

FİRMA NAKİT MEVCUDUNUN BELİRLEYİCİLERİ

Mehmet AYGÜN*

Süleyman İÇ**

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Türk Sermaye Piyasası'nda yer alan firmaların, nakit mevcudunu belirleyen unsurları incelemektir. 2000-2007 yıllarını kapsayan ve 206 firma verisinden yararlanılan çalışmada regresyon ve korelasyon analizleri kullanılmıştır. Yapılan ampirik analiz sonucunda, firma nakit mevcudunun belirlenmesinde çalışma sermayesi, nakit akımı, firma büyüklüğü, temettü ödemeleri, araştırma ve geliştirme harcamaları, büyüme fırsatları ve yatırımların önemli belirleyiciler olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın, kaldıraç oranı ile nakit mevcudu arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Çalışmada ayrıca, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre iki kat fazla nakit bulundurdıkları belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Nakit Mevcudu, Hiyerarşi Teorisi, Değiş-Tokuş Teorisi ve Büyüme Fırsatları.

THE DETERMINANTS OF CORPORATE CASH HOLDINGS

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine determinants of cash holdings of the firms in the Turkish Capital Markets. Regression and correlation analysis were applied using the data consisting of 206 companies covering 2000-2007 period. The result of the empirical analysis show that working capital, cash flow, firm size, dividend payments, research and development expenditures, growth opportunities and investments were prominent determinants of the firm cash holdings. However, no significant relation was found between leverage ratio and cash holding. The study also shows that the firms with high growth opportunities hold two times more cash compared to firms with low growth opportunities.

Key Words: Cash Holdings, Pecking Order Theory, Tradeoff Theory and Growth Opportunities.

* Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü (Yrd. Doç. Dr)

** Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü (Araş. Gör. Dr.)

GİRİŞ

Firma toplam varlıkları içerisinde nakit ve nakit benzeri unsurların oranı son 20 yıl içerisinde önemli ölçüde artmıştır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Bates vd., (2009) 1980'de % 10,5 olan bu oranın 2006 yılı sonu itibari ile % 23,2 olduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer bir biçimde Ferreria ve Vilela (2004) 2000 yılı sonu itibari ile Avrupa Birliği'ne üye ülke firmalarının toplam varlıklarının yaklaşık % 15'inin nakit ve nakit benzeri unsurlardan oluştuğu belirlemiştir. Burada sorulması gereken "Firmalar niçin bu kadar yüksek tutarda nakit bulundurmaktadırlar?" sorusudur. Bu çalışmada Türk Sermaye Piyasası'nda firmaların nakit mevcudunu belirleyen unsurlar araştırılmıştır.

Konuya ilişkin yapılan teorik çalışmalar oldukça eskidir. Nakit mevcudu üzerindeki kavramsal çalışmalar Keynes'e kadar uzanmaktadır. Keynes firmaların iki nedenden dolayı nakit bulduklarını ifade etmiştir. Bunlardan birincisi, firmaların normal faaliyetlerini yerine getirebilmek amacı ile nakit bulduklarını öne sürmüş ve bunu nakdin işlem güdüsü (transactions motive) olarak tanımlamıştır. Diğeri ise firmaların yeterli düzeyde fon kaynağına sahip olmaması halinde özellikle gelecekte ortaya çıkabilecek bir takım olumsuz durumlar karşısında faaliyetlerini gerçekleştirmek ve yatırımlarını finanse etmek amacı ile nakit bulduklarını ifade etmektedir. Keynes bu durumu ise ihtiyat güdüsü (precaution motive) olarak tanımlamaktadır.

Firma nakit mevcudunu etkileyen faktörlerin neler olduğu finans literatüründe oldukça ilgi çeken bir konu olmuştur (Özkan ve Özkan, 2004). Bu konuyu açıklamak üzere finans literatüründe iki teori geliştirilmiştir. Bunlardan ilki değiş-tokuş teorisidir (trade off theory). Bu teori firmalar için optimal bir nakit mevcut düzeyinin olduğunu ve bu düzeyin nakit mevcudunun marjinal maliyetinin marjinal faydasına eşit olduğu noktada oluştuğunu ifade etmektedir (Kim vd., 1998; Opler vd., 1999). Değiş-tokuş teorisine göre firmalar gelecekte karşılaşılabileceği beklenmedik durumları bertaraf etme ve artan dışsal fonlama maliyetlerini minimize etme amacıyla nakit bulundurmaktadırlar (Opler vd, 1999).

İkincisi, Değiş-tokuş teorisine alternatif olarak Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiş olan Hiyerarşi Teorisidir (Pecking Order Theory). Hiyerarşi teorisine göre, asimetrik bilgi ve diğer finansal maliyetleri minimize etmek için firmalar öncelikle yatırımlarını dağıtılmamış karlar ile finanse et-

melidir. Daha sonra güvenli ve riskli borçlar ile ve son olarak da öz sermaye ile finanse etmelidir. Bu teori firmaların hedef nakit düzeylerine sahip olmalarını ve nakit mevcudunun firmaların karlılık ve finanslama ihtiyaçları ile ilişkisiz olduğunu öne sürmektedir (Dittmar vd., 2003).

