticilerin daha etkin kararlar almalarını sağlamaktadır. İşletmenin optimal seviyeye kadar borçlanması firma değerinin de artmasını sağlayacaktır (Jensen, 1986, 324).

Serbest nakit akımlarının temsil maliyetlerini azaltmada kâr payı ödemeleri ve borçlanmanın yanı sıra işletmenin pay senetlerinin geri satın alınması

yolu da kullanılmaktadır. Hisse senetlerini geri satın alma duyurusu, işletmedeki atıl nakit miktarını azaltmaktadır. Ayrıca bu yolla yöneticiler, fazla nakdi kendi çıkarları doğrultusunda kullanmak gibi bir güdüye sahip olmadıklarını da göstermekte ve firma değerini arttırmaktadırlar (Grullon ve Ikenberry, 2003, 175). Ancak yöneticiler satın alma işlemini yaparken gelecekte ortaya çıkabilecek kârlı yatırım fırsatlarını da dikkate almak durumundadırlar. Gelecekteki yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi firma değeri üzerinde olumsuz rol oynayacaktır.

Serbest nakit akımları teorisi çerçevesinde nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları, borçlanma düzeyi ve büyüklük arasında kurulan ilişkiler kimi zaman denge ve finansal hiyerarşi teorisi ile benzeşirken kimi zaman da farklılaşmaktadır.

III.2.3.1. Nakit Varlık Düzeyi ve Yatırım Fırsatları

Serbest nakit akımları teorisine göre, yöneticiler kendi çıkarlarını gerçekleştirmek, esnek davranabilmek, borç verenlerin baskısından kurtulabilmek gibi amaçlarla fazla nakit tutma eğilimine sahiptirler. Serbest nakit akımlarından elde edilen nakdin büyüme sağlayan ancak negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılması firma değerini düşürecektir. Diğer yandan, bu nakdin kârlı yatırım fırsatlarının finansmanında kullanılması firma değerini yükseltecektir (Ferreira ve Vilela, 2004, 301 ve Opler ve diğ., 1999, 12).

Yapılan açıklamalar doğrultusunda serbest nakit akımları teorisi, yöneticilerin serbest nakit akımlarından elde edilen nakdi firma değerini artıran veya azaltan yatırımlara tahsis etme eğilimine bağlı olarak nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir.

III.2.3.2. Nakit Varlık Düzeyi ve Borçlanma

Serbest nakit akımları teorisine göre, yüksek serbest nakit akımlarına sahip işletmelerdeki yöneticiler sermaye piyasası tarafından izlenmemek için borçlanma yoluna gitmemektedirler. Yöneticilerin sermaye piyasasına başvurması bazı yükümlülüklerin de yerine getirilmesini gerektirmektedir. Yöneticiler nakit varlıkları istedikleri zaman ve istedikleri yerlere harcama imkanına sahiplerken borcu istedikleri zaman kolaylıkla tedarik edememekte ve istedikleri yerlere de harcayamamaktadırlar. Borcun hangi alanlarda kullanılacağı, yatırımın ne kadar sürede biteceği, yatırımın net bugünkü değeri konusunda yöneticiler borç verenlere bilgi vermek zorundadırlar (Opler ve diğ., 1999, 12). Bu nedenle, yöneticiler borçlanma yerine nakit tutma düzeyini artırma yoluna gitmektedirler.

Yukarıda belirtilen açıklamalar doğrultusunda serbest nakit akımları teorisi nakit tutma düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir.

III.2.3.3. Nakit Varlık Düzeyi ve İşletme Büyüklüğü

Serbest nakit akımları teorisine göre, büyük ölçekli işletmelerde hissedar sayısının fazla olması yöneticilerin daha rahat karar alabilme imkanlarını arttırmaktadır. Yöneticiler nakit tutma düzeyini yükselterek kontrolleri altındaki sermayeyi arttırmaktadırlar. Hissedar sayısının fazla olduğu işletmelerdeki yöneticiler bu nakdi sermaye piyasasına başvurmadan ve ortaklara danışmadan diledikleri alanda kullanabilme imkanına sahiptirler (Ferreira ve Vilela, 2004, 301).

Yapılan açıklamalar doğrultusunda serbest nakit akımları teorisi nakit tutma düzeyi ile büyüklük arasında pozitif yönlü bir ilişki beklemektedir.

III.2.4. Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları Teorilerinin Nakit Yönetimine İlişkin Görüşlerinin Karşılaştırılması

Sermaye yapısıyla ilgili kararlarda kullanılan denge ve finansal hiyerarşi teorileri nakit yönetimiyle ilgili önemli öngörülerde bulunmaktadır. Ayrıca serbest nakit akımları teorisi de yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarına dikkat çekerek, yöneticilerin nakit tutma düzeyi konusundaki tutumlarına açıklık getirmektedir.

Denge teorisi, nakit tutmanın fayda ve maliyetleri ile nakit yetersizliğinin maliyetlerinin dengelendiği noktanın işletme açısından optimum nakit düzeyi olacağını ifade etmektedir. Nakit tutmanın faydaları finansal sıkıntı olasılığının azalması, fon yetersizliğinde yatırımların devamına imkan sağlaması ve borçlanmanın artan maliyetine karşı işletmeyi korumasıdır. Nakit tutmanın maliyeti, yöneticilerin savurgan harcamalar yapma olasılıklarının ve buna bağlı olarak yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının artmasıdır. Nakit yetersizliğinin maliyeti ise borçlanma ve işlem maliyetlerinin, finansal sıkıntı olasılığının artması olarak belirtilebilir. Denge teorisine göre işletmeler nakit tutmanın fayda ve maliyetleri ile nakit yetersizliğinin maliyetlerinin dengelendiği optimum noktada nakit tutarak firma değerini arttırmalıdır.

Finansal hiyerarşi teorisi, optimal bir nakit miktarının olmadığını belirtmekte, yatırımların finansmanında hiyerarşik bir yapının takip edilmesini önermektedir. Firma öncelikle nakit varlıklarını kullanır, nakit varlıkların yetersiz olması durumunda borçlanma yoluna gider, borç kullanma kapasitesinin daha fazla borç kullanmaya izin vermediği durumlarda ise hisse senedi ihracına başvurur. Yatırımların finansmanında nakit varlıkların ilk sırada yer alması finansal boşluğun işletmeler açısından önemli olduğunu göstermektedir. Ancak nakit varlıklara gereğinden fazla yatırım yapılması yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil çatışmalarına neden olmaktadır. Kârlı yatırım fırsatlarının varlığında nakit varlıklara yapılacak yatırım firma değerini artırırken, kârlı yatırım fırsatlarının olmadığı dönemlerde nakit varlıklara yapılacak yatırım firma değerini azaltacaktır.

Serbest nakit akımları teorisi, yüksek serbest nakit akımlarına sahip işletmelerde yöneticilerin nakdi kendi çıkarları doğrultusunda kullanma olasılıklarının artacağını belirtmektedir. Bu olasılığın artması yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil çatışmalarının da artmasına neden olmaktadır. Temsil çatışmalarının azaltılması amacıyla ortaklara kâr payı ödenmesi, borçlanma ve hisse senetlerinin geri satın alınması araçları kullanılmaktadır. Temsil çatışmaları firma değerini azaltırken temsil çatışmalarının azaltılması yönünde faaliyette bulunulması firma değerini artıracaktır.

Denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileri, nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri; yatırım fırsatları, likit varlıklar, borçlanma düzeyi, büyüklük, nakit akımları arasındaki ilişkiler konusunda çeşitli öngörülere sahiptirler. Bölüm içerisinde ayrıntılı bir şekilde açıklanan bu öngörüler aşağıdaki tabloda özet olarak verilmiştir.

Tablo III.1. Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları Teorilerinin Öngörülleri

Değişkenler	Denge Teorisi	Finansal Hiyerarşi Teorisi	Serbest Nakit Akımları Teorisi
Kâr Payı Ödemeleri	Negatif	-	-
Yatırım Fırsatları	Pozitif	Pozitif	Negatif
Likit Varlıklar	Negatif	-	-
Borçlanma Düzeyi	Belirsiz	Negatif	Negatif
Büyükklük	Negatif	Pozitif	Pozitif
Nakit Akımları (Temsil Maliyetleri)	Negatif	Pozitif	-

Kaynak: Ferreira, Miguel A.; Vilela, Antonio S. (2004); "Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, no.2, 301

Denge teorisi nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları arasında pozitif, kâr payı ödemeleri, likit varlıklar, büyükklük ve nakit akımları (temsil maliyetleri) arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir. Buna karşın denge teorisi, nakit tutma düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında hem pozitif ve hem de negatif yönlü bir ilişki olduğunu ifade etmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisi, nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları, büyükklük ve nakit akımları (temsil maliyetleri) arasında pozitif, borçlanma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir.

Serbest nakit akımları teorisi ise, nakit tutma düzeyi ile büyükklük arasında pozitif, yatırım fırsatları ve borçlanma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu belirtmektedir.

IV. BÖLÜM

NAKİT YÖNETİMİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLERİN HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNDE ANALİZ EDİLMESİ

Çalışmanın bundan önceki bölümlerinde işletmelerin varlıklarının etkin bir şekilde devamını sağlayan nakit yönetiminin önemi, amaçları, optimum nakit düzeyinin belirlenmesi, nakit tutma nedenleri, nakit tutmanın fayda ve maliyetleri klasik yaklaşım temelinde incelenmiş, optimum nakit tutarının belirlenmesinde kullanılan yöntemler açıklanmış ve modern yaklaşımlar temelinde nakit yönetimi ele alınmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde ise, İMKB'de faaliyet gösteren işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumları değerlendirilmiştir. Bu amaçla, işletmelerin hedef nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutma düzeyine göre gruplandırılan işletmelerin temel özellikleri ve nakit tutma düzeyine etki eden faktörler araştırılmıştır. Analize dahil olan işletmelerin beklenenden az veya fazla nakde sahip olup olmadıkları, fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi nasıl kullandıkları incelenmiştir. Elde edilen sonuçlarla, İMKB'de işlem gören işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumlarının modern yaklaşımlardan hangisiyle uyumlu olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

IV.1. Çalışmanın Amacı

Nakit yönetimi, işletmelerin sahip oldukları nakit varlıklarla faaliyetlerini verimli bir şekilde devam ettirebilmeleri açısından önem taşımaktadır. Etkili bir nakit yönetimi, işletmenin fazla fonlardan gelir elde etmesine, ihtiyaç duyulduğunda ek fonlar yaratmasına, bu yolla firma değerini arttırmasına yardımcı olacaktır.

Nakit yönetimi ülkemiz işletmelerinin temel sorunlarından biri olmasına rağmen işletmelerin bu konuyu nasıl ele aldıkları ve nakit yönetimi konusundaki uygulamaları yeterince incelenmemiştir. Aşağıda belirtilen amaçlarla gerçekleştirilen bir araştırma, ülkemiz işletmelerinde nakit yönetiminin nasıl algılandığının, uygulandığının ve nakit yönetimi konusunda etkinlik sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesinde önemli bilgiler verecektir:

1. İşletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olup olmadıklarının tespiti,
2. Düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmeler ile yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin temel özelliklerinin belirlenmesi,
3. İşletmelerin bulundurmaları gereken nakit miktarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesi,
4. Nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyine etki ettiği düşünülen faktörler arasındaki ilişkinin ne yönde olduğunun saptanması,
5. Nakit miktarını etkileyen faktörler dikkate alınarak nakit tutma düzeyi ile temsil maliyetleri, finansal sıkıntı ve asimetric bilgi arasındaki ilişkinin ve buna bağlı olarak yöneticilerin nakit tutma konusundaki davranışlarının denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisine uygun olduğunun belirlenmesi,

6. Analize dahil olan işletmelerin mevcut nakit varlıklarının beklenenden az veya fazla olup olmadığının tespiti,

7. Fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıklarının belirlenmesi ve bu tutumun denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygunluğunun tespiti amaçlanmaktadır.

IV.2. Çalışmanın Sınırlılıkları

Araştırma, İMKB'ye kayıtlı işletmelerden; bankalar, aracı kurumlar, faktoring ve leasing kuruluşları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çıkarılması sonucunda kalan işletmeler üzerinde yapılmıştır. Belirtilen işletmelerin analize dahil edilmemelerinin nedeni, yasal sorumluluktan dolayı nakit tutmak durumunda kalmalarıdır. Bu doğrultuda çalışma, “Nakit Yönetimi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Faaliyet Gösteren İşletmelerde Nakit Yönetimi Üzerine Bir Uygulama” başlığı altında sınırlandırılmıştır.

Çalışmada, literatür taraması sonucunda ulaşılan kaynaklardan elde edilen bilgiler ve www.imkb.gov.tr adresli internet sitesinden elde edilen veriler kullanılmıştır. İnceleme konusu işletmelere ait veriler 1994-2004 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Kesitsel regresyon analizinde 1996 ve 2005 yılları dikkate alınarak bu yıllarda işletmelerin nakit yönetimi konusundaki davranışlarının ne yönde olduğu, 1996 yılından 2005 yılına giderken işletmelerin nakit yönetimi konusundaki davranışlarının bir değişiklik gösterip göstermediği incelenmiştir. Ayrıca 1994-2005 yılları arasında işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörün nakit tutma düzeyi üzerinde etkili olup olmadığını incelemek amacıyla sektör kukla

değişkeni kullanılmıştır. Bu dönem boyunca bazı işletmeler İMKB'ye yeni kayıt olurken bazıları da İMKB'deki faaliyetlerine son vermişlerdir. Çalışmada bu durum dikkate alınmayarak mevcut olan tüm veriler analize dahil edilmiştir. Verileri eksik olan işletmelerin sadece ulaşılan verileri örnekleme katılmıştır. Analizde 3252 (271×12) adet gözlem kullanılmıştır. Ancak kayıp gözlemlerden dolayı analizlerin tümünde bu rakama ulaşılammış ve gözlem sayısı 1900 civarında gerçekleşmiştir.

Analizde İMKB'nin internet sitesinden elde edilen verilerin sadece 01/12/2003 tarihinden sonrasına ait olanların enflasyona göre düzeltilmiş olması, bu tarihten önceki verilerin tarafımızca enflasyondan arındırılmalarının gerekmesi ve bu işlem sonucunda veri setinin uyumluluğunun bozulma olasılığı göz önünde bulundurularak enflasyona göre düzeltilmiş veriler kullanılmamış, tarihi maliyetli olanları dikkate alınmış ve enflasyondan arındırma (reelleştirme) işlemi yapılmıştır.

IV.3. Çalışmanın Hipotezleri

İşletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutma düzeylerine etki eden faktörlerin neler olduğu, nakit tutma düzeyini etkilediği düşünülen bu faktörlerin nakit tutma düzeyine etkilerinin saptanması, işletmelerin nakit yönetimine ilişkin modern yaklaşımlardan denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisine daha yakın tutum sergiledikleri, analize dahil olan işletmelerin fazla nakit düzeyine sahip olup olmadıkları ve fazla nakde sahip olan işletmelerin bu fazla nakdi hangi alanlarda kullandıkları araştırmanın problemleri olarak belirlenmiştir. Bu amaçla geliştirilen hipotezler aşağıdaki gibidir;

Hipotez 1, işletmelerin hedef nakit düzeylerine sahip olup olmadıklarıyla ilgilidir. Bu amaçla geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : İşletmelerin hedef nakit düzeyleri yoktur ($H_0: \beta=0$)

H_1 : İşletmelerin hedef nakit düzeyleri vardır ($H_1: \beta<0$)

Hipotez 2, en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletme grubu ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletme grubunda nakit tutmayı etkileyen faktörlerin bu gruplar arasında farklılık gösterip göstermediğinin belirlenmesiyle ilgilidir. Bu amaca yönelik geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Nakit tutma düzeyini etkileyen faktörlerin ortalaması, düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerle yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerde eşittir ($H_0: \mu_1=\mu_2$)

H_1 : Nakit tutma düzeyini etkileyen faktörlerin ortalaması, düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerle yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerde eşit değildir ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2$)

Hipotez 3, beklenenden fazla nakde sahip olan işletmeler içerisinde yatırım fırsatları (PD/DD oranı) düşük seviyede olan işletmelerle yatırım fırsatları yüksek seviyede olan işletmelerin fazla nakdi harcama konusundaki tutumlarının karşılaştırılmasına yöneliktir. Bu amaca yönelik geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin ortalama harcamaları ile yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin ortalama harcamaları arasında fark yoktur ($H_0: \mu_1=\mu_2$)

H_1 : düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin ortalama harcamaları ile yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin ortalama harcamaları arasında fark vardır ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2$)

Hipotez 4, beklenenden fazla nakde sahip olan işletmeler içerisinde düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerle yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin harcama davranışlarının karşılaştırılmasına yöneliktir. Bu amaca yönelik geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin ortalama harcamaları ile yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin ortalama harcamaları arasında fark yoktur ($H_0: \mu_1 = \mu_2$)

H_1 : Düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin ortalama harcamaları ile yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin ortalama harcamaları arasında fark vardır ($H_1: \mu_1 \neq \mu_2$)

Yukarıda belirtile hipotezler İMKB'ye kayıtlı işletmelerden elde edilen veriler dikkate alınarak analiz edilmiştir.

IV.4. Nakit Yönetimine İlişkin Literatür Taraması

Nakit yönetimi ve bulundurulması gereken nakit varlık miktarını etkileyen faktörleri inceleyen literatürdeki çalışmalar incelenmiş ve bu çalışmalardan başlıcaları aşağıda özetlenmiştir.

Opler ve diğ. (1999) tarafından A.B.D.'deki işletmeler üzerinde yapılan çalışmada, 1971-1991 yılları arasında 87.117 adet gözlem kullanılarak işletmelerin nakit ve nakit benzeri menkul kıymetlere yatırım yapmalarında etkili olan faktörler

incelenmiş ve bu işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge ve finansal hiyerarşi teorilerinden hangisine uygun hareket ettikleri belirlenmeye çalışılmıştır. Yazarlar çalışmalarında bağımlı değişken olarak nakit/net varlıklar oranını, bağımsız değişken olarak da büyüklük, PD/DD , Ar-Ge harcamaları/satışlar, nakit akımları/net varlıklar, kâr payı ödeme, nakit akımlarındaki dalgalanma ve toplam borçlanma oranlarını kullanmışlardır. Opler ve diğ. çalışmalarının sonucunda, yatırım fırsatlarına sahip, riski yüksek, küçük ölçekli işletmelerin diğer işletmelere göre daha fazla nakit tuttuklarını buna karşın, sermaye piyasasına rahatlıkla girebilen kredi notu yüksek büyük ölçekli işletmelerin ise daha az nakit tuttuklarını tespit etmişlerdir. İşletmelerin denge teorisine göre nakit bulundurdukları ancak finansal hiyerarşi teorisinin de tamamen göz ardı edilmesinin mümkün olmadığı saptanmıştır.

Ferreira-Vilela (2004) tarafından yapılan çalışmada, 1987-2000 yılları arasında Almanya, Fransa, İtalya, İspanya, Filandiya, Belçika, Avusturya, Portekiz, İrlanda, Yunanistan, Lüksemburg ve Hollanda'da faaliyette bulunan firmalara ait 6387 adet gözlem kullanılmış ve nakit varlık tutmada denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisinin etkili olduğu araştırılmıştır. Yazarlar çalışmalarında bağımlı değişken olarak nakit/net varlıklar oranını, bağımsız değişken olarak da PD/DD, NÇS/net varlıklar, büyüklük, toplam borç/net varlıklar, nakit akımlarındaki dalgalanma, nakit akımları/net varlıklar, borçların vade yapısı ve banka borcu/toplam borç oranları ile kâr payı kukla değişkenini ve kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda nakit tutma düzeyinin yatırım fırsatlarından, nakit akımlarından pozitif yönlü etkilendiği buna karşın, likit varlıklardan, borçlanma düzeyinden, büyüklükten ve banka borcundan negatif yönlü etkilendiği bulunmuştur.

Ayrıca nakit tutma düzeyini açıklamada denge ve finansal hiyerarşi teorilerinin her ikisinin de önemli oldukları saptanmıştır.

Kytönen (2005), Finlandiya’da faaliyette bulunan 67 adet firma üzerinde yaptığı çalışmada finansal tablolarını internette yayınlayanlar ile yayınlamayanların nakit tutma konusundaki davranışlarını incelemiştir. Kytönen çalışmasında likit varlıklar/toplam varlıklar oranını bağımlı değişken, büyüklük, PD/DD, varlıkların getirisi, nakit akımları/satışlar, net ticari dönüşüm ((stoklar+alacaklar-borçlar)x365/satışlar), borçlanma, kâr payı ödemeleri, finansal sıkıntı olasılığı (Altman’ın Z Skoru formülü yardımıyla hesaplanmıştır) oranlarını da bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda nakit tutma düzeyi ile büyüklük, yatırım fırsatları, nakit akımları, borçlanma düzeyi ve kâr payı ödemeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmış. Buna karşın, nakit tutma düzeyi ile fırsat maliyetleri, çalışma sermayesi yönetiminin etkinliği ve finansal sıkıntı olasılığı arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Sonuçlara göre internette finansal bilgilerini yayınlayan işletmelerle yayınlamayan işletmelerin nakit varlık tutma düzeylerinin farklı olduğu tespit edilmiştir.

Özkan-Özkan (2004) tarafından yapılan çalışmada nakit tutmada etkili olan faktörler 1984-1999 yılları arasında İngiltere’de faaliyette bulunan 839 adet firma üzerinde incelenmiş ve özellikle işletmelerin sahiplik yapısının nakit tutma düzeyi üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yazarlar hazır değer+mankul kıymet/toplam varlıklar oranını bağımlı değişken, nakit akımları/net toplam varlıklar, toplam borç/toplam varlıklar, toplam banka borcu/toplam borç, PD/DD, büyüklük, nakit akımlarının değişkenliği, kâr payı ödemeleri, yöneticilerin sahip oldukları hisse senetlerinin toplam hisse senetlerine oranları ile icra yetkisi olan yöneticilerin sayısı,

icra yetkisi olmayan yöneticilerin sayısı, icra yetkisi olmayan yöneticilerin sayısının toplam yönetici sayısına oranını bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda nakit tutma düzeyi ile nakit akımları ve büyüme fırsatları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, yönetsel sahipliğin nakit tutma düzeyinin belirlenmesinde önemli rol oynadığı belirlenmiştir. Buna karşın hisse senetlerinin büyük çoğunluğuna sahip olmanın nakit tutma düzeyi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı saptanmıştır.