Bu çalışmanın temel amacı, Türk Sermaye Piyasası'nda halka açık ve hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların nakit mevcudunu belirleyen unsurları araştırmaktır. Çalışmada ayrıca, firmaların büyüme fırsatları göz önünde bulundurularak, örneklem hacmi iki alt gruba ayrılmış ve böylelikle çalışmanın kapsamı genişletilmiştir. Bu amaç ile 206 firmanın 2000-2007 yıllarına ilişkin verileri incelenmiştir. Çalışmada, konuya ilişkin Opler vd., (1999) tarafından geliştirilen daha sonra yapılan ampirik çalışmalarda (Feria ve Vilela, 2004; Özkan ve Özkan, 2004; Arslan vd., 2006; Drobetz ve Gruninger, 2007) kullanılan model esas alınmıştır. Yapılan ampirik analiz sonucunda firma nakit mevcudu ile çalışma sermayesi, nakit akımı, firma büyüklüğü, temettü ödemeleri, büyüme fırsatları ve firma yatırımları arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı ilişkiler görülmüştür.

Bu çalışma, Arslan vd., (2006) tarafından Türk firmaları üzerine yapılan çalışmadan birkaç yönü ile farklıdır. Öncelikle Arslan vd., (2006) tarafından yapılan çalışma, 1998-2002 yıllarını kapsamaktadır. Bu çalışmada güncel veriler kullanılmış ve 2000-2007 yılları incelenmiştir. İkincisi, nakit mevcudu üzerinde etkili olduğu düşünülen ve konuya ilişkin yapılan ampirik çalışmalarda (Dittmar vd., 2004; Drobetz ve Gruninger, 2007; Opler vd., 1999) kullanılan araştırma ve geliştirme harcamaları, çalışma sermayesi banka kredileri gibi unsurlar modele dahil edilerek kapsam genişletilmiştir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Girişi takiben ikinci bölümde, konuya ilişkin literatür taraması yer almaktadır. Üçüncü bölümde nakit mevcudunu belirleyen unsurlar tanıtılmış ve beklentiler açıklanmıştır. Dördüncü bölümde çalışmada kullanılan metodoloji ve değişkenlere yer verilmiştir. Son bölüm ise elde edilen bulguların değerlendirilmesine ayrılmıştır.

1. LİTERATÜR TARAMASI

Nakit mevcudu üzerine oldukça geniş bir literatür mevcuttur. İlk yapılan çalışmalarda çoğunlukla firma bazında nakit mevcudunun durumu ortaya konmaya çalışılmıştır. Diğer bir ifade ile hangi tür firmaların daha fazla nakte sahip oldukları araştırılmıştır. Konuya ilişkin ampirik ilk çalışmalardan biri Chudson (1945) tarafından yapılmıştır. Chudson (1945) nakit oranının sektörel

bazda farklılığa sahip olduğunu ve karlı firmalarda bu oranın daha yüksek olduğunu bulmuştur. Buna karşılık Vogel ve Madalla (1967) ise nakit bilançosunun giderek azaldığını ve daha büyük olan firmalar daha düşük nakit orana sahip olduğunu belirlemişlerdir.

İlk yapılan çalışmalardan sonra özellikle 1980'ler sonrasında firmaların toplam varlıkları içerisinde nakit mevcudunun arttığının belirlenmesi, ilginin nakit mevcudunu belirleyen faktörlere yönelmesine yol açmıştır. Kim vd., (1998) 452 ABD firmasını kapsayan çalışmalarında nakit mevcudunu belirleyen unsurları araştırmışlardır. 1975-1994 yıllarını kapsayan çalışmaları sonucunda yazarlar, nakit mevcudu ile nakit akım dalgalanmaları ve piyasa değeri defter değeri oranı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Buna karşın, nakit mevcudu ile firma büyüklüğü, kaldıraç oranı finansal başarısızlık oranı arasında ise negatif ilişki bulunmuştur.

Nakit mevcudunun belirleyicileri üzerine Opler vd., (1999) tarafından yapılan çalışma önemlidir. Konuya ilişkin daha sonraki yıllarda yapılan tüm çalışmalarda, bu çalışmada olduğu gibi, Opler vd., (1999) tarafından geliştirilmiş olan model esas alınmıştır. Opler vd., (1999) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında nakit ve pazarlanabilir kıymetlerin belirleyicilerini ve varsayımlarını araştırmışlardır. 1971-1994 yıllarını kapsayan ve toplam 87117 gözlem sayısından yararlandıkları çalışmaları sonucunda Opler vd., (1999) nakit nakit mevcudu ile firma büyüklüğü, net çalışma sermayesi, kaldıraç, temettü ödemeleri ve hükümet düzenlemeleri arasında negatif buna karşın nakit akımları, yatırım harcamaları, endüstri volalitesi ve Araştırma-Geliştirme Giderleri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Dittmar vd., (2003) 45 ülkeyi kapsayan ve 11000 firma verisini kullandıkları çalışmalarında firma nakit mevcudunun belirlenmesinde kurumsal yönetimin önemini araştırmışlardır. Yapılan çalışmada yatırımcı koruması düzeyinin düşük olduğu ülke firmalarının, korumanın yüksek olduğu ülke firmalarına göre iki kat fazla oranda nakit buldukları belirlenmiştir.