Kim ve diğ. (1998) tarafından A.B.D.'de yapılan çalışmada, 1975-1994 yılları arasında 915 adet endüstriyel firma üzerinde, dış finansman maliyetinin yüksek olduğu dönemlerde işletmelerin likit varlıklara yatırım kararları analiz edilmiştir. Yazarlar çalışmalarında hazır değer+menkul kıymet/toplam varlık oranını bağımlı değişken, büyüklük, PD/DD, varlıkların getirisi-hazine bonosunun getirisi/toplam varlıklar, toplam borç/toplam varlık oranları ve nakit akımlarının tutarı, faaliyetlerden elde edilen nakit akımlarındaki değişkenlik, serbest nakit akımlarındaki değişkenlik, serbest nakit akımlarının tutarı, nakit değişim hızı (ortalama stok süresi+ortalama tahsilat süresi-ortalama borç ödeme süresi), Altman'ın Z skoru değişkenleri de bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda nakit tutma düzeyi ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın, dış fonların maliyeti, gelecekteki nakit akımlarının oynaklığı ve yatırım fırsatlarının gelecekteki getirileri arasında ise pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Bu sonuçlar denge ve finansal hiyerarşi teorileriyle uyumluluğu göstermektedir.

Mikkelsen-Partch (2002), nakit varlıkların performansı etkileyip etkilemediğini 1986-1991 yılları arasında A.B.D.'de faaliyette bulunan 89 adet halka

açık firma üzerinde incelemiştir. Yazarların çalışmalarında hazır değerler+menkul kıymetler/varlık toplamı oranı bağımlı değişken, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları/varlık toplamı, varlık satışından kaynaklanan nakit akımları/varlık toplamı, finansmandan kaynaklanan nakit akımları/varlık toplamı, PD/DD, satışlardaki göreceli değişim oranı, faaliyet kazançlarının değişim katsayısı, fazla kazançlardaki değişim, birden fazla sektörde faaliyette bulunan firma sayısı/toplam firma sayısı, uzun vadeli borç/varlık toplamı oranları ile işletmede çalışanların hisse senedi sahipliği, kurumsal hisse senedi sahipliği de bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yatırımların büyüklüğü, Ar-Ge harcamaları ve varlıklardaki artışın nakit tutma düzeyi üzerinde etkili olduğu ve yüksek nakit tutma düzeyinin yatırımlarla desteklemesinin performansı olumlu etkileyeceği saptanmıştır.

Dittmar ve diğ. (2003), 45 ülkede 11.000'den fazla firma üzerinde nakit varlıklar ile uluslararası kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar çalışmalarında nakit+nakit benzeri varlıklar/net varlıklar oranını bağımlı değişken, büyüklük, PD/DD, kısa vadeli borç+uzun vadeli borç/toplam varlıkların defter değeri, NÇS/net varlıklar, nakit akımları/net varlıklar, yıllık net duran varlık+amortismanlardaki değişim/net varlıklar oranlarını da bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda hissedar haklarının düşük olduğu ülkelerdeki işletmelerin, hissedar haklarının yüksek olduğu ülkelere göre iki kat daha fazla nakit bulduklarını ve bu işletmelerin temsil maliyetlerini dikkate almadıkları saptanmıştır.

D'Mello ve diğ. (2003), 1985-1998 yılları arasında A.B.D.'de bölünüp yeniden yapılanan (Spin-Offs) 111 adet işletme üzerinde nakit tutma düzeyine etki eden unsurları incelemiştir. Yazarlar çalışmalarında nakit varlıklar oranını bağımlı

değişken olarak, hazır değer+menkul kıymet/varlıkların defter değeri, PD/DD, nakit akımları/varlıkların defter değeri, arazi+fabrika+ekipmanlar/varlıkların defter değeri, Ar-Ge harcamaları/net varlıklar, toplam borç/varlıkların defter değeri, kâr payı ödemeleri/varlıkların defter değeri, NÇS/varlıkların defter değeri oranları ile varlıkların defter değeri, varlıkların piyasa değeri ve satışlar bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda bölünüp yeniden yapılanan işletmeler ile aynı endüstrideki işletmelerin nakit tutma düzeyi, net çalışma sermayesi, nakit akımları, nakit akımlarının oynaklığı, satışlardaki artış, borçlanma düzeyi arasında anlamlı farklılıklar olduğu bulunmuş ve yatırım fırsatlarındaki artışa paralel olarak nakit tutma düzeyinin de arttığı tespit edilmiştir.

Faleye (2004), 1988-2000 yılları arasında 439 adet işletme üzerinde nakit varlıklar ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada hazır değer+menkul kıymet/toplam varlıklar oranını bağımlı değişken, PD/DD, yönetsel sahiplik/toplam sahiplik, varlıklar tutarı, hisse senetlerinin net piyasa getirisi oranlarını da bağımsız değişken olarak kabul etmiştir. Yazar, çalışmanın sonucunda yüksek nakit tutma düzeyinin ele geçirme operasyonlarına karşı bir güvence olduğunu ancak, nakit varlıklardaki artışın temsil maliyetlerini de arttırdığını bulmuştur.

Pinkowitz (1998), 1985-1994 yılları arasında nakit tutma düzeyi ve ele geçirme işlemleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazar çalışmasında hazır değer+menkul kıymetler/varlıklar oranını bağımlı değişken, fazla nakit/toplam varlıklar, nakit akımları/varlıklar, NÇS/varlıklar, büyüklük, PD/DD, hisse senedi getirisi, satışlardaki artış, geçmiş dönem kazançlar, toplam borçlanma oranlarını da bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda nakit varlıkların,

işletmelerin ele geçirme operasyonlarına maruz kalma olasılıklarını azalttığı tespit edilmiştir. Nakit varlıklardaki artışın yöneticilerin savurgan harcamalar yapma olasılığını arttırdığı ve sermaye piyasası tarafından izlenme imkanını azalttığı bulunmuştur. Bu bulgular doğrultusunda nakit varlıklardaki artışın temsil maliyetlerine neden olduğu saptanmıştır.

Pinkowitz ve Williamson (1998), A.B.D., Almanya ve İspanya'da faaliyette bulunan işletmelerde nakit tutma düzeyi üzerinde bankaların etkisini incelemişlerdir. Yazarlar çalışmalarında hazır değer/net varlıklar oranını bağımlı değişken, büyüklük, PD/DD, nakit akımları/net varlıklar, NÇS/net varlıklar, nakit kâr payı ödemeleri/net varlıklar, toplam borçlanma, sermaye harcamaları/net varlıklar, nakit akımlarının değişkenliği, Ar-Ge harcamaları/satışlar, bankaların sahip oldukları hisse senedi sayısı/toplam hisse senedi sayısı, kısa vadeli banka borcu/net varlıklar, uzun vadeli banka borcu/net varlıklar, toplam banka borcu/toplam borç, beklenenden fazla nakit oranlarını da bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda Japonya'daki işletmelerin Japonya'nın ekonomik yapısı nedeniyle A.B.D. ve Almanya'daki işletmelere göre daha fazla nakit tutma düzeyine sahip oldukları tespit edilmiştir. Japonya'da bankaların ekonomik sistemin temel düzenleyicilerinden olmaları ve bu bankaların işletmeleri nakit tutma düzeylerini arttırmaları konusunda yönlendirmeleri Japonya'daki işletmelerin yüksek nakit tutma düzeyine sahip olmalarına yol açmaktadır.

IV.5. Çalışmanın Yöntemi

Araştırmada, anakütle büyüklüğü, İMKB'ye kayıtlı işletmelerin tamamından, bankalar, aracı kurumlar, faktoring ve leasing kuruluşları ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çıkarılması sonucunda kalan işletme sayısından

oluşmaktadır. Belirlenen işletmelere ait 1994-2004 yılları arasındaki 11 yıllık dönem için analizler yapılmıştır. Kesitsel regresyon analizinde 1996 ve 2005 yılları incelenmiş bu iki yıl arasında işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumlarının değişip değişmediği, eğer değişmiş ise bu değişikliğin ne yönde olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmada nakit tutmada etkili olan faktörlerin belirlenmesinde kullanılan veriler, işletmelerin bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiştir. Bu veriler hazır değerler, menkul kıymetler, dönen varlıklar, duran varlıklar, toplam varlıklar, kısa vadeli borçlar, kısa vadeli banka kredileri, uzun vadeli borçlar, uzun vadeli banka kredileri, özsermaye, amortismanlar, net satışlar ve net kâr kalemlerinden oluşmaktadır. İşletmelerin piyasa değerlerine ve kâr dağıtımına ilişkin bilgiler ise İMKB yıllıklarından ve İMKB'nin internet sitesindeki verilerden alınmıştır. Elde edilen veriler, yıllık enflasyon oranlarına göre düzeltilerek (deflate edilerek) reel rakamlara ulaşılmıştır. Bu amaçla Türkiye İstatistik Kurumunun (TÜİK) internet adresinden (www.tuik.gov.tr) elde edilen 1994-2005 yıllarına ait Toptan Eşya Fiyat Endeksi rakamları kullanılmıştır.

Hedef nakit düzeyinin olup olmadığını belirlemek amacıyla yapılan regresyon analizinde t yılında nakit tutma düzeyindeki (nakit varlıklar/net varlıklar oranındaki) değişim bağımlı değişken, t-1 yılında nakit tutma düzeyindeki (nakit varlıklar/net varlıklar oranındaki) değişim bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Nakit tutma düzeyini belirleyen etkenlerin analizinde kesitsel regresyon analizi (cross-section) kullanılmıştır. Kesitsel regresyon analizinde 1994 krizinin etkisinin ortadan kalktığı 1996 yılı ve son inceleme tarihini oluşturan 2005 yılı seçilerek bu yıllarda işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumlarının ne yönde olduğu ve

1996 ve 2005 yılları arasında bu tutumların hangi yönde değiştiği gözlenmiştir. Kesitsel regresyon analizine ek olarak faaliyette bulunan sektörün nakit yönetimi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla mevcut verilere sanayi, hizmet ve teknoloji kukla değişkenleri eklenerek yeni bir analiz yapılmıştır.

İlgili regresyon analizlerinde, anakütleyi oluşturan işletmelerin yıllar itibariyle buldukları nakit tutma düzeyi (nakit varlıklar/net varlıklar) bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise, işletmelerin nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerden oluşmaktadır. Bunlar; işletme büyüklüğü, yatırım fırsatları (piyasa değeri/defter değeri (PD/DD)), borçlanma oranı, araştırma-geliştirme giderleri/satışlar, temsil maliyetleri (nakit akımları/net varlıklar), likit varlıklar (NÇS/net varlıklar), banka borcu ve sermaye harcamaları/net varlıklar oranlarından oluşmaktadır. Sektör kukla değişkenlerinin eklendiği kesitsel regresyon analizinde sanayi, hizmet ve teknoloji kukla değişkenleri de bağımsız değişken olarak bulunmaktadır. Bu değişkenler aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

- **Nakit Tutma Düzeyi:** Nakit varlıklar/net varlıklar oranı nakit tutma düzeyini temsil etmektedir. Hazır değerler ve menkul kıymetler tutarının toplamı nakit varlıkları oluşturmaktadır. Toplam varlıklardan, nakit varlıklar toplamı çıkarılarak net varlıklar tutarı elde edilmiştir. Toplam varlıklardan nakit varlıkların çıkarılmasının nedeni ise, toplam varlıklar içerisinde nakit varlıkların etkisini ortadan kaldırmaktır. Bu oran işletmenin bulundurduğu nakit düzeyini temsil etmektedir.

- **İşletme Büyüklüğü:** Varlıkların defter değerlerinin logaritması alınarak hesaplanmıştır. İşletme büyüklüğü değişkeninin bu şekilde hesaplanmasının nedeni, varlıkların defter değerlerini normal dağılıma uygun hale getirmektir. Finansal çalışmalarda logaritma alma işlemi, değerlerin normal dağılım göstermelerinin

sağlanması, istatistiksel hesaplamaların kolaylaştırılması ve büyük gözlemlerin etkisini hafifletmesi gibi faydalarından dolayı yapılmaktadır.

- **Piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD):** Bu oran yatırım fırsatlarını temsil etmektedir. PD/DD oranı, İMKB'nin internet sitesinden ve İMKB'nin yayınlamış olduğu yıllıklardan elde edilmiştir. İşletmelerin yatırım (büyüme) fırsatlarına sahip olup olmadıklarının ve dolayısıyla temsil maliyetlerine maruz kalma olasılıklarının belirlenmesi konularında yardımcı olmaktadır.

- **Borçlanma Oranı:** Bu oran, kısa ve uzun vadeli borç toplamının net varlıklara bölünmesiyle elde edilmiştir. Borçlanma oranı, varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Ayrıca finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerini analiz etmede bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

- **Ar-Ge harcamaları/satışlar oranı:** Bu oran, Ar-Ge harcamalarının net satışlara bölünmesiyle elde edilmiştir. Ar-Ge harcamaları yüksek olan işletmelerin üretimini yaptıkları ürünlerde uzmanlaştıkları kabul edilmektedir. Belirli bir ürün üzerinde uzmanlaşma düzeyi fazla olan bir işletmenin finansal sıkıntıya düşmesi durumunda tüketiciler, gelecekte satın aldıkları ürüne ait hizmetlerin aksayabileceğinden endişe duyacaklar ve bu nedenle de söz konusu firmanın ürünlerini satın alma konusunda isteksizleşeceklerdir (Opler-Titman, 1994, 1016). Bu nedenle Ar-Ge harcamaları/satışlar oranı işletmelerin finansal sıkıntı dönemlerinde müşteri gücünden kaynaklanan kayıplarını ölçmede bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

- **Nakit akımları/net varlıklar oranı:** Bu oran, temsil maliyetlerini ölçmede kullanılmaktadır. Nakit akımları/net varlıklar oranı, vergi ve kâr payı

ödemelerinden sonra, amortismandan önceki nakit akımlarının net varlıklara bölümü olup, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetler konusunda bilgi vermektedir. Oranın yüksekliği yöneticilerin amaçlarını gerçekleştirebilmek için nakit tutma düzeyini arttırmayı isteyecekleri düşüncesinden hareketle temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Oranın düşük olması ise yatırımların finanse edildiği, ortaklara kâr payı ödendiği, hisse senetlerinin geri satın alındığı anlamına gelmekte ve temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetlerin azalmasını sağlamaktadır.

- **Net çalışma sermayesi (NÇS)/net varlıklar oranı:** Bu oran, likit varlıkları temsil etmektedir. Öncelikle net çalışma sermayesi hesaplanmış, daha sonra net çalışma sermayesinden nakit varlıklar çıkarılarak bulunan nakit benzeri varlıklar net varlıklara bölünmüştür. Net çalışma sermayesinden, nakit varlıkların çıkarılmasının nedeni, analizlerde nakit benzeri varlıkların doğrudan etkisini ölçmektir. Nakit tutma düzeyiyle birlikte incelendiğinde bu oran, işlem ve fırsat maliyetleri için bir gösterge haline gelmektedir. Nakit benzeri varlıklara görece olarak daha fazla yatırım yapılması piyasada fırsat maliyetlerine önem verildiğini veya piyasada fırsat maliyetlerinin işlem maliyetlerinden daha yüksek olduğunu göstermektedir. Diğer yandan nakit benzeri varlıkların nakit varlıklardan daha az olması, işlem maliyetlerine önem verildiğini veya işlem maliyetlerinin fırsat maliyetlerinden daha yüksek olduğunu ifade etmektedir.

- **Kâr Payı Kukla Değişkeni:** Kâr payı ödemeleri işletmelerin mali tablolarından elde edilmiş ve kukla değişken olarak kullanılmıştır. Dikkate alınan dönem boyunca her yıl için işletme kâr payı ödüyorsa “1”, ödemiyeorsa “0” değeri

verilmiştir. Bu değişken kâr payı politikası ile nakit tutma düzeyi arasında bir ilişki olup olmadığını incelemekte kullanılmaktadır.

- **Kâr Payı Ödemeleri:** Bu oran, hissedarlara nakden yapılan kâr payı ödemelerinin net varlıklara bölünmesi şeklinde hesaplanmıştır. Bu değişkenle hissedarlara yapılan nakit kâr payı ödemelerinin net varlıklar içerisindeki payı ölçülmüştür.

- **Banka Borcu:** Banka borcu, işletmelerin kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin toplamından oluşan tutarın, toplam borca bölünmesi şeklinde hesaplanmıştır. Bu oran, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki temsil problemleri için bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Oranın yüksek olması temsil problemlerinin az olduğunu gösterirken, düşük olması temsil problemlerinin yüksek olduğunu göstermektedir.

- **Sermaye harcamaları/net varlıklar oranı :** Sermaye harcamaları, net dönem sonu duran varlık tutarından net dönem başı duran varlık tutarının çıkarılması sonucu elde edilen tutara, ilgili döneme ait amortisman tutarının eklenmesi yoluyla hesaplanmıştır. Sermaye harcamalarının net varlıklara bölünmesiyle de işletmelerin ilgili döneme ait sermaye harcamaları oranına ulaşılmıştır. Bu oran işletmelerin duran varlıklara yapmış oldukları yatırım tutarının toplam varlıklar içindeki payını göstermektedir.

-**Sektör Kukla Değişkenleri:** İşletmelerin faaliyette buldukları sektörlerin nakit tutma düzeyi üzerinde etkili olup olmadığının, etkiliyse bu etkinin ne yönde olduğunun tespiti amacıyla sanayi, hizmet ve teknoloji olmak üzere üç temel sektör belirlenmiş ve işletmeler belirlenen sektör gruplarından en uygun

olanına yerleştirilmişlerdir. Sektör ayrımını doğru bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla İMKB verilerinden faydalanılmıştır. İşletme hangi sektörde faaliyette bulunuyorsa bulunduğu sektöre “1” diğer sektörler için “0” değeri verilmiştir.

IV.6. Verilerin İstatistiksel Analizi ve Değerlendirilmesi

Çalışmada, işletmelerin hedef nakit düzeylerinin olup olmadıkları, buldukları nakit düzeyini etkileyen faktörler ve fazla nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin tespiti regresyon analizleri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Bunun için, Kesitsel Regresyon Analizinden (cross-section) yararlanılmıştır. Verilerin analizinde SPSS 10.00 ve Excel programları kullanılmıştır.

Bu bölümde ilk olarak, analize dahil olan işletmelerin buldukları nakit miktarını etkileyen faktörlerin tanımlayıcı istatistikleri diğer çalışmalardan elde edilen sonuçlarla karşılaştırılarak sunulmuş ve yıllara göre nakit tutma düzeyinde meydana gelen değişim grafik yardımıyla açıklanmıştır, daha sonra işletmelerin faaliyetlerini gerçekleştirirken hedef nakit düzeyine sahip olup olmadıklarına bakılmıştır.

Sonraki aşamada, işletmelerin buldukları nakit düzeyleri ile nakit tutmayı etkileyen faktörler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. İşletmeler nakit tutma düzeylerine göre gruplandırılarak en düşük nakit tutma düzeyinden en yüksek nakit tutma düzeyine giderken nakit tutmayı etkileyen faktörlerdeki değişim incelenmiştir. Son olarak analize dahil olan ve fazla nakit düzeyine sahip işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıkları incelenmiştir.

IV.6.1. Araştırmaya Katılan İşletmelerin Özellikleri

Çalışmanın bu bölümünde, analize dahil olan işletmelerin nakit tutma düzeylerini belirlerken dikkate aldıkları faktörlerin tanımlayıcı istatistik sonuçları verilmiş ve bu sonuçlar diğer çalışmalardan elde edilen bulgularla karşılaştırılmıştır. Daha sonra, yıllar itibariyle işletmelerin nakit varlıklarındaki değişim değerlendirilmiştir.

IV.6.1.1. Araştırmaya Katılan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları

Araştırmaya katılan işletmelerin genel özelliklerinin belirlenmesinde, nakit tutma düzeyi (nakit varlıklar/net varlıklar), büyüklük, PD/DD oranı, borçlanma oranı, Ar-Ge/satışlar oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı, NÇS/net varlıklar oranı, banka borcu/toplam borç oranı, kâr payı ödemeleri ile sermaye harcamaları olarak belirlenen değişkenler dikkate alınmıştır. Bu değişkenlere ilişkin ortalama, ortanca, %25'lik ve %75'lik dilimlerdeki değerler analiz edilmiş, elde edilen sonuçlarından hareketle çeşitli yorumlar yapılmıştır. Bu sonuçlar Tablo IV.1'de gösterilmektedir.

Tablo IV.1. İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistik Sonuçları

	Ort.	25%	St.Sapma	75%	N
Nakit Tutma Düzeyi	0,147	0,01	0,26	0,17	1927
Büyüklik	6,042	5,659	0,55	6,375	1943
PD/DD	1,44	0,44	2,21	1,582	1718
Borçlanma Oranı	0,637	0,40	0,48	0,77	1928
Ar-Ge Harcamaları	0,016	0,00	0,07	0,01	679
Nakit ak./net varlıklar	0,225	0,6	0,56	0,34	1919
NÇS/net varlıklar	0,200	0,06	0,47	0,37	1928
Banka Borcu/T. Borç	0,391	0,18	0,29	0,58	1539
Kâr Payı Ödemeleri	0,019	0,00	0,48	0,01	851
Sermaye Harcamaları	0,318	0,17	7,27	0,55	1981

Analize katılan işletmelerin varlıklarının ortalama %14,7'si nakit varlıklardan oluşmaktadır. Nakit tutma düzeyi değişkeninin ortanca değeri %5 olarak hesaplanmıştır. Nakit varlık tutmada etkili olan faktörlerden büyüklük değişkeninin ortalaması 6,042 iken ortanca değeri 6,048 olarak bulunmuştur. PD/DD oranını ile temsil edilen işletmelerin gelecekteki yatırım fırsatları ortalaması 1,44 ve ortanca değeri 0,84 olarak hesaplanmıştır. Analize dahil olan işletmelerin varlıkları ortalama %63,7 oranında yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Finansal sıkıntı maliyetini ölçmede kullanılan borçlanma oranının ortanca değeri %58'dir. Finansal sıkıntı maliyetlerinin diğer bir göstergesi olan Ar-Ge harcamalarının ortalaması %1,6 olarak elde edilmiştir. Bu sonuçtan hareketle ülkemiz işletmelerinin Ar-Ge harcamalarına ayırdıkları payın düşük olduğu görülmektedir.

İşletmelerde temsil maliyetlerini ölçmede nakit akımları/net varlıklar oranı, kullanılmıştır. Bu oranının ortalaması %22,5 ve ortanca değeri %19 olarak hesaplanmıştır. NÇS/net varlıklar oranı şeklinde hesaplanan likit varlıklar, işlem ve fırsat maliyetlerinin şiddetini belirlemede bir gösterge olarak kullanılmış ve ortalama değeri %20, ortanca değeri %21 olarak hesaplanmıştır. Temsil problemleri hakkında bilgi veren banka borcu/toplam borç oranının ortalama değeri %39,1, ortanca değeri %38 olarak elde edilmiştir. Temsil maliyetleri hakkındaki bir diğer gösterge olan kâr payı ödemelerinin ortalama değeri ise %1,9 olarak hesaplanmıştır. Analize katılan işletmeler net varlıklarının ortalama %31,8'i kadar duran varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Sermaye harcamaları değişkeninin ortanca değeri ise, %33 olduğu görülmüştür.

İşletmelerin özelliklerini belirlemede kullanılan tanımlayıcı istatistik verilerinin tek başlarına yorumlanmaları anlamlı sonuçlar elde etmeyi

engellemektedir. Bu nedenle çalışmadan elde edilen sonuçlar, dikkate alınan temel makalelerin sonuçlarıyla karşılaştırılarak değerlendirilmiştir.

IV.6.1.2. Tanımlayıcı İstatistik Sonuçlarının Karşılaştırmalı İncelemesi

Bu bölümde, referans olarak kullanılan ve diğer ülkelerdeki nakit yönetimi uygulamalarını inceleyen çalışmalarda yapılan analizlerden elde edilen tanımlayıcı istatistik değerleri ile bu çalışmadan elde edilen değerler karşılaştırılmaktadır. Böyle bir karşılaştırma ile nakit tutma düzeyi ve bu düzeyi etkileyen değişkenlerden hareketle işletmelerin temel özelliklerinin belirlenmesi ve nakit yönetimine ilişkin tutumlarının finansal hiyerarşi, denge ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisine yakın olduğunun saptanması amaçlanmaktadır. Elde edilen veriler Tablo IV.2’de gösterilmiştir.

Tablo IV.2. Tanımlayıcı İstatistik Sonuçlarının Diğer Çalışmalarla Karşılaştırılması

	Çalışma Sonuçları		Opler ve diğ.	Ferreira-Vilela	Özkan-Özkan	Kim ve diğ.	Kytönen
	Ort.	St.Sapma	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.	Ort.
Nakit Tutma Düzeyi	%14,7	0,26	%17	%14,8	%9,9	%8,1 ^a	%10,2
Büyüklik	6,42	0,55	4,58	17,93	10,87	*	**
PDD/DD	1,44	2,21	1,53	1,71	1,76	1,38	1,54
Borçlanma Oranı	%63,7	0,48	%26	%24,8	%16,2*	%51,8*	%25,2*
Ar-Ge Harcamaları	%1,6	0,07	%2,7	***	***	***	***
Nakit akımları/net varlıklar	%22,5	0,56	%3,7	%10,5	%8,8	%5,1**	%8
NÇS/net varlıklar	%20	0,47	%17,6	%3,5	***	***	***
Banka Borcu/T. Borç	%39,1	0,29	***	0,66	0,57	***	***
Kâr Payı Ödemeleri	%1,9	0,48	%1,7	%86,1	%41,9 [#]	***	11,426 ⁺
Sermaye Harcamaları	%31,8	7,27	%9	***	***	***	***

* 1987 fiyatlarıyla firma varlıklarının piyasa değerinin normal logaritması alınarak hesaplanmıştır.

** Firmaların net satışları alınarak hesaplanmıştır.

*** Yazarlar çalışmalarında ilgili oranı kullanmamışlardır.

+ Yazar bu oranı hisse başına düşen kazanç şeklinde hesaplamıştır (Toplam Kazanç/Hisse Senedi Sayısı).

Kâr payı ödemelerinin toplam varlıklara oranlanması yoluyla hesaplanmıştır

a Yazarlar net varlıklar yerine toplam varlıkları kullanmışlardır.

Tablo IV.2'deki veriler yorumlanırken çalışılan dönemler ve gözlem sayısı dikkate alınmayarak sadece analizlerden elde edilen değerler kullanılmış ve ülkelere göre yorumlar getirilmiştir. Analize dahil olan işletmelerde nakit tutma düzeyi Ferreira-Vilela tarafından elde edilen sonuçlar ile benzer iken, Opler ve diğ. tarafından elde edilen sonuçlarından az, Özkan-Özkan, Kim ve diğ. ve Kytönen tarafından elde edilen sonuçlarından fazladır. Buradan hareketle ülkemizdeki işletmelerin A.B.D.'deki işletmelerden daha az, Finlandiya ve İngiltere'deki işletmelerden daha fazla nakit tutma düzeyine sahip oldukları söylenebilir. Ayrıca ülkemiz işletmelerinin Avrupa'daki işletmelerin ortalama nakit tutma düzeylerine yakın bir oranda nakit bulduklarını görülmektedir.

Büyüklik değişkeni incelendiğinde, ülkemizdeki işletmelerin defter değerlerinin A.B.D.'deki işletmelerden daha fazla, Avrupa'daki işletmelerden daha az olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda büyüklik ve nakit tutma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir. Bu ilişki A.B.D.'de ve Avrupa'da olduğu gibi Türkiye'de de işletmelerin nakit tutma düzeyleri ve işletme büyüklüğü açısından denge teorisine yaklaştıklarının bir göstergesidir.

Analiz sonucunda Türkiye'deki işletmelerin PD/DD oranının (yatırım fırsatları) ortalaması Kim ve diğ. tarafından yapılan çalışma dışında diğer çalışmalardan elde edilen sonuçlardan düşük çıkmıştır. Yatırım fırsatlarının olmadığı bir ortamda nakit tutma düzeyinin artırılması yönetici ve hissedar çatışmasından kaynaklanan temsil problemlerine neden olacaktır. Ülkemizdeki işletmelerin yatırım fırsatlarının A.B.D.'deki ve Avrupa'daki işletmelerden daha düşük olduğu anlaşılmıştır. Nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları karşılaştırıldığında ülkemiz işletmelerinin daha az yatırım fırsatlarına sahip olmalarına karşın daha fazla nakit

tutmaları, hissedar haklarına görel olarak daha az önem verildiği sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu da yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil problemlerinden kaynaklanan maliyetlere işaret etmektedir.

Analizde kullanılan değişkenlerden borçlanma oranının yüksekliği, işletmenin iç kaynaklarının yetersiz olmasının, borçlanmanın sağladığı vergi avantajından yararlanılmak istenmesinin, borçlanma maliyetinin düşük olmasının, şirket yönetiminin paylaşılmak istenmemesinin, finansal sıkıntı ve iflas riskindeki artışın bir göstergesidir. Buna karşın, borçlanma oranının düşük olması ise, işletmenin iç kaynaklarının yeterli olmasının, borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanılmak istenmesinin, borçlanma maliyetinin ve borçlanmanın getirdiği işlem maliyetlerinin yüksekliğinin, satışların ve nakit akımlarının düzenliliğinin bir göstergesidir.

Ülkemiz işletmelerinin borçlanma düzeyinin A.B.D. ve Avrupa'daki işletmelerden daha yüksek olduğu görülmektedir. Ülkemiz sermaye piyasasının yeterince gelişmiş olmaması, borçlanma maliyetinin hisse senedi ihracıyla ortaya çıkan maliyetlerden daha az olması, borcun daha esnek bir yapıya sahip olması, kontrol ve yönetimin paylaşılmak istenmemesi işletmelerin borçla finansman oranını arttırmalarına neden olmaktadır. Yüksek borçlanma oranına karşın, daha düşük borç oranına sahip Avrupa'daki işletmeler ile yakın, İngiltere ve Finlandiya'daki işletmelerden daha yüksek düzeyde nakit bulundurulması borç oranı ve nakit tutma düzeyi açısından finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden uzaklaşıldığını göstermektedir.

Ar-Ge harcamaları finansal sıkıntı maliyetlerini ölçmede bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Nakit tutma düzeyi ve Ar-Ge harcamaları arasındaki ilişkiye

bakıldığında denge ve finansal hiyerarşi teorileri pozitif, serbest nakit akımları teorisi negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir. Analize katılan işletmelerin satışlarının ortalama %1,6'sı oranında Ar-Ge harcamalarına sahip oldukları anlaşılmaktadır. Bu oranın Opler ve diğ.'nin çalışmalarından elde edilen %2,7 sonucu ile karşılaştırıldığında düşük olduğu görülmektedir. Bu sonuç, finansal sıkıntı dönemlerinde müşteri gücünden kaynaklanan kayıpların görece olarak daha az olacağı görüşünü desteklemektedir.

Nakit akımları/net varlıklar oranı nakit tutma düzeyini etkileyen bir faktör olarak ele alınmış ve temsil maliyetinin bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Nakit akımlarının yüksek olması yöneticilerin savurgan harcamalar yapma olasılıkları nedeniyle yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının artmasına yol açacaktır. Nakit tutma düzeyi ile nakit akımları arasında denge teorisi negatif yönlü bir ilişki, buna karşın finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileri pozitif yönlü bir ilişki öngörmektedirler. Analiz sonuçlarına göre ülkemiz işletmelerinin temsil maliyetleri diğer çalışmalara göre yüksektir. Bu durum ülkemiz işletmelerinde yönetici ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının varlığını göstermektedir. Sonuçlar, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerini desteklemektedir.

Analize katılan işletmelerin net varlıklarının %20'si net çalışma sermayesinden oluşmaktadır. Bu oranın da diğer çalışmalardakinden daha fazla olduğu görülmektedir. Bu oran, işletmenin mevcut stoklarının, alacaklarının ve diğer dönen varlıklarının aktif toplam içindeki payını temsil ettiğinden analize katılan işletmelerin, diğer çalışmalardaki işletmelere kıyasla daha yüksek stok ve ticari alacak miktarına sahip olduklarını göstermektedir. Ülkemiz ekonomisinin

enflasyonist bir yapıya sahip olması işletmelerin stoklarını arttırmalarına, daha fazla satış yapmak amacıyla vadeleri uzatmaları da ticari alacakların artmasına neden olmaktadır. Bu oranın yüksek çıkmasının başka bir nedeni de analize katılan işletmelerin stok yönetimi ve alacak yönetiminde etkinlik sağlayamamaları şeklinde ifade edilebilir. Ayrıca, likit varlık tutma düzeyinin yüksek çıkması da denge teorisinden uzaklaştığını göstermektedir.

Analize katılan işletmelerin toplam borçlarının ortalama %39,1'i oranında banka borcuna sahip oldukları anlaşılmaktadır. Diğer çalışmalardaki sonuçlarla karşılaştırıldığında oranın oldukça düşük kaldığı görülmektedir. Ülkemizde faiz oralarının yüksekliği, kredi alma sürecinde teminat veya kefalet talep edilmesi işletmelerin banka kredisi yerine ticari borçlara yönelmelerine neden olmaktadır.

Kâr payı ödemeleri incelendiğinde ülkemizdeki işletmelerin Avrupa'daki işletmelerden daha az ancak, A.B.D.'deki işletmelerle benzer bir orana sahip oldukları görülmektedir. Nakit tutma düzeyinin Avrupa'daki işletmelerle benzer olmasına karşın, kâr payı ödemelerinin daha az olması yönetici ve hissedar çatışmalarından kaynaklanan temsil problemlerinin varlığını göstermektedir.

Sermaye harcamaları incelendiğinde ülkemizdeki işletmelerin duran varlıklara, A.B.D.'deki işletmelerden daha fazla yatırım yaptıkları görülmektedir. Bu sonuç, ülkemiz işletmelerinin yatırım süreçlerini henüz tamamlamamış oldukları şeklinde yorumlanabilir.

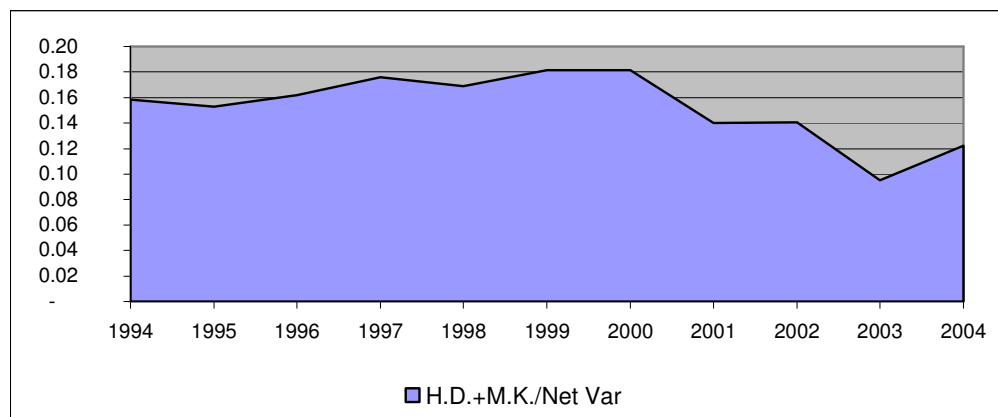
Elde edilen sonuçlardan hareketle, nakit tutma düzeyi ile büyüklük arasındaki ilişki denge teorisine yaklaşıldığını, buna karşın NÇS/net varlıklar oranı

arasındaki ilişki denge teorisinden uzaklaştığını göstermektedir. Nakit tutma düzeyi ile borçlanma arasındaki ilişki finansal hiyerarşi teorisinden uzaklaştığını belirtmektedir. Ayrıca nakit tutma düzeyi ile PD/DD oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı, kâr payı ödemeleri arasındaki ilişki serbest nakit akımları teorisinin öngördüğü temsil problemlerinin varlığını ifade ederken nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı arasındaki ilişki ise temsil problemlerinin serbest nakit akımları teorisinin işaret ettiği şekilde olmadığını göstermektedir.

IV.6.1.3. Yıllar İtibariyle İşletmelerin Nakit Tutma Düzeyleri

İnceleme konusu işletmelerin 1994-2004 yılları arasında nakit varlıklarında meydana gelen değişim incelenmiş, bu değişim bir grafikte gösterilmiş ve bu değişimlerin neden meydana geldikleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla yıllar itibariyle tüm işletmelerin nakit tutma düzeylerinin (nakit varlıklar/net varlıklar oranının) ortalaması alınarak aşağıdaki grafik elde edilmiştir.

Grafik IV.1. Nakit Tutma Düzeyinin Yıllara Göre Değişimi



Grafik IV.1 incelendiğinde, işletmelerin nakit tutma düzeylerinin 1997’de görece bir artış, 1998’de görece bir azalış ve bu tarihten 2000 yılına kadar ılımlı bir

artış gösterdiği görülmektedir. 2000 yılından 2003 yılına kadar nakit tutma düzeyinde azalma eğilimi dikkat çekmektedir. 2004 yılında ise nakit tutma düzeyinde bir önceki yıla göre artış gerçekleştiği görülmektedir.

İncelenen dönemde nakit tutma düzeyindeki dalgalanmaları 1995 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanmış olan ekonomik krizlerle ilişkilendirmek mümkündür. Kriz dönemlerinde stokların artması, alacakların tahsilat süresinin uzaması, yüksek faiz maliyetinde dolayı bankalardan kredi kullanımının güçleşmesi gibi nedenlerle işletme sermayesinde meydana gelen bozulma öncelikle işletmenin nakit varlıklarındaki azalma ile kendini göstermektedir. Stok çevrim süresinin ve alacakların tahsilat sürelerinin uzaması üretim için ek fon sağlanması gerekliliğini ortaya çıkaracaktır. Bankaların kriz dönemlerinde kredi faizlerini yükseltmeleri ise işletmelerin ek fon tedariki için mevcut nakit varlıklarını kullanmalarına neden olacaktır (Birgili ve Tunahan, 2002, 13).

IV.6.2. Hedef Nakit Düzeyinin Belirlenmesi

İşletmelerin hedef nakit düzeylerinin olup olmaması, nakit tutmanın fayda ve maliyetlerinin önemsenip önemsenmediğini, nakit tutma düzeyi konusunda farklı yaklaşımlardan hangisine uygun davranış sergilendiğini göstermektedir. Denge teorisi, işletmelerin nakit tutmanın fayda ve maliyetlerini dengelemek amacıyla hedef nakit düzeyi belirlediklerini ve buna ulaşmaya çalıştıklarını belirtmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi ise işletmelerin hedef nakit düzeylerinin olmadığını savunmaktadır. Buradan hareketle, işletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olmaları denge teorisine olan uyumu ve finansal hiyerarşi teorisinin dikkate alınmadığının göstergesidir.

İşletmelerin nakit tutma düzeylerinin, ortalama nakit tutma düzeyine yakın olup olmaması bu işletmelerin hedef nakit düzeylerinin olup olmadığı konusunda bilgi vermektedir. İşletmelerin nakit tutma düzeylerinin genel ortalamaya yaklaşması hedef nakit düzeyinin olduğu konusunda buna karşın; işletmelerin nakit tutma düzeylerinin genel ortalamadan farklılaşması ise hedef nakit düzeyinin olmadığı konusunda destek sunmaktadır.

İşletmelerin hedef nakit düzeylerinin olmadığını belirten finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmelerin bulunduracakları nakit miktarının değişimi, içsel kaynakların (sahip oldukları nakit varlıkların) büyüme oranının zaman içindeki değişimine bağlıdır. Bu durum, içsel kaynakların büyüme oranı ile nakit tutma düzeyindeki değişimin paralel hareket etmesi gerekliliğini ifade etmektedir.

Bu çerçevede işletmelerin hedef nakit düzeyinin olup olmadığının belirlenmesi amacıyla, t yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen değişim ile t-1 yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen değişimin birlikte hareket etme durumunun incelenmesi için oluşturulan regresyon denklemi ise aşağıdaki gibidir:

$$\Delta(\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_t = \alpha + \beta \Delta(\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_{t-1} + e_t \quad (10)$$

Kurulan regresyon denkleminde β değeri t-1 yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen değişim ile t yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen değişimin birlikte hareket edip etmediğini göstermektedir. t-1 yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen artış veya azalış t yılında nakit tutma düzeyinde β kadar bir artış veya azalışa neden olacaktır.

Sonuçlara göre değişkenler arasındaki ilişkinin β değeri -0,146 olarak elde edilmiştir ($p=0,017$). Yani t-1 yılında nakit tutma düzeyinde meydana gelen 1 birimlik artış (azalış) t yılında nakit tutma düzeyinde 0,146 birimlik bir azalışa (artışa) neden olmaktadır.

Elde edilen sonuç, işletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olup olmadıklarını belirlemek amacıyla kurulan 1 No'lu Hipotez H_0 hipotezinin reddedilmesine yol açmıştır. Buna göre, analize dahil olan işletmelerin hedef nakit düzeyleri vardır ve bu durum işletmelerin denge teorisine yaklaştıklarının bir göstergesidir. Opler ve diğ.'de yapmış oldukları analizlerde firmaların hedef nakit düzeyine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

IV.6.3. Nakit Tutma Düzeyine Göre Firma Karakteristiklerinin Belirlenmesi

Çalışmanın bu aşamasında, nakit tutma düzeyini etkilediği düşünülen faktörlerin nakit tutma düzeyi esas alınarak oluşturulan firma grupları açısından farklılık gösterip göstermedikleri araştırılmıştır. Bu çerçevede işletmeler, nakit varlıklar/net varlıklar oranı temelinde %25'lik dilimlere ayrılmışlardır. 1. çeyrek en düşük, 4. çeyrek en yüksek nakit tutma düzeyini temsil etmektedir. Analizde 1. çeyrekte 4. çeyreğe giderken nakit tutma düzeyi ve nakit tutmayı etkileyen faktörlerdeki artış ve azalışlar incelenmiş ve bu değişimler sonucunda nakit tutmayı etkileyen faktörlerin hangi teoriye uygun olduğunun tespiti amaçlanmıştır. Yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar Tablo IV.3'de gösterilmektedir.

Tablo IV.3. Nakit Tutma Düzeyine Göre Firma Karakteristiklerinin Belirlenmesi

Değişkenler	1. Çeyrek	2.Çeyrek	3.Çeyrek	4.Çeyrek	t ist. (p değ.)
Nakit Var./N.V. Açıklık	0.00-0.01	0.02-0.05	0.06-0.17	0.18-3.26	
Nakit Tutma Düzeyi.	0,005 (0,01)	0,032 (0,03)	0,102 (0,1)	0,468 (0,36)	-28,798 (0,000*)
Büyüklik	5,937 (6)	6,056 (6)	6,136 (6)	6,047 (6)	-7,409 (0,000*)
PD/DD oranı	0,758 (0,44)	1,016 (0,61)	1,337 (0,745)	2,149 (1,19)	-7,409 (0,000*)
Borçlanma Oranı	0,756 (0,63)	0,603 (0,6)	0,585 (0,57)	0,582 (0,53)	4,737 (0,001*)
Ar-Ge Harcamaları	0,008 (0,000)	0,004 (0,000)	0,003 (0,000)	0,006 (0,000)	0,643 (0,216)
Nakit akımları/net varlıklar oranı	0,062 (0,09)	0,18 (0,16)	0,245 (0,21)	0,438 (0,36)	-9,931 (0,144)
NÇS/net Varlıklar	-0,027 (0,08)	0,153 (0,16)	0,207 (0,24)	0,507 (0,45)	-16,270 (0,104)
Banka Borcu	0,410 (0,44)	0,332 (0,34)	0,288 (0,25)	0,203 (0,06)	9,761 (0,293)
Kâr Payı Ödm.	0,026 (0,02)	0,031 (0,02)	0,038 (0,02)	0,096 (0,05)	-8,794 (0,000*)
Sermaye Harcamaları	0,412 (0,29)	0,425 (0,35)	0,446 (0,36)	0,454 (0,34)	-1,043 (0,902)

Nakit tutma düzeyleri frekans dağılımlarına göre %25'lik dilimlere ayrılarak gruplandırılmışlardır. t istatistik hesaplamaları dışında kalan her bir kutucuk içerisinde yer alan rakamlardan üstteki değer ortalama değeri, parantez içerisinde yer alan rakamlar ise ortanca değeri göstermektedir.

*0,01'de anlamlı

Tablo IV.3'ün incelenmesinden de görülebileceği gibi değişkenler, oluşturulan gruplarda tekdüze bir hareket göstermediğinden nakit tutma düzeyine göre 1. çeyrekte yer alan işletmeler ile 4. çeyrekte yer alan işletmeler karşılaştırılacaktır. Ayrıca, 1.çeyrekte yer alan işletmeler ile 4.çeyrekte yer alan işletmelerin nakit tutma düzeyleri büyüklük, yatırım fırsatları, borçlanma oranı, Ar-Ge harcamaları, temsil maliyetleri, likit varlıklar, banka borcu, kâr payı ödemeleri ve sermaye harcamaları değişkenlerinin istatistiksel olarak farklı olup olmadığı, geliştirilen 2 No'lu Hipotezin test edilmesi ile incelenecektir.

Nakit tutma düzeyi ile büyüklük arasındaki ilişki incelendiğinde, 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyindeki artışa paralel olarak büyüklüğünde arttığı görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bu sonuca göre Hipotez 2’de H_0 hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin büyüklükleri ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin büyüklüklerinin birbirlerinden farklı olduğu tespit edilmiştir ($p=0,000$). Başka bir ifadeyle küçük ölçekli işletmeler ile büyük ölçekli işletmelerin nakit tutma düzeyleri farklıdır. Ancak nakit tutma düzeyindeki artış büyüklük değişkenindeki artıştan daha fazladır. Bu durum nakit varlıklardaki artışın işletme büyüklüğü ile tam olarak desteklenmediğini göstermektedir. Denge teorisiyle uyumlu olan bu sonuç Opler ve diğ. ile Ferreira-Vilela tarafından bulunan sonuçlarla da benzerlik göstermektedir.

Nakit tutma düzeyi ile PD/DD oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyindeki artışla PD/DD oranında meydana gelen artışın paralel oldukları görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bu sonuçtan hareketle yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerin nakit tutma düzeyinde artış meydana geldiği söylenebilir. Bu durumda Hipotez 2’ye göre H_0 hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerle en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin yatırım fırsatlarının farklılık gösterdiği sonucuna varılabilir ($p=0,000$). Bu sonuç, denge ve finansal hiyerarşi teorileriyle uyumu göstermektedir. Opler ve diğ. ile Ferreira ve Vilela’da çalışmalarında benzer sonuçlar elde etmişlerdir.

Nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyi artarken borçlanma oranının azaldığı görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bu sonuca göre Hipotez 2’deki H_0

hipotezi reddedilmiş ve en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmeler ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin borçlanma oranlarının farklılık gösterdiği tespit edilmiştir ($p=0,001$). Bu sonuç, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uyumludur. Finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileri bu iki değişken arasında negatif yönlü ilişkiyi desteklemektedir. İki değişken arasındaki negatif yönlü ilişki Ferreira ve Vilela tarafından bulunan sonuçlarla da uyumludur.

Nakit tutma düzeyi ile finansal sıkıntı maliyetlerini ölçmede kullanılan Ar-Ge harcamaları incelendiğinde, 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyinin arttığı buna karşın, Ar-Ge harcamalarının ve buna paralel olarak da finansal sıkıntı maliyetlerinin azaldığı görülmektedir. Elde edilen sonuç istatistiksel olarak anlamlı olmadığından, Hipotez 2'deki H_1 hipotezi reddedilmiş ve en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin Ar-Ge harcamalarına bağlı finansal sıkıntı maliyetleri ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin Ar-Ge harcamalarına bağlı finansal sıkıntı maliyetleri arasında fark olmadığı tespit edilmiştir ($p=0,216$). Ayrıca, elde edilen sonuç Opler ve diğ. tarafından bulunan sonuçla uyumlu değildir.

Nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı arasındaki ilişki incelendiğinde 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyinde meydana gelen artışa paralel olarak nakit akımları/net varlıklar oranında da artış meydana geldiği görülmektedir. Nakit tutma düzeyi ile temsil maliyetlerini ölçmede kullanılan nakit akımları arasındaki pozitif yönlü ilişki istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte ($p=0,144$) finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uyumludur. Başka bir ifadeyle, yüksek nakit akımlarına sahip işletmelerin nakit tutma düzeylerini arttırmaları ortaklar ve yöneticiler arasında temsil çatışmalarına neden olacaktır.

Ferreira-Vilela tarafından yapılan çalışmadaki sonuçlar da bulunan sonuçlarla benzer yöndedir.

Nakit tutma düzeyi ile NÇS/net varlıklar oranı arasındaki ilişki incelendiğinde 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyindeki artışa paralel olarak NÇS/net varlıklar oranında da artış meydana geldiği görülmektedir. Bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte ($p=0,104$) nakit tutma düzeyindeki artışa paralel olarak işletmelerin stoklarında ve alacaklarında da artış meydana geldiğini veya stoklarda ve alacaklarda meydana gelen artışın nakit tutma düzeyinde de artışa neden olduğunu göstermektedir. Nakit tutma düzeyi ile likit varlıklar arasındaki pozitif yönlü ilişki denge teorisinden farklılaşma göstergesidir. Elde edilen sonuçlar Opler ve diğ. ile Ferreira ve Vilela tarafından yapılan çalışmalarda farklılaşmaktadır.

Nakit tutma düzeyi ile banka borcu arasındaki ilişki incelendiğinde 1.çeyrekte 4.çeyreğe giderken nakit tutma düzeyindeki artışa karşın banka borcunda azalma meydana geldiği görülmektedir. Buradan hareketle, istatistiksel olarak anlamsız olmakla birlikte ($p=0,293$) işletmelerin nakit tutma düzeyleri arttıkça bankalardan borçlanma oranlarının azaldığı söylenebilir. Nakit tutma düzeyi ile banka borcu arasındaki negatif yönlü ilişki finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uyumludur.

Nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri arasındaki ilişki incelendiğinde nakit tutma düzeyine paralel olarak kâr payı ödemelerinde de artış meydana geldiği görülmektedir. Başka bir ifadeyle nakit tutma düzeyi yüksek olan işletmeler, ortaklara nakden kâr payı ödeme konusunda diğer işletmelere kıyasla daha fazla bir eğilime sahiptirler. İstatistiksel olarak anlamlı bu sonuca göre Hipotez 2'deki H_0 hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin kâr payı

ödemeleri ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin kâr payı ödemeleri arasında fark olduğu değerlendirilmesi yapılabilir ($p=0,000$). Nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri arasındaki pozitif yönlü ilişki denge teorisiyle uyumsuz iken finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uyumludur. Ferreira ve Vilela da çalışmasında benzer sonuçlara ulaşmıştır.

Nakit tutma düzeyi ile sermaye harcamaları arasındaki ilişki incelendiğinde nakit tutma düzeyindeki artışa paralel olarak sermaye harcamalarında da artış meydana geldiği görülmektedir. Elde edilen sonuç istatistiksel olarak anlamsız olmakla birlikte ($p=0,902$) işletmelerin nakit tutma düzeyindeki artışın sermaye harcamalarında kullanıldığı söylenebilir. Bu sonuç Opler ve diğ. tarafından bulunan sonuçla benzer yöndedir.

Düşük ve yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerde nakit tutma düzeyi ve bunu etkilediği düşünülen değişkenlerin karşılıklı analizi sonucunda nakit tutma düzeyi ile büyüklük, PD/DD oranı, kâr payı ödemeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü bir ilişki buna karşın; nakit tutma düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer yandan nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı, NÇS/net varlıklar oranı, ve sermaye harcamaları arasında pozitif, Ar-Ge harcamaları ve banka borcu arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiş ancak bunların istatistiksel olarak anlamlı olmadıkları gözlenmiştir.

IV.6.4. Nakit Tutma Düzeyini Etkileyen Faktörler

Çalışmanın bu bölümünde yapılan analizler yardımıyla, nakit tutma düzeyini etkileyen faktörler belirlenmekte ve işletmelerin nakit varlık tutarken denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hangisine uygun hareket ettikleri açıklanmaktadır. Denge teorisi nakit varlıklar ile kâr payı ödemeleri, PD/DD oranı (yatırım fırsatları), NÇS/net varlıklar oranı (likit varlıklara yatırım), borçlanma, işletme büyüklüğü, nakit akımları (temsil maliyetleri) arasındaki ilişki dikkate alınarak incelenmiştir. Finansal hiyerarşi teorisi, nakit varlıklarla PD/DD oranı (yatırım fırsatları), borçlanma, işletme büyüklüğü, nakit akımları (temsil maliyetleri) arasındaki ilişki temelinde incelenmiştir. Serbest nakit akımları teorisi ise nakit varlıklarla PD/DD oranı (yatırım fırsatları), borçlanma ve işletme büyüklüğü arasındaki ilişki çerçevesinde incelenmiştir.

Belirtilen faktörlerin nakit tutma düzeyine etkilerini anlamak ve sonuçların doğruluğunu test etmek amacıyla istatistiki analizlerden faydalanılmıştır. İncelenen dönem içerisinde analize dahil olan işletmelerin dönem başı ve dönem sonundaki verileri kullanılarak kesitsel regresyon analizi yapılmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin devam edeceği düşünülerek dönem başı 1996 yılı, en yakın yılı kullanmak amacıyla dönem sonu olarak da 2005 yılı seçilmiştir. Ayrıca işletmelerin faaliyette buldukları sektörlerin nakit tutma düzeyine olan etkilerini ölçmek amacıyla mevcut verilere sektör kukla değişkeni eklenerek regresyon analizleri tekrar yapılmıştır. Buna göre işletmeler sanayi, hizmet ve teknoloji olmak üzere üç gruba ayrılmışlardır.

IV.6.4.1. Kesitsel Regresyon Analizi

İMKB’de işlem gören işletmelerin nakit yönetimi konusundaki tutumlarını görmek ve bu tutumların inceleme dönemi içerisinde değişiklik gösterip göstermediğini anlamak amacıyla 1996 ve 2005 yılları için kesitsel (cross-section) regresyon analizi yapılmıştır. 1994 yılında yaşanan krizin etkilerinin devam edeceği düşünüülerek başlangıç yılı 1996 yılı olarak kabul edilmiştir. Bitiş yılı olarak da en yakın ve veri bulunabilen yıl olan 2005 yılı alınmıştır. 1996 ve 2005 yılları için yapılan regresyon analizlerinde bağımlı değişken nakit tutma düzeyi, bağımsız değişkenler ise; büyüklük, yatırım fırsatları, borçlanma oranı, nakit akımı/net varlıkları oranı (temsil maliyetleri), NÇS/net varlıklar oranı (likit varlıklar), banka borcu, sermaye harcamaları, kâr payı ödemeleridir. Kesitsel regresyon analizinde aşağıdaki regresyon analizi denklemi kullanılmıştır.

$$\begin{aligned}
 \Delta (\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_t = & \alpha + \beta_1(\text{Büyükük}) + \beta_2(\text{PD/DD}) \\
 & + \beta_3(\text{Borçlanma Oranı}) + \beta_4(\text{Ar-Ge/Satışlar}) \\
 & + \beta_5(\text{Nakit Akımları/Net Varlıklar}) \\
 & + \beta_6(\text{NÇS/Net Varlıklar}) + \beta_7(\text{Banka Borcu}) \\
 & + \beta_8(\text{Sermaye Harcm.}) + \beta_9(\text{Kâr Payı Ödm.}) \\
 & + \mathcal{E}_t
 \end{aligned} \tag{11}$$

1996 yılına ait regresyon analizi sonuçları aşağıdaki Tablo IV.4'te görülmektedir.

Tablo IV.4. 1996 Yılına ait Regresyon Analizi Sonuçları

		Beta Değeri	t Değeri	P Değeri
Sabit Terim		-0,003	-0,185	0,854
Büyüklik		-0,433	-4,603	0,000*
PD/DD oranı		0,042	0,858	0,392
Borçlanma Oranı		0,292	4,222	0,000*
Nakit akımları/net varlıklar		0,149	2,639	0,009*
NÇS/net varlıklar		0,861	16,524	0,000*
Banka Borcu		-0,001	-0,028	0,978
Sermaye Harcamaları		-0,085	-1,518	0,130
Kâr Payı Ödemeleri		-0,038	-0,820	0,413
TOPLAM	2439			
R²	0,687			

*0,01'de anlamlı

Tablo IV.4'e göre nakit tutma düzeyi ile nakit tutmayı etkileyen faktörler arasındaki ilişkinin belirlenmesinde beta değerleri esas alınmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı pozitif beta değeri, nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkileyen faktörler arasında pozitif yönlü doğrusal bir ilişkiyi göstermektedir. 1996 yılına ait regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, nakit tutma düzeyi ile büyüklik (p=0,000) arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü, buna karşın borçlanma oranı (p=0,000), nakit akımları/net varlıklar oranı (p=0,009), NÇS/net varlıklar oranı (p=0,000) arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Nakit tutma düzeyi ile banka borcu (p=0,978), kâr payı ödemeleri (p=0,413) ve sermaye harcamaları (p=0,130) arasında istatistiksel olarak anlamsız negatif yönlü, PD/DD oranı (p=0,392) arasında istatistiksel olarak anlamsız pozitif yönlü doğrusal bir ilişki görülmüştür.

1996 yılına ait regresyon analizi sonuçları doğrultusunda, borçlanma kapasitesi yüksek olan, nakit akımı yaratabilen ve net çalışma sermayesi düzeyi

yüksek işletmelerin daha fazla nakit tuttukları, işletme ölçeği büyüdükçe bulundurulacak nakit düzeyinin azaldığı söylenebilir.

Analizde yer alan işletmelerin nakit bulundurma düzeylerinin, nakit yönetiminde bir değişikliğe gidip gitmediklerinin ve gitmişlerse bu değişikliğin ne yönde olduğunun tespit edilmesi amacıyla 2005 yılı için aynı değişkenlerle regresyon analizi yapılmıştır. 2005 yılına ait regresyon analizi sonuçları aşağıdaki Tablo IV.5’te görülmektedir.

Tablo IV.5. 2005 Yılına ait Regresyon Analizi Sonuçları

		Beta Değeri	t Değeri	P Değeri
Sabit Terim		-0,001	-0,166	0,868
Büyüklik		-0,334	-3,134	0,002*
PD/DD oranı		0,051	1,090	0,277
Borçlanma Oranı		0,500	5,752	0,000*
Nakit akımları/net varlıklar		0,314	5,232	0,000*
NÇS/net varlıklar		0,656	8,388	0,000*
Banka Borcu		-0,186	-2,862	0,005*
Sermaye Harcamaları		0,457	6,452	0,000*
Kâr Payı Ödemeleri		-0,016	-0,361	0,719
TOPLAM	2439			
R²	0,525			

*0,01’de anlamlı

Tablo IV.5’e göre 2005 yılında nakit tutma düzeyi ile büyüklük ($p=0,002$) ve banka borcu ($p=0,005$) arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü, buna karşın borçlanma oranı ($p=0,000$), nakit akımları/net varlıklar oranı ($p=0,000$), NÇS/net varlıklar oranı ($p=0,000$) ve sermaye harcamaları ($p=0,000$) arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü bir ilişki görülmüştür. Nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri ($p=0,719$) arasında istatistiksel olarak anlamsız negatif yönlü, PD/DD oranı ($p=0,277$) arasında istatistiksel olarak anlamsız pozitif yönlü doğrusal bir ilişki bulunmaktadır.

2005 yılına ait regresyon analizi sonuçları doğrultusunda yatırım ve borçlanma olanakları bulunan, nakit akımı yaratabilen, yüksek düzeyde net çalışma sermayesine sahip işletmelerin daha fazla nakit bulunurduğu belirlenmiştir. Buna karşın büyük ölçekli ve bankalardan borç alabilme gücü yüksek işletmelerin daha az nakit bulduklarını saptanmıştır.

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizi sonuçlarının her ikisinde de nakit tutma düzeyi ile büyüklük arasındaki negatif yönlü ilişkinin nedenlerinden birisi maddi duran varlıklara sahip ve riski düşük olan büyük ölçekli işletmelerde, nakit varlıkları diğer alanlarda kullanmanın getireceği faydanın nakdi elde tutmanın getireceği faydadan (nakit yetersizliğinin maliyetinden) daha fazla olmasıdır. Büyük ölçekli işletmelerin sermaye piyasalarından kolaylıkla ve düşük maliyetlerle fon bulabilmeleri, asimetrik bilginin daha az olması, çeşitlendirme imkanlarının yüksek olması daha az nakit tutmalarına yol açacaktır.

Büyük ölçekli işletmelerin görece olarak daha az nakit tutmalarına karşın, küçük ölçekli işletmelerin sermaye piyasalarından yabancı kaynak bulmada yaşadıkları sıkıntı bu tür işletmeleri nakit varlık buldurmaya yöneltmektedir. Bu tür işletmeler için nakit tutmanın sağlayacağı fayda, bir başka ifadeyle nakit yetersizliğinin maliyeti daha fazla olmaktadır.

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizlerinde nakit tutma düzeyi ile büyüklük arasındaki beta değerinin küçülmesi, bu iki değişken arasındaki ilişkinin zayıfladığını ortaya koymaktadır. Nakit tutma düzeyi ve işletme büyüklüğü arasındaki negatif yönlü doğrusal ilişki denge teorisi ile uyumlu olup, tanımlayıcı istatistik sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Ayrıca, bu sonuç Opler ve diğ.,

Ferreira-Vilela, Kim ve diğ., tarafından bulunan sonuçlarla uyumlu iken Kytönen tarafından bulunan sonuçlardan farklılık göstermektedir.

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizlerinde nakit tutma düzeyi ile PD/DD oranı arasındaki pozitif yönlü ilişki yatırım fırsatları yüksek olan işletmelerin bu fırsatları finanse etmek için nakit varlıklara yatırım yapmayı tercih etmelerinden, böylelikle de borçlanmanın ve hisse senedi ihracının doğrudan ve dolaylı maliyetlerinden kaçınmaya çalışmalarından kaynaklanabilir. Bu açıklama işletmelerin nakit tutma konusundaki tutumlarını denge teorisinin öngörülerine yaklaştırmaktadır. Nakit tutma düzeyi ile yatırım fırsatları arasındaki pozitif yönlü ilişki, işletmelerin yeni yatırımların finansmanında öncelikle nakit varlıkları (içsel kaynakları) kullanmayı tercih etmelerini de düşündürmektedir. Bu değerlendirme, inceleme konusu işletmelerin nakit tutma konusundaki tutumlarını finansal hiyerarşi teorisine uyumlu bir hale getirmektedir. Bu sonuçlar Opler ve diğ., Ferreira-Vilela, Özkan-Özkan, Kytönen ve Kim ve diğ. tarafından bulunan sonuçlarla uyumludur.

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizi sonuçlarının her ikisinde de nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı arasında görülen pozitif yönlü doğrusal ilişki, borçlanma oranı yüksek olan işletmelerin yükümlülüklerini yerine getirememeden kaynaklanan finansal sıkıntı maliyetlerine maruz kalmamak için nakit varlıklara yatırım yaptıkları şeklinde açıklanabilir. Böylelikle finansal sıkıntı olasılığı azalmaktadır. Nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı arasındaki beta değerinin 2005 yılında 1996 yılına göre daha yüksek çıkması bu iki değişken arasındaki ilişkinin kuvvetinin arttığını göstermektedir. Bulunan sonuçlar inceleme konusu işletmelerin nakit tutma konusundaki davranışlarını denge teorisine yaklaştırmakla birlikte Opler

ve diğ. ile Kytönen tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlardan farklılaşmaktadır.

1996 ve 2005 yıllarında yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı arasında devamlılık arz eden pozitif yönlü ilişki, nakit akımları yüksek olan işletmelerde bu nakdin yöneticiler ve hissedarlar arasında temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetlere neden olabileceğinin ifadesidir. Yöneticilerin kendi çıkarlarını arttırmak ve sermaye piyasası tarafından izlenme olasılığını ortadan kaldırmak amacıyla nakit varlıklara yatırım yapmaları yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil maliyetlerini arttırabilecektir. İki değişken arasındaki beta değerinin 2005'te 1996'ya göre daha yüksek olması ilişkinin kuvvetinin arttığını göstermektedir. Bu ilişki, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinin öngörülerini ile benzerlik göstermekte olup, Opler ve diğ. ile Ferreira-Vilela tarafından yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlarla uyumludur

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizi sonuçlarının her ikisinde de nakit tutma düzeyi ile likit varlıklar arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Likit varlıkların nakit ikamesi olması ve bir nakit açığının ortaya çıkması durumunda kolaylıkla nakde çevrilebilmeleri nedeniyle nakit tutma düzeyi ve likit varlıklar arasında negatif yönlü bir ilişki beklenirken, analizlerin sonuçlarında bu iki değişken arasında pozitif yönlü doğrusal bir ilişki bulunmuştur. Böylesi bir ilişki, likit varlıklar içinde görülen para piyasası araçlarının reel getirilerinin çok yüksek olmasından kaynaklanabilir. Nakit tutma düzeyi ile likit varlıklar arasındaki beta değerinin 2005 yılında 1996 yılına göre azalması, iki değişken arasındaki ilişkinin zayıfladığını göstermektedir. Bulunan sonuçlar inceleme konusu işletmelerin nakit bulundurma

konusundaki tutumlarını denge teorisinden uzaklaştırmakla birlikte Opler ve diğ. ile Ferreira ve Vilela tarafından bulunan sonuçlardan farklılaştırmaktadır.

Nakit tutma düzeyi ile banka borcu arasındaki 1996 yılındaki istatistiksel olarak anlamsız, 2005 yılındaki istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü ilişkinin, nakit varlıklardaki artışın banka borcunda azalmaya yol açması, buna karşın nakit varlıklardaki azalışın banka borcunda artışa neden olması şeklinde değerlendirilebilir. Bu sonuç, inceleme konusu işletmelerin davranışlarını finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorisine yaklaştırmakta ve Özkan ve Özkan ile Ferreira ve Vilela tarafından bulunan sonuçlarla da benzerlik göstermektedir.

Nakit tutma düzeyi ile sermaye harcamaları arasında 1996 yılında istatistiksel olarak anlamsız negatif yönlü, 2005 yılında istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü bir ilişkinin olması, duran varlık yatırımında bulunan işletmelerin aynı zamanda nakit tutma düzeylerini de arttırdıklarını ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuç, işletmelerin nakit bulundurma konusundaki tutumlarının finansal hiyerarşi teorisine uyumlu olduğunu göstermektedir.

1996 ve 2005 yıllarına ait regresyon analizi sonuçlarına göre, nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri arasındaki negatif yönlü ilişki, inceleme konusu işletmelerin büyüme sağlayacak yatırımların finansmanında, sermaye piyasasından uygun koşullarla fon bulamamaları nedeniyle, kâr paylarını kısıtıklarını ve yatırımları finanse etmede iç kaynakları tercih ettiklerini göstermektedir. Bu sonuçlar, işletmelerin nakit yönetimi konusundaki davranışlarını denge teorisine uyumlaştırmaktadır. Opler ve diğ. ile Ferreira-Vilela tarafından bulunan sonuçlar da bulunan sonuçla benzer yöndedir.

1996 yılına ait regresyon analizinden elde edilen veriler doğrultusunda nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkileyen istatistiksel olarak anlamlı değişkenler arasındaki ilişkiler ve bu ilişkilerin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uygunlukları Tablo IV.6'da gösterilmektedir.

Tablo IV.6. 1996 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları

Değişkenler	1996 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları	Sonuçların Uyumlu Olduğu Teoriler
Büyükük	Negatif	Denge teorisi
Borçlanma Oranı	Pozitif	Denge teorisi
Nakit akımları/net varlıklar	Pozitif	F.Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
NÇS/net varlıklar	Pozitif	-

Tablo IV.6'ya göre 1996 yılında, borçlanma oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı ve NÇS/net varlıklar oranındaki artışın bulunduran nakit miktarını arttırdığı, buna karşın işletme büyüklüğündeki artışın ise bulunduran nakit miktarını azalttığı söylenebilir. Nakit tutma düzeyi ile büyükük ve borçlanma oranı arasındaki ilişkiler, analizde yer alan işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge teorisine yaklaştıklarını göstermektedir. Diğer yandan nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı arasındaki ilişki finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygun hareket ettiklerini ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar doğrultusunda analizde yer alan işletmelerin 1996 yılında nakit yönetimi konusunda denge teorisine daha fazla yaklaştıklarını göstermektedir.

2005 yılına ait regresyon analizinden elde edilen veriler doğrultusunda nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkileyen istatistiksel olarak anlamlı değişkenler arasındaki ilişkiler ve bu ilişkilerin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileriyle uygunlukları Tablo IV.7'de gösterilmektedir.

Tablo IV.7. 2005 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları

Değişkenler	2005 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları	Sonuçların Uyumlu Olduğu Teoriler
Büyüklik	Negatif	Denge teorisi
Borçlanma Oranı	Pozitif	Denge teorisi
Nakit akımları/net varlıklar	Pozitif	F.Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
NÇS/net varlıklar	Pozitif	-
Banka Borcu	Negatif	F. Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
Sermaye Harcamaları	Pozitif	F. Hiyerarşi Teorisi

Tablo IV 7'ye göre 2005 yılında; borçlanma oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı, NÇS/net varlıklar oranı ve sermaye harcamalarındaki artışın bulundurulmuş nakit miktarını arttırdığı buna karşın; büyüklik ve banka borcundaki artışın bulundurulmuş nakit miktarını azalttığı görülmektedir. Nakit tutma düzeyi ile büyüklik ve borçlanma oranı arasındaki ilişkiler analizde yer alan işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge teorisine yaklaştıklarını göstermektedir. Nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı, banka borcu ve sermaye harcamaları arasındaki ilişkiler analizde yer alan işletmelerin nakit yönetimi konusunda finansal hiyerarşi teorisine uygun hareket ettiklerini göstermektedir. Nakit tutma düzeyi ile nakit akımları/net varlıklar oranı ve banka borcu arasındaki ilişkiler ise analizde yer alan işletmelerin nakit yönetimi konusunda serbest nakit akımları teorisine uygun hareket ettiklerini göstermektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda analizde yer alan işletmelerin 2005 yılında denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hiçbirine tam olarak yaklaşmadıklarını ve herhangi birinden uzaklaşmadıklarını ifade etmektedir.

1996 ve 2005 yılları arasında nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkilediği düşünülen değişkenler arasındaki ilişkilerde değişiklik olmadığı ancak bu değişkenlere ek olarak 2005 yılında nakit tutma düzeyini banka borcunun negatif yönlü, sermaye harcamalarının pozitif yönlü etkiledikleri tespit edilmiştir. Bu

sonuçlar doğrultusunda küçük ölçekli işletmelerin nakit akımlarını sadece net çalışma sermayesine yatırmaktan vazgeçtikleri, buna ek olarak duran varlık yatırımı yapmaya da başladıkları görülmektedir.

IV.6.4.2. Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel Regresyon

Analizi

İşletmelerin içinde buldukları sektörün nakit tutma düzeyi üzerinde etkili olup olmadığını, etkiliyse bu etkinin ne yönde olduğunu öğrenmek amacıyla kesitsel regresyon analizi hesaplamalarına sektör kukla değişkenleri de ilave edilmiştir. Sektörler sanayi, hizmet ve teknoloji olmak üzere üç gruba ayrılmışlardır. Her firma bulunduğu sektöre göre İMKB'den alınan sektör kodları temelinde sınıflandırılmıştır. Yapılan sınıflandırmada, sektörlerin hangi ana sektörler içinde bulunduğu Ek.1'de gösterilmektedir. Analizde yer alan işletmeler hangi sektörde faaliyette bulunuyorlarsa o sektöre "1" diğer sektörler "0" değeri verilmiştir. Sektör kukla değişkenlerinin yer aldığı regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned}
 \Delta (\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_t = & \alpha + \beta_1(\text{Büyükük}) + \beta_2(\text{PD/DD}) \\
 & + \beta_3(\text{Borçlanma Oranı}) \\
 & + \beta_4(\text{Ar-Ge/Satışlar}) + \beta_5(\text{Nakit Akımları/Net} \\
 & \text{Varlıklar}) + \beta_6(\text{NÇS/Net Varlıklar}) \\
 & + \beta_7(\text{Banka Borcu}) + \beta_8(\text{Sermaye Harcm.}) \\
 & + \beta_9(\text{Kâr Payı Değişkeni}) + \beta_{10}(\text{D}_{\text{SANAYİ}}) + \\
 & \beta_{11}(\text{D}_{\text{HİZMET}}) + \beta_{12}(\text{D}_{\text{TEKNOLOJİ}}) \\
 & + \mathcal{E}_t
 \end{aligned} \tag{12}$$

1996 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği kesitsel regresyon analizi sonuçları Tablo IV.8’de görülmektedir.

Tablo IV.8. 1996 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel Regresyon Analizi

	Beta Değeri	t Değeri	P Değeri
Sabit Terim.	-0,035	-0,397	0,692
Büyüklik	-0,440	-4,825	0,000*
PD/DD oranı	0,028	0,602	0,548
Borçlanma Oranı	0,283	4,216	0,000*
Nakit akımı/net varlıklar	0,124	2,249	0,025**
NÇS/net varlıklar	0,892	17,494	0,000*
Banka Borcu	0,019	0,460	0,646
Sermaye Harcamaları	-0,052	-0,952	0,342
Kâr Payı Değişkeni	-0,023	-0,503	0,615
Sanayi Sek.Kukla Değ.	0,013	0,100	0,920
Hizmet Sek. Kukla Değ.	0,161	1,418	0,158
Teknoloji Sek. Kukla Değ.	-0,006	-0,076	0,939
TOPLAM	3.252		
R²	0,706		

*0,01’de anlamlı

**0,05’de anlamlı

Tablo IV.8’deki sektör kukla değişkenlerinin eklendiği analiz sonuçlarına göre nakit tutma düzeyi ile büyüklik ($p=0,000$) arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü, borçlanma oranı ($p=0,000$), nakit akımları/net varlıklar oranı ($p=0,025$) ve NÇS/net varlıklar oranı ($p=0,000$) arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü bir ilişki görülmüştür.

Nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri ($p=0,615$), sermaye harcamaları (0,342) ve teknoloji kukla değişkeni ($p=0,939$) arasında negatif yönlü, PD/DD oranı ($p=0,548$), banka borcu ($p=0,646$), sanayi ($p=0,910$) ve hizmet ($p=0,158$) kukla değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki görülmüştür. Ancak bu ilişkiler istatistiksel olarak anlamsızdır.

1996 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği regresyon analizi sonuçları doğrultusunda nakit akımı yaratabilen, yüksek düzeyde net çalışma sermayesine sahip ve borçlanma olanakları bulunan işletmelerin daha fazla nakit

bulundurdukları belirlenmiştir. Buna karşın, büyük ölçekli işletmelerin daha az nakit bulundurdukları saptanmıştır.

1996 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği regresyon analizinde yer alan işletmelerin nakit yönetiminde bir değişikliğe gidip gitmediklerinin, gitmişlerse bu değişikliğin ne yönde olduğunun tespiti amacıyla 2005 yılı için aynı değişkenlerle yeni bir analiz daha yapılmıştır. 2005 yılına ait regresyon analizi sonuçları aşağıdaki Tablo IV.9'da görülmektedir.

Tablo IV.9. 2005 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Kesitsel Regresyon Analizi

	Beta Değeri	t Değeri	P Değeri
Sabit Terim.	-0,003	-0,068	0,946
Büyüklik	-0,338	-3,185	0,002*
PD/DD oranı	0,041	0,884	0,378
Borçlanma Oranı	0,507	5,853	0,000*
Nakit akımı/net varlıklar	0,332	5,514	0,000*
NÇS/net varlıklar	0,622	7,968	0,000*
Banka Borcu	-0,172	-2,665	0,008*
Sermaye Harcamaları	0,435	6,171	0,000*
Kâr Payı Değişkeni	-0,020	-0,435	0,664
Sanayi Sek.Kukla Değ.	-0,006	-0,038	0,970
Hizmet Sek. Kukla Değ.	0,021	0,148	0,883
Teknoloji Sek. Kukla Değ.	0,127	1,308	0,192
TOPLAM	3,252		
R²	0,537		

*0,01'de anlamlı

Tablo IV.9'daki 2005 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği analiz sonuçlarına göre nakit tutma düzeyi ile büyüklik ($p=0,002$) ve banka borcu ($p=0,008$) arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif yönlü, borçlanma oranı ($p=0,000$), nakit akımları/net varlıklar oranı ($p=0,000$), NÇS/net varlıklar oranı ($p=0,000$) ve sermaye harcamaları ($p=0,000$) arasında istatistiksel olarak pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri ($p=0,664$), sanayi kukla değişkeni ($p=0,970$) arasında negatif yönlü, PD/DD oranı ($p=0,378$), hizmet

($p=0,883$) ve teknoloji ($p=0,192$) kukla değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki görülmüştür. Ancak bu ilişkiler istatistiksel olarak anlamsızdır.

2005 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği regresyon analizi sonuçları doğrultusunda yatırım ve borçlanma olanakları bulunan, nakit akımı yaratabilen, yüksek düzeyde net çalışma sermayesine sahip işletmelerin daha fazla nakit bulundurduğu belirlenmiştir. Buna karşın büyük ölçekli ve bankalardan borç alabilme gücü yüksek işletmelerin daha az nakit bulundukları saptanmıştır.

1996 ve 2005 yıllarına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği analiz sonuçları incelendiğinde nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkilediği düşünülen değişkenler arasındaki ilişkilerin 1996 ve 2005 yıllarındaki regresyon analizi sonuçlarıyla benzer yönde olduğu görülmektedir. Analize dahil edilen sektör kukla değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olmamasına bağlı olarak işletmelerin faaliyette buldukları sektörün nakit yönetimi konusunda herhangi bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

1996 yılına ait sektör kukla değişkenlerinin eklendiği regresyon analizinden elde edilen veriler doğrultusunda nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkileyen istatistiksel olarak anlamlı değişkenler arasındaki ilişkiler ve bu ilişkilerin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygunlukları Tablo IV.10'da gösterilmektedir.

Tablo IV.10. 1996 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları

Değişkenler	1996 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları	Sonuçların Uyumlu Olduğu Teoriler
Büyüklik	Negatif	Denge teorisi
Borçlanma Oranı	Pozitif	Denge teorisi
Nakit akımları/net varlıklar	Pozitif	F.Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
NÇS/net varlıklar	Pozitif	-

Tablo IV.10'a göre sektör kukla değişkenlerinin eklendiği 1996 yılında, borçlanma oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı ve NÇS/net varlıklar oranlarının nakit tutma düzeyi ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip oldukları, buna karşın işletme büyüklüğünün nakit tutma düzeyi ile negatif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Bu sonuçlar doğrultusunda sektör kukla değişkenlerinin eklendiği 1996 yılında işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge teorisine daha yakın hareket ettikleri görülmektedir.

2005 yılına ait regresyon analizinden elde edilen veriler doğrultusunda nakit tutma düzeyi ile nakit tutma düzeyini etkileyen istatistiksel olarak anlamlı değişkenler arasındaki ilişkiler ve bu ilişkilerin denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerine uygunlukları Tablo IV.11'de gösterilmektedir.

Tablo IV.11. 2005 Yılına Ait Sektör Kukla Değişkenlerinin Eklendiği Regresyon Analizi Sonuçlarının Denge, Finansal Hiyerarşi ve Serbest Nakit Akımları (SNA) Teorileriyle Uygunlukları

Değişkenler	2005 Yılına Ait Regresyon Analizi Sonuçları	Sonuçların Uyumlu Olduğu Teoriler
Büyüklik	Negatif	Denge teorisi
Borçlanma Oranı	Pozitif	Denge teorisi
Nakit akımları/net varlıklar	Pozitif	F.Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
NÇS/net varlıklar	Pozitif	-
Banka Borcu	Negatif	F. Hiyerarşi, S.N.A. Teorileri
Sermaye Harcamaları	Pozitif	F. Hiyerarşi Teorisi

Tablo IV 11'e göre sektör kukla değişkenlerinin eklendiği 2005 yılında, nakit tutma düzeyi ile borçlanma oranı, nakit akımları/net varlıklar oranı, NÇS/net varlıklar oranı ve sermaye harcamaları arasında pozitif yönlü buna karşın, büyüklük ve banka borcu arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre analizde yer alan işletmelerin sektör kukla değişkenlerinin eklendiği 2005 yılında denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hiçbirine tam olarak yaklaşmadıkları ve herhangi birinden uzaklaşmadıkları belirlenmiştir.

IV.6.5. İşletmelerin Nakit Tutma Düzeylerinin Analizi

Çalışmanın bu bölümünde, fazla nakde sahip işletmeler olarak tanımlanan beklenenden (tahmin edilenden) daha çok nakit bulunduran işletmelerin buldukları bu nakit varlıkları hangi alanlarda kullandıklarının analizi yapılmıştır. İşletmeler sahip oldukları fazla nakdi kâr payı ödemelerinde, sermaye harcamalarının finansmanında kullanmak; faaliyetlerini sürdürmek, yatırım fırsatlarını değerlendirmek ve olağanüstü durumlara karşı hazırlıklı olmak amaçlarıyla elde tutabileceklerdir. Bu bölümde firmaların sahip oldukları fazla nakdi yukarıda belirtilen alanlara tahsisi konusundaki tercihleri incelenmektedir. Böyle bir tercih aynı zamanda inceleme konusu işletmelerin nakdi kullanma davranışlarının hangi teorik yaklaşıma uygun olduğu konusunda da yol gösterecektir. Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarını ölçmek amacıyla işletmeler PD/DD oranına göre yüksek ve düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmeler olarak ikiye ayrılmışlardır. Yüksek ve düşük yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerin sermaye harcamaları, kâr payı ödemeleri ve nakit varlıklara yatırım konusundaki tutumlarının değişiklik gösterip göstermediği incelenmiştir.

Bu bölümde öncelikle işletmelerin beklenen nakit tutma düzeyleri tahmin edilmiş daha sonra gerçekleşen nakit tutma düzeyleri ile ilişkilendirilerek fazla nakde sahip olan işletmeler saptanmış ve bu işletmelerin fazla nakdi nasıl kullandıkları analiz edilmiştir.

IV.6.5.1. İşletmelerin Beklenen Nakit Tutma Düzeylerinin Belirlenmesi

Beklenenden az ve fazla nakde sahip olan işletmelerin belirlenmesinde bir gösterge olarak kullanılan beklenen nakit tutma düzeyinin (nakit varlıklar/net varlıklar oranı) saptanması amacıyla regresyon analizinden faydalanılmıştır. Oluşturulan regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$y = a + bx + e_t \quad (13)$$

$$(\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_t = a + b(\text{Nakit Varlıklar/Net Varlıklar})_{t-1} + e_t \quad (14)$$

Denkleminde yer alan a ve b değerleri aşağıdaki formüller yardımıyla hesaplanmıştır.

$$b = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum (x_i - \bar{x})^2} \quad (15)$$

$$a = \bar{y} - b\bar{x} \quad (16)$$

Yukarıdaki regresyon denklemini oluşturmak için kullanılan veriler Tablo IV.12'de bulunmaktadır.

Tablo IV.12. Regresyon Denkleminde Kullanılan Veriler

x_i (t-1)	y_i (t)
0,12	0,16
0,16	0,15
0,15	0,16
0,16	0,18
0,18	0,17
0,17	0,18
0,18	0,18
0,18	0,14
0,14	0,14
0,14	0,10
0,10	0,12
$\bar{x} =$ 0,153	$\bar{y} =$ 0,153

Bu işlemler sonucunda işletmelerin beklenen nakit tutma düzeylerini belirlemede kullanılan regresyon denklemi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$y = 0,067 + 0,56x \quad (17)$$

Denklemden x yerine gerçekleşen nakit tutma düzeyi (nakit varlıklar/net varlıklar oranı) yazılarak beklenen nakit tutma düzeyi (nakit varlıklar/net varlıklar oranı) elde edilmiştir. Sonrasında gerçekleşen nakit tutma düzeyi beklenen nakit tutma düzeyinden çıkarılarak işletmelerin fazla veya az nakit düzeyine sahip olup olmadıkları belirlenmiştir. Sonucun pozitif çıkması halinde işletmelerin fazla veya beklenenden fazla nakit düzeyine sahip oldukları, negatif çıkması halinde ise işletmelerin beklenenden az nakit düzeyine sahip oldukları saptanmıştır. Buradan hareketle analize dahil olan bütün işletmeler için yıllar itibarıyla hesaplanan fazla nakit düzeyleri ve beklenenden az nakit tutma düzeyleri Tablo IV.13'te gösterilmektedir.

Tablo IV.13. Yıllar İtibarıyla Tüm İşletmelerin Beklenenden Az ve Fazla Nakit Tutma Düzeyleri

Yıllar	Gerçekleşen nakit tutma düz.	Beklenen nakit tutma düz.	Beklenenden az veya fazla nakit tutma düz.
1994	0,16	0,1566	0,0034
1995	0,15	0,1510	-0,001
1996	0,16	0,1566	0,0034
1997	0,18	0,1678	0,0122
1998	0,17	0,1622	0,0078
1999	0,18	0,1678	0,0122
2000	0,18	0,1678	0,0122
2001	0,14	0,1454	-0,0054
2002	0,14	0,1454	-0,0054
2003	0,10	0,123	-0,023
2004	0,12	0,1342	-0,0142

Tablo IV.13'e göre tüm işletmeler için hesaplanan beklenenden fazla ve beklenenden az nakit miktarı ortalamalarından hareketle 1994, 1996, 1997, 1998, 1999 ve 2000 yıllarında beklenenden fazla nakit düzeyine sahip oldukları, 1995,

2001, 2002, 2003 ve 2004 yıllarında ise beklenenden az nakit düzeyine sahip oldukları görülmektedir. 1995 ve 2001 yıllarında ülkemizde yaşanan ekonomik krizlerin satışları azaltması, girdi maliyetleri ile borçlanma maliyetlerini arttırması nedeniyle işletmelerin nakit tutma düzeylerinde azalma meydana geldiği ve beklenen nakit tutma düzeyine ulaşamadıkları görülmektedir. 1995 yılında yaşanan ekonomik krizin 2001 yılında yaşanan krize oranla işletmelerin nakit tutma düzeyleri üzerindeki etkisinin daha kısa sürdüğüdür. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin nakit tutma düzeyleri üzerindeki etkisinin 2004 yılını da kapsayan dönemde devam ettiğini, bu yılda da işletmelerin beklenenden az nakde sahip olmaları göstermektedir.

Yıllar itibariyle tüm işletmelerin nakit tutma düzeyleri belirlendikten sonra 01/01/1994-31/12/2004 tarihleri arasında İMKB'de işlem gören işletmelerin beklenen nakit tutma düzeyleri tek tek tespit edilmiştir. Gerçekleşen nakit tutma düzeyinden beklenen nakit tutma düzeyi çıkarılarak beklenenden az veya fazla nakit tutma düzeyine sahip olan işletmeler belirlenmiştir. Yıllar itibariyle beklenenden fazla ve beklenenden az nakit tutma düzeyine sahip işletmeler Ek.2'de gösterilmektedir.

IV.6.5.2. Fazla Nakde Sahip Olan İşletmelerde Harcamalar

Çalışmanın bu bölümünde inceleme konusu işletmeler düşük ve yüksek nakit tutma düzeylerine göre sınıflandırıldıktan sonra fazla nakde sahip olanlar, her yıl için piyasa değeri/defter değeri oranı düşük (yatırım fırsatları düşük) işletmeler ve PD/DD oranı yüksek (yatırım fırsatları yüksek) işletmeler olarak ikiye ayrılmışlardır. İşletmeler yatırım fırsatlarına göre ikiye ayrıldıktan sonra yatırım fırsatları düşük ve

yüksek olanlar kendi içlerinde yıl yıl fazla nakit düzeyleri esas alınarak çeyreklere ayrılmışlardır. Fazla nakde sahip olan işletmelerin, bu nakdi hangi alanlarda kullandıklarının belirlenmesi amacıyla her yılın her çeyreği tek bir Excel tablosunda toplanmış ve tüm işletmelerin sermaye harcamaları, kâr payı ödemeleri, nakit akımı/net varlıklar ortalamaları alınmıştır. Fazla nakde sahip olan işletmelerin bu fazla nakdi sermaye harcamaları, kâr payı ödemeleri ve nakit olarak bulundurma seçeneklerinden hangisinde kullandıklarını gösteren Tablo IV.14 aşağıdaki gibidir.

Tablo IV.14. Beklenenden Fazla Nakde Sahip İşletmelerin Fazla Nakdi Kullanım Alanları

	1.çeyrek	2.çeyrek	3.çeyrek	4.çeyrek
Sermaye Harcamaları				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,387 [70]	0,572 [81]	0,540 [76]	0,378 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,437 [43]	0,209 [46]	0,445 [51]	0,275 [55]
Kâr Payı Ödemeleri				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,021 [72]	0,043 [81]	0,031 [76]	0,040 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,064 [43]	0,070 [46]	0,116 [51]	0,200 [55]
Nakit Akımı/Net Varlıklar				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,269 [72]	0,351 [80]	0,511 [76]	0,450 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,342 [43]	0,413 [46]	0,484 [51]	0,576 [55]

Tablo IV.14'e göre fazla nakit bulundurma düzeyine ve düşük ve yüksek PD/DD oranına sahip olmalarına göre sınıflandırılmış işletmelerin harcama davranışlarının kararsız bir yapıda olduğu görülmektedir. Bu nedenle fazla nakdin harcama kalıplarının incelenebilmesi için öncelikle fazla nakde sahip işletmeler içinde PD/DD oranı yüksek ve düşük seviyede olanların daha sonra da düşük fazla nakde sahip olan işletmelerle yüksek fazla nakde sahip olan işletmelerin karşılaştırılması analizi anlamlı olacaktır.

Fazla nakde sahip olan işletmeler içerisinde yatırım fırsatları düşük seviyede olan işletmeler ile yatırım fırsatları yüksek seviyede olan işletmelerin fazla nakdi

harcama konusundaki tutumlarının farklılık gösterip göstermediğinin tespiti amacıyla, geliştirilen Hipotez 4 test edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo IV.15'te gösterilmiştir.

Tablo IV.15. Düşük PD/DD Oranına Sahip İşletmelerle Yüksek PD/DD Oranına Sahip İşletmelerin Fazla Nakdi Kullanım Alanları

	1.çeyrek	2.çeyrek	3.çeyrek	4.çeyrek
Sermaye Harcamaları				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,387 [70]	0,572 [81]	0,540 [76]	0,378 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,437 [43]	0,209 [46]	0,445 [51]	0,275 [55]
t istatistik (p değeri)	-0,897 (0,504)	1,669 (0,875)	0,514 (0,310)	1,623 (0,983)
Kâr Payı Ödemeleri				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,021 [72]	0,043 [81]	0,031 [76]	0,040 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,064 [43]	0,070 [46]	0,116 [51]	0,200 [55]
t istatistik (p değeri)	-4,775 (0,000*)	-1,980 (0,043**)	-3,442 (0,003*)	-4,336 (0,000*)
Nakit Akımı/Net Varlıklar				
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,269 [72]	0,351 [80]	0,511 [76]	0,450 [86]
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,342 [43]	0,413 [46]	0,484 [51]	0,576 [55]
t istatistik (p değeri)	-1,956 (0,834)	-0,971 (0,423)	0,117 (0,448)	-1,987 (0,901)

t istatistik hesaplamalarının yapıldığı kutucuklar hariç, her kutucukta üst kısımda yer alan değerler ortalamaları, alt kısımda yer alan parantez içindeki değerler ise işletme sayısını göstermektedir.

* 0,01'de anlamlı

**0,05'de anlamlı

İşletmelerin fazla nakdi sermaye harcamalarında kullanma yönündeki davranışları incelendiğinde yüksek yatırım fırsatlarına sahip, fazla nakit tutan işletmeler içerisinde nakit tutma düzeyi düşük seviyede olan işletmelerin (1.çeyrektekiler) nakit tutma düzeyi yüksek seviyede olan işletmelerden (4.çeyrektekiler) daha fazla sermaye harcaması yaptıkları görülmektedir. Ancak bulunan bu sonuç istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu durumda, fazla nakit tutma düzeylerinin tüm çeyreklerinde Hipotez 4'teki H_1 hipotezi reddedilerek düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin sermaye harcamaları ile yüksek yatırım

fırsatlarına sahip işletmelerin sermaye harcamaları arasında fark olmadığı söylenebilir.

Fazla nakdin kâr payı ödemelerinde kullanılması konusunda düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerin davranışları incelendiğinde, her iki çeyrekte de yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin daha fazla kâr payı ödediği görülmektedir. Bulunan sonuç istatistiksel olarak da anlamlıdır. Buna bağlı olarak fazla nakit tutma düzeylerinin tüm çeyreklerinde Hipotez 4'deki H_0 hipotezi reddedilerek düşük yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin kâr payı ödemeleri ile yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin kâr payı ödemelerinin farklı olduğu belirtilebilir.

Fazla nakdin, nakit olarak muhafaza edilmesi konusunda düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip olan işletmeler incelendiğinde her iki çeyrekte de yüksek yatırım fırsatlarına sahip olan işletmelerin daha yüksek nakit bulundurmaya tercih ettikleri görülmektedir. Ancak bulunan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı olmadığından fazla nakit tutma düzeylerinin tüm çeyreklerinde Hipotez 4'teki H_1 hipotezi reddedilerek yatırım fırsatları düşük seviyede olan işletmelerin nakit akımları ile yatırım fırsatları yüksek seviyede olan işletmelerin nakit akımları arasında fark olmadığı görülmektedir.

Yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerdeki kâr payı dağıtım oranının yatırım fırsatları daha düşük seviyede olan işletmelerden daha fazla olması nedeniyle, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil çatışmalarının azalacağı şeklinde bir açıklama yapılabilir.

Fazla nakde sahip işletmeler içerisinde en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerle en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin fazla nakdi harcama

konusundaki davranışlarının farklılık gösterip göstermediğinin tespiti amacıyla, geliştirilen Hipotez 5 test edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo IV.16.'da gösterilmiştir.

Tablo 16.Yüksek Nakit Tutma Düzeyine Sahip İşletmelerle Düşük Nakit Tutma Düzeyine Sahip İşletmelerin Fazla Nakdi Kullanım Alanları

	1.çeyrek	2.çeyrek	3.çeyrek	4.çeyrek	(t istatistik) p değeri
Sermaye Harcamaları					
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,387 [70]	0,572 [81]	0,540 [76]	0,378 [86]	0,182 (0,400)
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,437 [43]	0,209 [46]	0,445 [51]	0,275 [55]	2,221 (0,806)
Kâr Payı Ödemeleri					
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,021 [72]	0,043 [81]	0,031 [76]	0,040 [86]	-4,684 (0,000*)
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,064 [43]	0,070 [46]	0,116 [51]	0,200 [55]	-2,657 (0,000*)
Nakit Akımı/Net Varlıklar					
PD/DD Oranı Düşük Olan İşletmeler	0,269 [72]	0,351 [80]	0,511 [76]	0,450 [86]	-3,639 (0,002*)
PD/DD Oranı Yüksek Olan İşletmeler	0,342 [43]	0,413 [46]	0,484 [51]	0,576 [55]	-4,030 (0,009*)

t istatistik hesaplamalarının yapıldığı kutucuklar hariç, her kutucukta üst kısımda yer alan değerler ortalamaları, alt kısımda yer alan parantez içindeki değerler ise işletme sayısını göstermektedir.

*0,01'de anlamlı ,

En düşük ve en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin fazla nakdi sermaye harcamalarına tahsisleri konusundaki davranışları incelendiğinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunamamıştır. Bu durumda düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin her ikisinde Hipotez 5'teki H_1 hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin sermaye harcamaları ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin sermaye harcamaları arasında fark olmadığı söylenebilir.

Yüksek fazla nakde sahip işletmelerde kâr payı ödemelerinin de fazla olduğu görülmektedir. Bulunan sonuç istatistiksel olarak da anlamlıdır. Buna bağlı olarak düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin her ikisinde de Hipotez 5'teki H_0 Hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin kâr payı

ödemeleri ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin kâr payı ödemeleri arasında fark olduğu belirtilebilir.

Daha yüksek fazla nakit bulunduran işletmeler daha az fazla nakit bulunduran işletmelere göre, bu fazla nakdi nakit olarak bulundurma eğilimdedirler. İstatistiksel olarak da anlamlı olan bu sonuca göre, düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmelerin her ikisinde de Hipotez 5'teki H_0 hipotezi reddedilerek en düşük nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin nakit akımları ile en yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmelerin nakit akımları arasında fark olduğu görülmektedir.

Daha yüksek fazla nakit bulunduran işletmelerin daha düşük fazla nakit bulunduran işletmelerden daha fazla kâr payı ödeme tutumlarının hissedarlar ve yöneticiler arasındaki temsil çatışmasını azaltıcı bir etki yaratabileceği ancak, fazla nakdi nakit olarak tutma eğilimlerinin yüksekliğinin söz konusu çatışmayı artırabileceği söylenebilir.

Yatırım fırsatlarına ve bulundurulan fazla nakdin düşük veya yüksek seviyede olmasına göre yapılan karşılaştırmalara dayanarak aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

1. Yüksek PD/DD oranına yani yatırım fırsatlarına sahip işletmeler daha yüksek kâr payı dağıtmayı tercih etmektedirler.

2. Yüksek fazla nakit bulunduran işletmelerin bu fazla nakdi kâr payı ödemesinde kullandıkları ve nakit olarak bulundurdukları görülmektedir.

3. Fazla nakdin sermaye harcamalarına tahsisi konusunda gerek nakit tutma düzeyinin düşük ve yüksek olması, gerekse de yatırım fırsatlarının düşük ve yüksek olmasına göre gruplandırılmış işletmeler arasında fark olmadığı saptanmıştır.

SONUÇ

Nakit yönetimi, yükümlülüklerin ve faaliyetlerin rahatlıkla yerine getirilebilmesi, fazla nakdin neden olduğu maliyetlerin minimize edilmesi ve bu yolla işletmenin piyasa değerinin artırılması amacıyla gerçekleştirilen faaliyetlere odaklanmaktadır. Yöneticiler, günlük faaliyetlerin gerektirdiği ödemelerin gerçekleştirilmesi, ortaya çıkabilecek olağanüstü durumlara karşı hazırlıklı olunması, kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi ve bankaların belirlemiş olduğu minimum nakit bakiyesinin korunması gibi nedenlerle nakit varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca nakit yönetimi, optimum nakit tutarını belirlemek, nakit girişlerini hızlandırmak-nakit çıkışlarını yavaşlatmak, fazla fonları kısa vadeli yatırımlarda değerlendirmek ve bankalarla iyi ilişkiler kurmak gibi amaçlar gütmektedir. Geleceğe ilişkin nakit akımlarının tahmin edilebilirliği, nakit giriş ve çıkışları arasındaki zaman uyumu, işletmenin faaliyette bulunduğu işkolu, işletme büyüklüğü, tedarikçilerle kurulan ilişkiler, alacak tahsil ve stok devir sürelerinin uzunluğu, işletmenin kredi kullanma kapasitesi, ödenmemiş sermaye miktarı, borçların vade yapıları ve özellikleri, işletmenin faaliyette bulunduğu ülkedeki ekonomik koşullar, ekonomik konjonktür, endüstri kolundaki rekabet ve işletmenin riske karşı olan tutumu da nakit varlıklara yapılacak yatırım tutarını belirlemede etkili olmaktadır.

Nakit yönetimi, karmaşık ve zaman alıcı olması nedeniyle uzun yıllar yöneticilerden gereken önemi görememiştir. Yöneticiler, sadece nakit yetersizliğinden kaynaklanan maliyetleri dikkate almışlar ve bu maliyetler çerçevesinde nakit varlıklara yatırım yapmışlardır. Ancak nakit tutmanın neden olduğu fırsat maliyeti ile temsil maliyetlerinin azaltılmasının işletmelere rekabet

avantajı sağlaması ve işletmelerin piyasa değerini arttırması yöneticileri optimum nakit tutarını belirlemek amacıyla çalışmalar yapmaya yöneltmiştir.

Nakit yönetimi, klasik yaklaşım ve modern yaklaşım çerçevesinde değerlendirilmektedir. Klasik yaklaşım çerçevesinde geliştirilen modeller, optimum nakit tutarının belirlenmesi amacıyla işlem ve fırsat maliyetlerini dikkate alan modellerdir. Modern yaklaşım çerçevesinde geliştirilen modeller ise, firma değerini arttırmak amacıyla nakit tutma düzeyini belirlemektedirler. Bu amaçla işlem ve fırsat maliyetlerine ek olarak finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetrik bilgi ve temsil maliyetleri de dikkate alınmış ve bu maliyetler temelinde denge teorisi, finansal hiyerarşi teorisi ve serbest nakit akımları teorisi nakit yönetimine uyarlanmıştır.

Klasik yaklaşım içerisinde Baumol, Miller-Orr, Beranek ve Stone modelleri bulunmaktadır. Baumol modeli nakit giriş ve çıkışlarının belli bir dönem içerisinde bilindiklerini, devamlı ve düzenli olduklarını, sadece işlem güdüsüyle nakit tuttuklarını kabul etmekte ve fırsat ve işlem maliyetlerinden hareketle optimum nakit tutarını belirlemektedir. Miller-Orr modeli ise, nakit giriş ve çıkışlarının tam olarak tahmin edilmesinin mümkün olmayacağını ifade ederek nakit ve menkul kıymetler arasındaki değişimin zaman ve miktarını belirlemektedir. Stone modeli Miller-Orr modelini temel alarak iki aşamalı kontrol sınırları geliştirmiş ve nakit tutma düzeyinin içteki sınırlara gelmesi halinde yöneticilerin gerekli tedbirleri almaları gerektiğini belirtmiştir. Beranek modeli, nakit çıkışlarının kontrol edilebileceğini, buna karşın nakit girişlerinin kontrol edilmesinin mümkün olmadığını ifade etmektedir. Beranek modeline göre menkul kıymetlere yapılacak bir birimlik yatırım sağlayacağı ilave gelir bir birimlik nakit yetersizliğinin neden olacağı maliyet artışına eşit oluncaya kadar menkul kıymetlere yatırım yapılmalıdır.

Modern yaklaşım içerisinde denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorileri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerini, asimetrik bilgiyi ve temsil maliyetlerini dikkate alarak nakit tutma düzeyi ile kâr payı ödemeleri, yatırım fırsatları, nakit benzeri varlıklar, borçlanma düzeyi, işletme büyüklüğü ve nakit akımları arasındaki ilişkiler konusunda öngörülerde bulunmaktadır.

Finansal sıkıntı, işletmenin nakit akımlarının mevcut yükümlülükleri karşılayamaması anlamına gelmektedir. İflas ise işletmenin mahkeme yoluyla tasfiye sürecine girmesi olarak tanımlanabilir. Asimetrik bilgi, yöneticilerin, hissedarların ve borç verenlerin farklı bilgi düzeyine sahip olmaları şeklinde ifade edilebilir. Asimetrik bilgi sonucunda yöneticiler ile hissedarlar ve borç verenler ile hissedarlar arasında temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetler ortaya çıkmaktadır.

Denge teorisi işletmelerin nakit tutma düzeylerini, nakit varlıkların fayda ve maliyetlerini dikkate alarak belirlemeleri gerektiğini savunmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisi ise yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde hiyerarşik bir yapının takip edilmesinin maliyetleri azaltacağını belirtmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre yatırımların finanse edilmesinde nakit varlıklar ilk sırada hisse senedi ihracı ise son sırada bulunmaktadır. Serbest nakit akımları teorisi ise yüksek nakit akımlarına sahip işletmelerde yöneticilerin hissedarların zararına faaliyette bulunma olasılıklarının artacağını ve bunun da yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetlere yol açacağını ifade etmektedir. Kârlı yatırım fırsatlarının varlığında nakdin bu alanlarda kullanılmasından dolayı temsil maliyetlerinin azalacağı, ancak kârlı yatırım fırsatlarının olmadığı dönemlerde yöneticilerin temsil maliyetlerini azaltmak için mevcut nakdi ortaklara kâr payı olarak ödeyecekleri belirtilmektedir.

Bu çalışmada, işletmelerin nakit tutma düzeylerindeki değişimler, hedef nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıkları, nakit tutma düzeyine göre firmaların karakteristikleri, nakit tutma düzeyine etki eden faktörler, analize dahil olan işletmelerin beklenenden az veya fazla nakde sahip olup olmadıkları, fazla nakde sahip işletmelerin bu nakdi hangi alanlarda kullandıkları saptanmaya ve bulunan sonuçların nakit yönetiminde kullanılan modern yaklaşımlardan hangisine uygun olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla İMKB’de faaliyet gösteren işletmelerin mali tablolarındaki verilerden yararlanılarak analizler yapılmıştır.

İnceleme konusu işletmelerin nakit varlık tutma düzeylerinin 1994-2000 döneminde ılımlı artış ve azalışlar göstermesine karşın, bu tarihten sonra 2003 yılına kadar önemli bir azalış gösterdiği saptanmıştır. Bu azalışın 2001 yılında yaşanan krizin bir sonucu olduğu değerlendirilebilir. Kriz dönemlerinde stok çevrim süresinin ve alacakların tahsilat sürelerinin uzaması üretim için ek fon ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bankaların kriz dönemlerinde kredi faizlerini arttırmaları işletmelerin ek fon ihtiyacını karşılamak için nakit varlıklarını kullanmalarına neden olmuştur.

Nakit tutmanın fayda ve maliyetlerinin dengelenmesine önem verilip verilmediğini ölçmek amacıyla işletmelerin hedef nakit tutma düzeylerinin olup olmadığı incelenmiştir. İşletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olup olmaması denge teorisi ile finansal hiyerarşi teorisinden hangisine uygun hareket edildiği konusuna da açıklık getirmektedir. Denge teorisi, işletmelerin hedef nakit tutma düzeylerinin olması gerektiğini, finansal hiyerarşi teorisi ise işletmelerde hedef nakit tutma düzeyinin olmadığını savunmaktadır. İşletmelerin t yılındaki ortalama nakit tutma düzeylerinin t-1 yılındaki ortalama nakit tutma düzeyine yakın olup olmaması bu

işletmelerin hedef nakit düzeyine sahip olup olmadıkları konusunda bilgi vermektedir. Sonuçlar doğrultusunda işletmelerin hedef nakit düzeyine sahip oldukları, nakit tutmanın fayda ve maliyetlerini dikkate aldıkları ve denge teorisine uygun hareket ettikleri saptanmıştır.

Nakit tutma düzeyini etkilediği düşünülen değişkenlerin düşük ve yüksek nakit tutma düzeylerinde nasıl hareket ettikleri incelenmiştir. Bu amaçla, işletmeler nakit tutma düzeylerine göre %25'lik dilimlerden oluşan dört gruba ayrılmış ve diğer değişkenlerdeki değişim incelenmiştir. Sonuçlar doğrultusunda nakit tutma düzeyi yüksek olan işletmelerin büyük ölçekli, yüksek PD/DD oranına sahip, görece olarak daha fazla kâr payı ödeyen ve daha az borçlanan işletmeler oldukları tespit edilmiştir.

İşletmelerin nakit bulundurma düzeyini etkileyen faktörleri ve bu faktörlerin değişim gösterip göstermediğini tespit etmek amacıyla 1996 ve 2005 yılları için kesitsel regresyon analizi yapılmıştır. Ayrıca işletmelerin faaliyette buldukları sektörün nakit yönetimi üzerinde etkili olup olmadığını, etkiliyse bu etkinin ne yönde olduğunu öğrenmek amacıyla kesitsel regresyon analizi hesaplamalarına sektör kukla değişkenleri de eklenmiştir.

1996 yılına ait kesitsel regresyon analizi sonuçlarına göre, borçlanma olanakları fazla olan, nakit akımı yaratabilen ve net çalışma sermayesine sahip işletmelerin daha fazla nakit bulundurduğu, buna karşın büyük ölçekli işletmelerin daha az nakit bulundurduğu saptanmıştır. 1996 yılında işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge teorisine yaklaştıkları görülmüştür.

2005 yılına ait kesitsel regresyon analizi sonuçlarının 1996 yılına ait sonuçlarla benzer yönde olduğu ancak, mevcut sonuçlara ek olarak 2005 yılında nakit tutma düzeyini banka borcunun negatif yönlü ve sermaye harcamalarının

pozitif yönlü etkilediği tespit edilmiştir. Buna göre borçlanma olanakları bulunan, nakit akımı yaratabilen, net çalışma sermayesine sahip ve sermaye harcamalarına ağırlık veren işletmelerin daha fazla nakit bulduklarını, buna karşın büyük ölçekli ve bankalardan borç alabilme gücü yüksek işletmelerin daha az nakit bulduklarını saptanmıştır. 2005 yılında işletmelerin nakit yönetimi konusunda denge, finansal hiyerarşi ve serbest nakit akımları teorilerinden hiçbirini desteklemedikleri ve reddetmedikleri görülmüştür.

İşletmelerin faaliyette bulunduğu sektörlerin nakit bulundurma düzeyi üzerinde etkisi olup olmadığını test etmek için yapılan analiz sonuçlarının sektörle değişkenlerinin eklenmediği analiz sonuçlarına göre farklılık göstermediği, inceleme konusu her yılda da işletmelerin faaliyette buldukları sektörün nakit yönetimi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı saptanmıştır.

İşletmelerin fazla nakit tutma düzeyine sahip olup olmadıklarını ve fazla nakde sahip olan işletmelerin bu nakdi, sermaye harcamaları, kâr payı ödemeleri ve nakit olarak bulundurma seçeneklerinden hangisinde kullandıklarını tespiti amacıyla analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yüksek PD/DD oranına yani yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmeler, sahip oldukları fazla nakdi kâr payı şeklinde dağıtmaktadırlar. Nakit tutma düzeyi yüksek olan işletmeler ise, fazla nakdi kâr payı şeklinde dağıtmakta ve nakit olarak ellerinde tutmaktadırlar. Diğer yandan fazla nakdin, sermaye harcamalarında kullanılma durumu incelendiğinde düşük ve yüksek nakit tutma düzeyine sahip işletmeler ile düşük ve yüksek yatırım fırsatlarına sahip işletmeler arasında fark olmadığı tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin (1998); “*Finansal Yönetim*”, Avcıol Matbaası, 7. Baskı, İstanbul.
- Barclay, Michael J.; Smith, Clifford W.; Watts, Ross L. (1992); “The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies”, *Journal of Financial Economics*, vol.32, Pages 263-292 in *The New Corporate Finance*, (1999), Ed.by Chew, Donald H., McGraw-Hill, 4. Edition, Singapore.
- Barclay, Michael J; Smith, Clifford W. (1999); “The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence”, *Journal of Corporate Finance*, vol.12, no.1, Spring in *The Revolution in Corporate Finance*, (2003); Ed.by: Joel M. Stern and Donald H. Chew, Blackwell Publishing, 4. Edition, Pages 153-167.
- Başoğlu, Ufuk; Ceylan, Ali; Parasız İlker (2001); “*Finans Teori Kurum Uygulama*”, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Berk, Niyazi (2003); “*Finansal Yönetim*”, Türkmen Kitabevi, 7. Baskı, İstanbul.
- Birgili, Erhan; Tunahan, Hakan (2002); “*Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı*”, 6. ERC/METU International Conferance, 11-14 September, Ankara
- Bolak, Mehemt (2000); “*İşletme Finansı*”, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- Bolak, Mehmet (2001); “*Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*”, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan (2001); “*İşletme Finansının Temelleri*”, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.

- Canbaş, Serpil; Doğukanlı, Hatice (1997); “*Finansal Pazarlar*”, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- Ceylan, Ali (2001); “*İşletmelerde Finansal Yönetim*”, Ekin Kitabevi, 7. Baskı, Bursa.
- Clifford, Smith; Opler, Tim; Thevenet, Rich; Soter, Dennis; Ikenberry, David; Sirri, Erik (2001); “Stern Stewart Rondtable on Capital Structure and Stock Repurchase”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, vol.14, no.1, Pages 8-41 in *The New Corporate Finance*, (1999), Ed.by Chew, Donald H., McGraw-Hill, 4. Edition, Singapore, Pages 203-239.
- Clifford, W. Smith (1990); “*The Modern Theory of Corporate Finance*”, McGraw-Hill Publishing Company, 2. Edition.
- D’Mello, Ranjan; Krishnaswami, Sudha; Larkin, Patrick J. (2005); “An Analysis of The Corporate Cash Holding Decision”, Working Paper, November.
- Damodaran, Aswath (2005); “*Corporate Finance: Theory and Practice*”, John Wiley Company, 2. Edition, USA.
- Dittmar, Amy; Mahrt-Smith, Jan; Servaes, Henri (2003); “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.38, no.1, March, Pages 111-133.
- Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal (2005); “*Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*”, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ercan, Metin Kamil; Üreten, Aykan (2000); “Firma Değerinin Tespiti ve Önemi”, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Erol, Cengiz (1991); “*Nakit Akım Yaklaşım Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi-Mali Tablolar Analizi*”, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 167, Ankara.

- Faleye, Olubunmi (2004); “Cash and Corporate Control”, *The Journal of Finance*, vol.59, no.5, October, Pages 2041-2060.
- Faulkender, Michael (2004); “Cash Holdings Among Small Businesses”, Working Paper, Washington University, St Louis-John M. Olin School of Business, March.
- Ferreira, Miguel A.; Vilela, Antonio S. (2004); “Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries”, *European Financial Management*, vol.10, no.2, Pages 295-319.
- Gallinger, George W; Healey, P. Basil (1987); “*Liquidity Analysis and Management*”, Addison – Wesley Publishing Company, USA.
- Grullon, Gustavo; Ikenberry, David L. (2003); “What Do We Know About Stock Repurchases?” in *The Revolution in Corporate Finance* (2003); Ed.by: Joel M. Stern, Donald H. Chew, Blackwell Publishing, 4. Edition, Pages 167-189.
- Harford, Jarrad (1999); “Corporate Cash Reserves and Acquisitions”, *The Journal of Finance*, vol.54, no.6, Pages 1969-1997.
- Harris, Milton; Raviv, Artur (1991); “The Theory of Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol.46, no.1, March, Pages 297-349.
- Jensen, Michael C. (1986); “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, vol.76, no.2, Pages 323-329.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976); “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Pages 305-360.

- Jensen, Michael; Clifford, Smith (1985); "Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory"; in E.I.Altman and M.G: Subrahöamyan, ed. *Recent Advencey in Corporate Finance*, Irwin, Homewood, IL.
- John, Teresa A. (1993); "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress", *Financial Management*, 22, Pages 91-100.
- Karan, Mehmet Baha (2001); "*Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*", Gazi Kitabevi, Ankara.
- Keown, Arthur S.; Scott, David F.; Petty, J. William; Martin, John D. (1996); "*Basic Financial, Management*", Prentice Hall, 7. Edition.
- Keynes, John Maynard. (1936); "*The General Theory of Employment. In : Interest and Money*", London.
- Kim, Chang-Soo; Mauer, David C.; Sherman, Ann E. (1998); "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.33, no.3, September, Pages 335-359.
- Kochhar, Rahul (1996); "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics", *Starategic Management Journal*, vol.17, February, Pages 713-728.
- Kytönen, Erkki (2005); "Corporate Liquidity Holdings: An Empirical Investigation of Finnish Firms", to be presented at the 22. Summer Seminar in Business and Economics, Finland, June 8-9, Pages 1-28.
- Leland, Hayne E.; Pyle, David H. (1977); "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*

Session Topic: Investments-Theoretical Issues, vol.32, no.2, May, Pages 371-387.

Levy, Haim; Sarnat, Marshall (1994); “*Capital Investment and Financial Decision*”, Prentice Hall, 5. Edition.

Liesz, Thomas J. (2001); “Why Pecking Order Theory Should Be Included In Introductory Finance Courses”, School of Business and Professional Studies, 16/06/2006
<http://www.mountainplains.org/articles/2001/pedagogy/PECKING%20ORDER%20THEORY.htm>, 73kb.

Mikkelson, Wayne H.; Partch, M. Megan (2002); “*Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?*” Working Paper, Lundquist College of Business, University of Oregon, February 25,

Miller, Merton H.; Orr, Daniel (1966); “A Model of The Demand For Money By Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, August, Pages 413-435.

Miller, Merton; Orr, Daniel (1967); “An Application of Control–Limit Models to the Management of Corporate Cash Balances”, *Financial Research and Management Decisions*, Ed. By A. A. Robichek, John Wiley and Sons Inc., Pages 133-151, in *Reading on Short – Term Financial Management*, (1988), Ed. By:Ç Keith V. Smith, George W. Gallinger, West Publishing Company, 3. Edition, Pages 227-244.

Minton, Bernadette A.; Schrand Catherine (1999); “The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Costs of Debt and Equity Financing”, *Journal of Financial Economics*, vol.54, Pages 423-460.

- Myers, Stewart C. (1984); "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol.39, no.3, July, Pages 575-592.
- Myers, Stewart C. (1993); "Still Searching for Optimal Capital Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.6, Spring, Pages 4-14, in *The Revolution in Corporate Finance*, (2003); Ed.by: Joel M. Stern and Donald H. Chew, Blackwell Publishing, 4. Edition, Pages 142-153.
- Myers, Stewart C. (2001); "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, vol.15, no.2, Spring, Pages 81-102.
- Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. (1984); "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, Pages 187-221 in *The Modern Theory of Corporate Finance* (1990), Ed. By Clifford W. Smith, McGraw-Hill Publishing Company, Pages 419-453.
- Opler, Tim C.; Titman, Sheridan (1994); "Financial Distress and Corporate Performance", *The Journal of Finance*, vol.49, no.3, July, Pages 1015-1040.
- Opler, Tim; Pinkowitz, Lee; Stulz, Rene; Williamson, Rohan (1999); "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, vol.52, Pages 3-46.
- Örnek, İbrahim; Taş, Seyhan (2001); "Türkiyenin Makroekonomik Yapısına Yönelik Genel Bir Değerlendirme ve Krizin Nedenleri: Sistemik Kriz Kanallarının Tanımlanması ve Sistemik Krizlerden Korunma Yolları", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt.3, S.1, Sayfa 229-245.

- Özkan, Aydın; Özkan, Neslihan (2004); “Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies”, *Journal of Banking and Finance*, vol.28, Issue 9, Pages 2103-2134.
- Pamukçu, Ali Bülent (1999); “*Finans Yönetimi*”, Der Yayınları, İstanbul.
- Peterson, Pamela P. (1994) “*Financial Management and Analysis*”, McGraw–Hill Company, International Edition, New York.
- Pinkowitz, Lee (1998); “The Market For Corporate Control and Corporate Cash Holdings”, working paper
- Pinkowitz, Lee; Williamson, Rohan (1998); “Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan”, *Review of Financial Studies*, vol.14, Pages.1059-1082
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey (2002); “*Corporate Finance*”, McGraw Hill Company, 6. Edition, USA.
- Samuels, J.M.; Wilkes, F.M.; Brayshaw, R.E. (1995); “*Management of Company Finance*”, Chapman and Hall, 6. Edition.
- Scherr, Frederick C. (1989); “*Modern Working Capital Management*”, Prentice Hall Inc.
- Shetty, Anand G.; McGrath, Francis J.; Hammerbacher, Irene M. (1995); “*Finance An Integrated Global Approach*”, Austen Pres.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1992); “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, *The Journal of Finance*, vol. 47, no.4, September, Pages 1343-1366.

- Shyam–Sunder, Lakshmi; Myers, Stewart C. (1999); “Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure”, *Journal of Financial Economics*. Vol.51, Pages 219–244.
- Stone, Bernell K. (1972); “The Use of Forecasts and Smoothing in Control–Limit Models for Cash Management”, *Financial Management*, Spring, Pages 72-84, in *Reading on Short–Term Financial Management*, Ed. by Keith V. Smith, George W. Gallinger, (1988); West Publishing Company, Pages 245-258.
- Stulz, Rene (1999); “Globalization, Corporate Finance, and The Cost of Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance*, v.12, no.3, Pages 8-25 in *The Revolution in Corporate Finance (2003)*; Ed.by: Joel M. Stern, Donald H. Chew, Blackwell Publishing, 4. Edition, Pages 442-461.
- Turaboğlu, Tuncay Turan (2004); “Vekalet–Temsil Problem ve Maliyetler”, *Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Sayı.51, Bahar, Cilt.15, s.109-124..
- Van Horne, James C. (1995); “*Financial Management and Policy*”, Prentice-Hall International Inc., 10. Edition, New Jersey.
- Warner, Jerold B. (1977); “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *The Journal of Finance Sesion Topic: Corporate Finance-Empirical Tests*, vol.32, no.2, May, Pages 337-347.
- Weston, J. Fred; Besley, Scott; Brigham, Eugene F. (1996); “*Essential of Managerial Finance*”, The Dryden Pres, 11. Edition.

Yılgör, Ayşe Gül (1998); “İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama”, Ankara Üniversitesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara.

Yılmaz, Mustafa Kemal (2003); “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi”, *İMKB Dergisi*, cilt.7, sayı.25-26, Ocak-Haziran, Sayfa 17-40.

Yücel, Emel (2006); “*Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*”, Mersin Üniversitesi, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin.

Ek.1 Sektör Kodları

EKLER

İÇİNDEKİLER CONTENTS		SEKTÖR INDUSTRY	İSİMİ-ERİ VE KODLARI NAMES AND CODES
Sektör Kodu Industry Code	Sektör Adı	Industry Name	
2	MADENCİLİK	MINING	
2.1	KÖMÜR MADENCİLİĞİ	COAL MINING	
3	İMİALAT SANAYİİ	MANUFACTURING INDUSTRY	
3.1	QIDA, İQKI VE TUTUN	FOOD, BEVERAGE AND TOBACCO	
3.2	DOKUMA, GİYİM ESİYASI VE DERİ	TEXTILE, WEARING APPAREL AND LEATHER	
3.3	ORMAN URUNLERİ VE MOBİLYA	WOOD PRODUCTS INCLUDING FURNITURE	
3.4	KAGIT VE KAGIT URUNLERİ, BASIM VE YAYIN	PAPER AND PAPER PRODUCTS, PRINTING AND PUBLISHING	
3.5	KİMYA, PETROL KAUCUK VE PLASTİK URUNLER	CHEMICALS PETROLEUM, RUBBER AND PLASTIC PRODUCTS	
3.6	TAJ VE TOPRAGA DAYALI	NON-METALLIC MINERAL PRODUCTS	
3.7	METAL ANA SANAYİ	BASIC METAL INDUSTRIES	
3.8	METAL ESİY, MAKİNE VE GEREC YAPIM	FABRICATED METAL PRODUCTS, MACHINERY AND EQUIPMENT	
3.9	ÖİGER İMALAT SANAYİİ	OTHER MANUFACTURING INDUSTRY	
4	ELEKTRİKGAZVESU	ELECTRICITY GAS AND WATER	
4.1	ELEKTRİK GAZ VE BUHAR	ELECTRICITY GAS AND STEAM	
5	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	CONSTRUCTION AND PUBLIC WORKS	
5.1	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK İSLERİ	CONSTRUCTION AND PUBLIC WORKS	
6	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	WHOLESALE AND RETAIL TRADE, HOTELS AND RESTAURANTS	
6.1	TOPTAN TİCARET	WHOLESALE TRADE	
6.2	PERAKENDE TİCARET	CONSUMER TRADE	
6.3	PERAKENDE TİCARET	CONSUMER TRADE	
7	LOKANTA VE OTELLER	RESTAURANTS AND HOTELS	
7.1	ULAŞTIRMA, HABERLEŞME VE DEPOLAMA	TRANSPORTATION, TELECOMMUNICATION AND STORAGE	
7.2	ULAŞTIRMA	TRANSPORTATION	
8	HABERLEŞME	TELECOMMUNICATION	
8.1	MALİ KURULUŞLAR	FINANCIAL INSTITUTIONS	
8.2	BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	FINANCIAL INSTITUTIONS	
8.3	SİGORTA FİRMELERİ	BANKS AND SPECIAL FINANCE CORPORATIONS	
8.4	FİNANSAL KİRALAMA VE FACTORİNG ŞİRKETLERİ	INSURANCE COMPANIES	
8.7	HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİRKETLERİ	FINANCIAL LEASING AND FACTORİNG COMPANIES	
8.8	WACİ KURUMLAR	HOLDİNG AND INVESTMENT COMPANIES	
8.9	GAYRİMENKUL YAT.ORT	BROKERAGE HOUSES	
11	MENKUL KİYMEİ YATCİRT.	REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS	
11.1	TEKNOLOJİ	INVESTMENT TRUSTS	
11.2	BİÜŞİM	TECHNOLOGY	
9	SAVUNMA	INFORMATION TECHNOLOGY	
9.3.3	EGİTİMİ, SAĞLIK, SPOR VE DİGER SOSYAL HİZİVİETLER	DEFENSE	
9.3.4	TİBBİ VE DİSER SAĞLIK HİZİMETLERİ	EDUCATION, HEALTH, SPORTS AND OTHER SOCIAL SERVICES	
9.4.1	SPOR HİZİMETLEW	MEDICAL AND OTHER HEALTH SERVICES	
	ESLENCE HİZİMETLERİ	SPORTS SERVICES	
		ENTERTAINMENT	

Ek.2 Yıllar İtibariyle Fazla Nakde Sahip Olan Firmalar

1994 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
TUKAS	TUKAŞ	0.15	0.15	0.00
BRISA	BRISA	0.16	0.15	0.00
EREGL	EREĞLİ DEMİR CELİK	0.16	0.16	0.01
GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0.17	0.16	0.01
TATKS	TAT KONSERVE	0.17	0.16	0.01
POLYL	POLYLEN SENTETİK	0.17	0.17	0.01
BOSSA	BOSSA	0.18	0.17	0.02
EGPRO	EGE PROFİL	0.19	0.17	0.02
HZNR	HAZNEDAR REFRAKTER	0.19	0.18	0.02
MRSHL	MARSHALL	0.20	0.18	0.02
GUNEY	GÜNEY BİRACILIK	0.20	0.18	0.02
KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0.20	0.18	0.03
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.21	0.19	0.03
TRCAS	TURCAS PETROL	0.22	0.19	0.03
AYGAZ	AYGAZ	0.22	0.19	0.03
PETKM	PETKİM	0.22	0.19	0.03
EGGUB	EGE GÜBRE	0.22	0.20	0.03
USAK	UŞAK SERAMİK	0.23	0.20	0.04
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0.23	0.20	0.04
EGBRA	EGE BİRACILIK	0.23	0.20	0.04
BAGFS	BAGFAŞ	0.24	0.20	0.04
TNSAS	TANSAŞ	0.24	0.21	0.04
SASA	ADVANSASA	0.25	0.21	0.04
SISE	ŞİŞECAM	0.25	0.22	0.05
CIMSA	ÇİMSA	0.27	0.22	0.06
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	0.28	0.22	0.06
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.28	0.23	0.06
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.29	0.24	0.07
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	0.31	0.24	0.07
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.32	0.25	0.07
SİFAS	SİFAŞ SENTETİK	0.32	0.26	0.08
KAPLM	KAPLAMİN	0.34	0.26	0.09
KARTN	KARTONSAN	0.35	0.27	0.09
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	0.36	0.27	0.09
TİRE	TİRE KUTSAN	0.36	0.27	0.09
CUKEL	ÇUKUROVA ELEKTRİK	0.36	0.28	0.10
CLEBI	ÇELEBİ	0.37	0.29	0.11
AKSA	AKSA	0.41	0.30	0.12
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.41	0.31	0.12
BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0.43	0.32	0.13
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.45	0.32	0.13
EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0.46	0.33	0.14
OTKAR	OTOKAR	0.46	0.33	0.14
GENTS	GENTAŞ	0.46	0.33	0.14
TOASO	TOFAŞ OTO FAB.	0.47	0.35	0.15
KRTEK	KARSU TEKSTİL	0.50	0.40	0.20
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.60	0.42	0.21
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.63	0.43	0.22

MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	0.64	0.44	0.23
DENCM	DENİZLİ CAM	0.67	0.48	0.26
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.73	0.48	0.26
UCAK	USAŞ	0.74	0.48	0.26
TEZSN	TEZSAN	0.74	0.54	0.31
MIGRS	MİGROS	0.85	0.54	0.31
CMENT	ÇİMENTAŞ	0.85	0.55	0.31
SMENS	SIEMENS	0.86	0.57	0.33
ERCYS	ERCİYAS BİRACILIK	0.90	0.64	0.38
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	1.03	0.64	

1995 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0.15	0.15	0.00
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.16	0.16	0.00
OTKAR	OTOKAR	0.17	0.16	0.01
SASA	ADVANSA SASA	0.18	0.17	0.01
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	0.19	0.18	0.02
INMDY	İNTERMEDYA	0.20	0.18	0.02
TIRE	TİRE KUTSAN	0.20	0.18	0.02
BRISA	BRİSA	0.20	0.18	0.02
DOKTS	DÖKTAŞ	0.21	0.19	0.03
CEMTS	ÇEMTAŞ	0.22	0.19	0.03
CMENT	ÇİMENTAŞ	0.22	0.19	0.03
AKALT	AKAL TEKSTİL	0.23	0.20	0.04
SIFAS	SİFAŞ SENTETİK	0.23	0.20	0.04
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0.27	0.22	0.05
BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0.27	0.22	0.05
TNSAS	TANSAŞ	0.28	0.22	0.06
CELHA	ÇELİK HALAT	0.30	0.23	0.06
BURCE	BURÇELİK	0.31	0.24	0.07
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.31	0.24	0.07
KONYA	KONYA ÇİMENTO	0.32	0.25	0.08
GUNEY	GÜNEY BİRACILIK	0.35	0.26	0.09
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.35	0.26	0.09
TRCAS	TURCAS PETROL	0.37	0.27	0.09
AYGAZ	AYGAZ	0.37	0.27	0.09
BANVT	BANVİT	0.37	0.28	0.10
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.38	0.28	0.10
MILYT	MİLLİYET GAZETECİLİK	0.39	0.28	0.10
KAPLM	KAPLAMİN	0.39	0.29	0.11
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.39	0.29	0.11
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.40	0.29	0.11
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.40	0.29	0.11
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.42	0.30	0.12
BTCIM	BATI ÇİMENTO	0.48	0.34	0.14
MIGRS	MİGROS	0.49	0.34	0.15
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.50	0.35	0.15
EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0.55	0.37	0.17
SMENS	SIEMENS	0.57	0.39	0.18

GENTS	GENTAŞ	0.59	0.40	0.19
VKING	VİKİNG KAĞIT	0.59	0.40	0.19
PETKM	PETKİM	0.61	0.41	0.20
EGGUB	EGE GÜBRE	0.64	0.43	0.22
KARTN	KARTONSAN	0.70	0.46	0.24
ISTMP	İSTANBUL MOTOR PİSTON	0.80	0.52	0.29
ERCYS	ERCİYAS BİRACILIK	0.97	0.61	0.36
UCAK	USAŞ	1.83	1.09	0.74
KEPEZ	KEPEZ ELEKRİK	2.85	1.66	1.19

1996 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
VESTL	VESTEL	0.16	0.16	0.00
AKALT	AKAL TEKSTİL	0.17	0.16	0.01
LUKSK	LÜKS KADİFE	0.17	0.16	0.01
MAKTK	MAKİNA TAKIM	0.17	0.16	0.01
ERCYS	ERCİYAS BİRACILIK	0.18	0.17	0.01
MRSHL	MARSHALL	0.18	0.17	0.01
BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0.18	0.17	0.01
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.19	0.17	0.01
KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0.19	0.17	0.02
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.19	0.17	0.02
GORBN	GORBON İŞİL	0.19	0.18	0.02
CUKEL	ÇUKUROVA ELEKTRİK	0.20	0.18	0.02
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0.21	0.19	0.03
GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0.21	0.19	0.03
EGPRO	EGE PROFİL	0.22	0.19	0.03
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.22	0.19	0.03
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.23	0.20	0.03
IZOCM	İZOCAM	0.23	0.20	0.04
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	0.24	0.20	0.04
HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0.24	0.20	0.04
CELHA	ÇELİK HALAT	0.24	0.20	0.04
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.26	0.21	0.05
BAGFS	BAGFAŞ	0.27	0.22	0.05
AKSA	AKSA	0.27	0.22	0.05
BURCE	BURÇELİK	0.31	0.24	0.07
CLEBI	ÇELEBİ	0.33	0.25	0.08
BRISA	BRİSA	0.34	0.26	0.08
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	0.37	0.27	0.09
TNSAS	TANSAŞ	0.37	0.28	0.10
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.38	0.28	0.10
EPLAS	EGEPLAST	0.38	0.28	0.10
AYGAZ	AYGAZ	0.38	0.28	0.10
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.39	0.29	0.10
HURGZ	HÜRRIYET GZT.	0.39	0.29	0.11
SASA	ADVANSA SASA	0.43	0.31	0.12
TOASO	TOFAŞ OTO FAB.	0.45	0.32	0.13
FROTO	FORD OTOSAN	0.47	0.33	0.14
TRCAS	TURCAS PETROL	0.47	0.33	0.14
KARTN	KARTONSAN	0.48	0.34	0.15

PETKM	PETKİM	0.50	0.35	0.16
MIGRS	MİGROS	0.52	0.36	0.16
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.56	0.38	0.18
GENTS	GENTAŞ	0.57	0.39	0.19
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.59	0.40	0.19
BRYAT	BORUSAN YATIRIM PAZARLAMA	0.66	0.43	0.22
BTCIM	BATI ÇİMENTO	0.66	0.44	0.22
SOKSA	SÖKSA-SİNOP ÖRME	0.72	0.47	0.25
ISTMP	İSTANBUL MOTOR PİSTON	0.72	0.47	0.25
KAVOR	KAV ORMAN	0.74	0.48	0.26
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	2.57	1.50	1.06
UCAK	USAŞ	3.26	1.89	1.37

1997 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
GEDIZ	GEDİZ İPLİK	0.16	0.16	0.00
AYGAZ	AYGAZ	0.16	0.16	0.01
AEFES	ANADOLU EFES	0.16	0.16	0.01
VESTL	VESTEL	0.18	0.17	0.01
MUTLU	MUTLU AKÜ	0.18	0.17	0.01
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0.18	0.17	0.01
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0.19	0.17	0.02
DOKTS	DÖKTAŞ	0.19	0.17	0.02
BRISA	BRİSA	0.19	0.17	0.02
MILYT	MİLLİYET GAZETECİLİK	0.20	0.18	0.02
CLEBI	ÇELEBİ	0.21	0.18	0.02
CEMTS	ÇEMTAŞ	0.21	0.19	0.03
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0.21	0.19	0.03
TUPRS	TÜPRAŞ	0.22	0.19	0.03
BURCE	BURÇELİK	0.23	0.20	0.03
IZOCM	İZOCAM	0.23	0.20	0.03
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0.23	0.20	0.04
MRSHL	MARSHALL	0.24	0.20	0.04
GUNEY	GÜNEY BİRACILIK	0.24	0.20	0.04
ISTMP	İSTANBUL MOTOR PİSTON	0.25	0.21	0.04
CEYLN	CEYLAN GİYİM	0.29	0.23	0.06
UZEL	UZEL MAKİNA	0.29	0.23	0.06
GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0.29	0.23	0.06
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.29	0.23	0.06
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.30	0.24	0.07
BROVA	BOROVA YAPI	0.30	0.24	0.07
TOASO	TOFAŞ OTO FAB.	0.32	0.25	0.07
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.32	0.25	0.07
BTCIM	BATI ÇİMENTO	0.33	0.25	0.08
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.34	0.26	0.08
SİFAS	SİFAŞ SENTETİK	0.36	0.27	0.09
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.37	0.27	0.09
CELHA	ÇELİK HALAT	0.37	0.27	0.10

AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	0.37	0.28	0.10
EGBRA	EGE BİRACILIK	0.38	0.28	0.10
KARTN	KARTONSAN	0.39	0.28	0.10
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.41	0.30	0.11
BANVT	BANVİT	0.43	0.31	0.12
GENTS	GENTAŞ	0.44	0.31	0.13
SVGSH	SEVGİ SAĞLIK HİZMETLERİ	0.45	0.32	0.13
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	0.47	0.33	0.14
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.47	0.33	0.14
EGGUB	EGE GÜBRE	0.48	0.34	0.14
KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL	0.51	0.35	0.16
KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0.56	0.38	0.18
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.57	0.38	0.18
KORDS	KORDSA	0.59	0.40	0.19
PETKM	PETKİM	0.60	0.40	0.20
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.61	0.41	0.20
POLYL	POLYLEN SENTETİK	0.65	0.43	0.22
BAGFS	BAGFAŞ	0.68	0.45	0.23
MIGRS	MİGROS	0.68	0.45	0.23
FROTO	FORD OTOSAN	0.83	0.53	0.30
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	0.85	0.54	0.31
KIPA	KİPA	0.88	0.56	0.32
BRYAT	BORUSAN YATIRIM PAZARLAMA	1.16	0.72	0.44
ASUZU	ANADOLU ISUZU	1.62	0.97	0.64
UCAK	USAŞ	2.09	1.24	0.85

1998 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0.15	0.15	0.00
GIMA	GİMA	0.16	0.16	0.00
ALTIN	ALTINYILDIZ	0.17	0.16	0.01
GEDİZ	GEDİZ İPLİK	0.18	0.17	0.01
AYGAZ	AYGAZ	0.18	0.17	0.01
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0.18	0.17	0.01
VESTL	VESTEL	0.19	0.17	0.01
BAGFS	BAGFAŞ	0.19	0.17	0.01
AKSA	AKSA	0.19	0.18	0.02
MRSHL	MARSHALL	0.20	0.18	0.02
ERBOS	ERBOSAN	0.21	0.18	0.02
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0.21	0.19	0.03
GENTS	GENTAŞ	0.22	0.19	0.03
FROTO	FORD OTOSAN	0.23	0.20	0.03
BAKAB	BAK AMBALAJ	0.23	0.20	0.03
PETKM	PETKİM	0.23	0.20	0.04
IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0.24	0.20	0.04
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.24	0.20	0.04
BRISA	BRİSA	0.25	0.20	0.04
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0.25	0.21	0.04
CEYLN	CEYLAN GİYİM	0.25	0.21	0.04

GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.26	0.21	0.05
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	0.27	0.22	0.05
EGGUB	EGE GÜBRE	0.27	0.22	0.05
MILYT	MİLLİYET GAZETECİLİK	0.28	0.23	0.06
BRYAT	BORUSAN YATIRIM PAZARLAMA	0.29	0.23	0.06
BTCIM	BATI ÇİMENTO	0.31	0.24	0.07
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.31	0.24	0.07
KORDS	KORDSA	0.33	0.25	0.08
VKING	VİKİNG KAĞIT	0.35	0.26	0.09
OTKAR	OTOKAR	0.35	0.26	0.09
VAKKO	VAKKO TEKSTİL	0.36	0.27	0.09
DOKTS	DÖKTAŞ	0.36	0.27	0.09
BOSSA	BOSSA	0.37	0.28	0.10
AKCNS	AKÇANSA	0.38	0.28	0.10
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.38	0.28	0.10
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.41	0.30	0.11
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.44	0.31	0.13
KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0.47	0.33	0.14
PASTA	PASTAVİLLA	0.48	0.34	0.14
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.52	0.36	0.16
KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL	0.55	0.37	0.17
UCAK	USAŞ	0.55	0.38	0.18
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0.62	0.41	0.21
TUPRS	TÜPRAŞ	0.64	0.43	0.22
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.71	0.47	0.25
KAVOR	KAV ORMAN	0.72	0.47	0.25
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.73	0.47	0.25
MIGRS	MİGROS	0.81	0.52	0.29
AFYON	AFYON ÇİMENTO	0.90	0.57	0.33
BANVT	BANVİT	0.91	0.58	0.33
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.97	0.61	0.36
KIPA	KİPA	1.01	0.63	0.38
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	1.07	0.66	0.40
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	1.12	0.69	0.42
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	1.60	0.97	0.64

1999 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
LUKSK	LÜKS KADİFE	0.15	0.15	0.00
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0.15	0.15	0.00
OTKAR	OTOKAR	0.16	0.16	0.00
KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0.17	0.16	0.01
UZEL	UZEL MAKİNA	0.17	0.16	0.01
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.17	0.16	0.01
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.19	0.17	0.01
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.19	0.17	0.02
PETKM	PETKİM	0.19	0.18	0.02
GENTS	GENTAŞ	0.20	0.18	0.02
SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	0.22	0.19	0.03

AKCNS	AKÇANSA	0.22	0.19	0.03
NUHCM	NUH ÇİMENTO	0.22	0.19	0.03
AKALT	AKAL TEKSTİL	0.23	0.19	0.03
YUNSA	YÜNSA	0.24	0.20	0.04
HURGZ	HÜRRIYET GZT.	0.25	0.21	0.04
UKIM	UKİ KONFEKSİYON	0.25	0.21	0.04
AYEN	AYEN ENERJİ	0.26	0.21	0.05
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.27	0.22	0.05
EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0.27	0.22	0.05
GEDİZ	GEDİZ İPLİK	0.27	0.22	0.05
ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK	0.28	0.22	0.05
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.28	0.22	0.06
ERBOS	ERBOSAN	0.29	0.23	0.06
AYGAZ	AYGAZ	0.29	0.23	0.06
BRISA	BRİSA	0.30	0.23	0.06
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0.31	0.24	0.07
EGGUB	EGE GÜBRE	0.31	0.24	0.07
AKSA	AKSA	0.32	0.24	0.07
KAVPA	KAV PAZARLAMA	0.33	0.25	0.08
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.33	0.25	0.08
UCAK	USAŞ	0.37	0.27	0.10
KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0.38	0.28	0.10
KIPA	KİPA	0.39	0.29	0.11
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.46	0.32	0.14
BANVT	BANVİT	0.48	0.34	0.15
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.49	0.34	0.15
MRSHL	MARSHALL	0.49	0.34	0.15
PRKAB	PİRELLİ KABLO	0.50	0.35	0.15
BAGFS	BAGFAŞ	0.52	0.36	0.16
BOSSA	BOSSA	0.52	0.36	0.16
GİMA	GİMA	0.53	0.36	0.17
TUPRS	TÜPRAŞ	0.58	0.39	0.19
FROTO	FORD OTOSAN	0.62	0.41	0.20
İHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0.64	0.43	0.22
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.67	0.44	0.23
ERSU	ERSU GIDA	0.74	0.48	0.26
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.76	0.50	0.27
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0.83	0.53	0.30
KEPEZ	KEPEZ ELEKRİK	0.86	0.55	0.31
MIGRS	MİGROS	0.87	0.55	0.32
AKSUE	AKSU ENERJİ	0.89	0.56	0.32
AKENR	AK ENERJİ	0.99	0.62	0.37
ÇİMSA	ÇİMSA	1.08	0.67	0.41
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	1.08	0.67	0.41
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	1.78	1.06	0.71

2000 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0.16	0.16	0.00
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	0.17	0.16	0.01
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.17	0.16	0.01
BTCIM	BATI ÇİMENTO	0.17	0.16	0.01
BRISA	BRİSA	0.18	0.17	0.01
GİMA	GİMA	0.18	0.17	0.01
GENTS	GENTAŞ	0.19	0.17	0.02
EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0.20	0.18	0.02
UKIM	UKİ KONFEKSİYON	0.22	0.19	0.03
PETKM	PETKİM	0.22	0.19	0.03
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.22	0.19	0.03
MRSHL	MARSHALL	0.22	0.19	0.03
SODA	SODA SANAYİİ	0.22	0.19	0.03
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0.22	0.19	0.03
ERBOS	ERBOSAN	0.23	0.20	0.03
İHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0.23	0.20	0.03
PASTA	PASTAVİLLA	0.23	0.20	0.04
AYGAZ	AYGAZ	0.23	0.20	0.04
ALKİM	ALKİM KİMYA	0.24	0.20	0.04
YUNSA	YÜNİSA	0.24	0.20	0.04
MİPAZ	MİLPA	0.25	0.21	0.04
AGIDA	ANADOLU GIDA	0.25	0.21	0.04
VESTL	VESTEL	0.26	0.21	0.05
ARENA	ARENA BİLGİSAYAR	0.27	0.22	0.05
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.27	0.22	0.05
DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	0.27	0.22	0.05
FMİZP	F-M İZMİT PİSTON	0.31	0.24	0.07
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0.35	0.26	0.09
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.36	0.27	0.09
KAVPA	KAV PAZARLAMA	0.36	0.27	0.09
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.36	0.27	0.09
PTOFS	PETROL OFİSİ	0.40	0.29	0.11
BANVT	BANVİT	0.43	0.31	0.12
BOSSA	BOSSA	0.43	0.31	0.12
PRKAB	PİRELLİ KABLO	0.43	0.31	0.12
UNYEC	ÜNİYE ÇİMENTO	0.47	0.33	0.14
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.48	0.34	0.15
CLEBİ	ÇELEBİ	0.50	0.35	0.15
FROTO	FORD OTOSAN	0.51	0.35	0.16
MİGRS	MİGROS	0.54	0.37	0.17
ACİBD	ACİBADEM SAĞLIK	0.57	0.39	0.18
UCAK	USAŞ	0.61	0.41	0.20
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.65	0.43	0.22
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	0.72	0.47	0.25
BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0.77	0.50	0.27
LOGO	LOGO YAZILIM	0.80	0.52	0.29
KİPA	KİPA	0.83	0.53	0.30

AKSUE	AKSU ENERJİ	0.89	0.57	0.32
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	0.89	0.57	0.33
AYEN	AYEN ENERJİ	0.94	0.59	0.35
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	1.58	0.95	0.63
AKENR	AK ENERJİ	1.61	0.97	0.64
CİMSA	ÇİMSA	1.77	1.06	0.71
LINK	LİNK BİLGİSAYAR	1.86	1.11	0.75

2001 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
CELHA	ÇELİK HALAT	0.15	0.15	0.00
KAVPA	KAV PAZARLAMA	0.15	0.15	0.00
CİMSA	ÇİMSA	0.16	0.15	0.00
SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	0.16	0.16	0.00
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.16	0.16	0.00
BRISA	BRİSA	0.18	0.17	0.01
HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0.18	0.17	0.01
ERBOS	ERBOSAN	0.18	0.17	0.01
VESTL	VESTEL	0.18	0.17	0.01
NUHCM	NUH ÇİMENTO	0.19	0.17	0.01
BOSSA	BOSSA	0.19	0.17	0.02
TUPRS	TÜPRAŞ	0.19	0.17	0.02
DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0.19	0.17	0.02
ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0.21	0.18	0.02
AGIDA	ANADOLU GIDA	0.21	0.18	0.02
AYGAZ	AYGAZ	0.21	0.19	0.03
AKSA	AKSA	0.23	0.19	0.03
BTCİM	BATI ÇİMENTO	0.23	0.20	0.03
PENGĐ	PENGÜEN GIDA	0.23	0.20	0.04
PETKM	PETKİM	0.24	0.20	0.04
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	0.24	0.20	0.04
ARCLK	ARÇELİK	0.24	0.20	0.04
TRCAS	TURCAS PETROL	0.26	0.21	0.05
HURGZ	HÜRRIYET GZT.	0.28	0.22	0.05
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0.29	0.23	0.06
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.29	0.23	0.06
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.31	0.24	0.07
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.31	0.24	0.07
GENTS	GENTAŞ	0.33	0.25	0.08
ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK	0.34	0.26	0.08
VAKKO	VAKKO TEKSTİL	0.35	0.26	0.09
EGGUB	EGE GÜBRE	0.36	0.27	0.09
BAGFS	BAGFAŞ	0.41	0.29	0.11
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0.41	0.30	0.11
ALKİM	ALKİM KİMYA	0.42	0.30	0.12
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.44	0.31	0.12
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0.45	0.32	0.13
KİPA	KİPA	0.50	0.35	0.15
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.50	0.35	0.15

MIGRS	MİGROS	0.50	0.35	0.15
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.75	0.49	0.26
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.76	0.49	0.27
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.78	0.51	0.28
AKSUE	AKSU ENERJİ	0.80	0.51	0.28
AYEN	AYEN ENERJİ	0.82	0.53	0.29
UCAK	USAŞ	0.88	0.56	0.32
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	1.19	0.74	0.46
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	1.27	0.78	0.49
CLEBİ	ÇELEBİ	1.36	0.83	0.53
AKENR	AK ENERJİ	1.55	0.93	0.61
LINK	LİNK BİLGİSAYAR	2.43	1.43	1.00

2002 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0.16	0.15	0.00
KRSTL	KRİSTAL KOLA	0.16	0.16	0.00
EGPRO	EGE PROFİL	0.16	0.16	0.00
TUPRS	TÜPRAŞ	0.17	0.16	0.01
KARTN	KARTONSAN	0.17	0.16	0.01
VAKKO	VAKKO TEKSTİL	0.18	0.17	0.01
TUKAS	TUKAŞ	0.18	0.17	0.01
TCELL	TURKCELL	0.19	0.17	0.02
BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0.19	0.17	0.02
AYGAZ	AYGAZ	0.19	0.17	0.02
ALKA	ALKİM KAĞIT	0.19	0.18	0.02
PASTA	PASTAVİLLA	0.20	0.18	0.02
ADANA	ADANA ÇİMENTO (A)	0.20	0.18	0.02
ASUZU	ANADOLU ISUZU	0.21	0.18	0.02
KONYA	KONYA ÇİMENTO	0.23	0.20	0.04
PETKM	PETKİM	0.23	0.20	0.04
ERBOS	ERBOSAN	0.24	0.20	0.04
AYEN	AYEN ENERJİ	0.24	0.20	0.04
ALKİM	ALKİM KİMYA	0.24	0.20	0.04
CİMSA	ÇİMSA	0.25	0.21	0.04
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.26	0.21	0.05
METUR	METEMTUR OTELCİLİK	0.27	0.22	0.05
BRISA	BRİSA	0.28	0.22	0.06
DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	0.30	0.23	0.06
ACİBD	ACİBADEM SAĞLIK	0.32	0.25	0.07
AKSA	AKSA	0.34	0.26	0.08
EGGUB	EGE GÜBRE	0.35	0.26	0.09
LUKSK	LÜKS KADİFE	0.35	0.26	0.09
GENTS	GENTAŞ	0.35	0.27	0.09
NUHCM	NUH ÇİMENTO	0.36	0.27	0.09
ASELS	ASELSAN	0.36	0.27	0.09
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.37	0.27	0.09
BTCİM	BATI ÇİMENTO	0.37	0.28	0.10
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0.39	0.28	0.10

VESTL	VESTEL	0.39	0.29	0.11
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.40	0.29	0.11
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.42	0.30	0.12
LOGO	LOGO YAZILIM	0.44	0.31	0.13
BAGFS	BAGFAŞ	0.44	0.31	0.13
UCAK	USAŞ	0.45	0.32	0.13
MIGRS	MİGROS	0.48	0.33	0.14
MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS	0.55	0.37	0.17
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	0.59	0.40	0.19
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.61	0.41	0.20
KİPA	KİPA	0.73	0.47	0.25
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	0.74	0.48	0.26
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0.75	0.49	0.26
MİLYT	MİLLİYET GAZETECİLİK	0.79	0.51	0.28
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.83	0.53	0.30
CLEBİ	ÇELEBİ	0.85	0.54	0.31
KEPEZ	KEPEZ ELEKRİK	0.97	0.61	0.36
AKENR	AK ENERJİ	1.34	0.82	0.52
LINK	LİNK BİLGİSAYAR	1.71	1.03	0.69
GSRAY	GALATASARAY SPOR TİF	1.73	1.04	0.70

2003 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
HEKTS	HEKTAŞ	0.16	0.16	0.00
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.20	0.18	0.02
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	0.25	0.21	0.04
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.26	0.21	0.05
LUKSK	LÜKS KADİFE	0.32	0.25	0.07
BAGFS	BAGFAŞ	0.34	0.26	0.08
LINK	LİNK BİLGİSAYAR	0.35	0.26	0.09
GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0.45	0.32	0.13
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.47	0.33	0.14
UCAK	USAŞ	0.49	0.34	0.15
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.52	0.36	0.16
KİPA	KİPA	0.55	0.38	0.18
KRSTL	KRİSTAL KOLA	0.60	0.40	0.19
GEREL	GERSAN ELEKTRİK	0.60	0.40	0.20

2004 yılı fazla nakde sahip olan işletmeler				
		Gerçekleşen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	Beklenen nakit varlıklar/net varlıklar oranı	fazla nakit varlıklar/net varlıklar oranı
ALCAR	ALARKO CARRIER	0.15	0.15	0.00
ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	0.16	0.15	0.00
BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0.17	0.16	0.01
PRKAB	PİRELLİ KABLO	0.17	0.16	0.01
BAGFS	BAGFAŞ	0.21	0.19	0.03
LUKSK	LÜKS KADİFE	0.28	0.22	0.06
LINK	LİNK BİLGİSAYAR	0.34	0.26	0.08
FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0.35	0.26	0.09
DESA	DESA DERİ	0.35	0.26	0.09
GEREL	GERSAN ELEKTRİK	0.38	0.28	0.10
ERSU	ERSU GIDA	0.39	0.29	0.11
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0.42	0.30	0.12
KIPA	KİPA	0.47	0.33	0.14
KRSTL	KRİSTAL KOLA	0.52	0.36	0.16
NETAS	NETAŞ TELEKOM.	0.56	0.38	0.18
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0.70	0.46	0.24
UCAK	USAŞ	0.71	0.46	0.24
PKART	PLASTİKKART	0.79	0.51	0.28
GSRAY	GALATASARAY SPOR TİF	0.80	0.52	0.29