İngiliz firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında Özkan ve Özkan (2004) firma nakit mevcudunu belirleyen unsurları araştırmışlardır. 1984-1999 yıllarını kapsayan ve toplam 1029 firma verisini inceledikleri çalışmaları sonucunda yazarlar, firmaların büyüme fırsatları, nakit akımları, likit varlıkları, kaldıraç ve banka borçlarının nakit mevcudunun belirlenmesinde önemli değişkenler olduğunu belirlemişlerdir. Çalışmada ayrıca, kurumsal yönetim ve nakit mevcudu arasındaki ilişki de araştırılmış ve İngiliz firmalarının nakit

mevcutlarının belirlenmesinde firmaların sahiplik yapılarının çok önemli bir role sahip olduğu görülmüştür.

Ferreira ve Vilela (2004) 12 Avrupa Birliğine üye ülke verisini kullandıkları çalışmalarında nakit mevcudunun belirleyicilerini incelemişlerdir. 1987-2000 yıllarını kapsayan ve toplam 400 firma üzerine yapılan çalışma sonucunda nakit mevcudu ile yatırım fırsatları ve firma nakit akımları arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Buna karşın varlıkların likiditesi, kaldıraç, firma büyüklüğü ve banka borçları ile nakit mevcudu arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Çalışmada ayrıca, yatırımcı korumasının yüksek ve sahipliğin yoğun olduğu ülkelerde nakit düzeyinin düşük olduğu görülmüştür.

Arslan vd., (2006) Türk firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında, finansal kısıtlama ve yatırım-nakit akım arasındaki ilişkiyi nakit mevcudu perspektifinden incelemişlerdir. 1998-2002 yıllarını kapsayan çalışmalarında yüksek nakit rezervlerine sahip olmanın karlı yatırım fırsatlarına sahip olma becerisini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca finansal kısıtlamalara sahip firmaların, kısıtlamalara sahip olmaya firmalara göre yatırım-nakit akım duyarlılıklarının daha yüksek olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra özellikle finansal kriz dönemlerinde naktin önemli bir fonksiyona sahip olduğu belirlenmiştir.

Drobetz ve Grüniger (2007) İsviçre firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında nakit mevcudunun belirleyicilerini incelemişlerdir. 1995-2004 yıllarını kapsayan çalışmaları sonucunda yazarlar fiziki varlıklar (asset tangibility) ve nakit mevcudu arasında pozitif, buna karşın kaldıraç ve nakit mevcudu arasında ise doğrusal olmayan bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, temetü ödemeleri ile nakit rezervler arasında pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Çalışmada, firmaların kurumsal sahiplik yapıları da incelenmiş ve yönetsel sahiplik ve nakit mevcudu arasında doğrusal olmayan bir ilişki belirlenmiştir.

Foley vd., (2007) firmaların nakit mevcudunda meydana gelen artışları vergi esaslı bir değerlendirmeye açıklamaya çalışmışlardır. Yazarlar yaptıkları çalışmalarında çok uluslu firmaların kendi ülkelerinde nakit bulundurma dolayısı ile yüksek bir vergi yükü ile karşı karşıya kalmaları halinde yurt dışında daha yüksek tutarda nakit tuttuklarını belirlemişlerdir. Diğer bir ifade ile

söz konusu firmalar vergi oranının düşük olduğu ülkelerde nakitlerini biriktirme eğilimindedirler.

Han ve Qiu (2007) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında nakit mevcudu, nakit akım dalgalanmaları ve finansal kısıtlamalar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda bir firmanın nakit mevcudu üzerinde nakit akım dalgalanmalarının etkisinin firmanın finansal kısıtlamalarına bağlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile finansal kısıtlamaları olan bir firmanın nakit akımı dalgalanmalarında meydana gelen artışa yanıt vermek amacı ile nakit mevcudunu arttırdığı belirlenmiştir. Bununla birlikte, finansal kısıtlamaları olmayan firmalar için, yukarıda ifade edilen durumun mevcut olmadığı görülmüştür.

Firma değeri ve nakit mevcudunun kullanılması üzerinde kurumsal yönetimin etkisini inceledikleri çalışmalarında Dittmar ve Smith (2007) kurumsal yönetimin, değer ve nakit üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir. Yapılan çalışmada iyi yönetimin olmadığı firmalarda nakitte meydana gelen bir dolarlık artışın değerinde sadece \$0,42 artışa yol açtığı buna karşın iyi yönetilen firmalarda ise bu oranın iki kat olduğu görülmüştür. Çalışmada ayrıca, düşük kurumsal yönetim performansı gösteren firmaların nakitlerini hemen dağıtma eğiliminde oldukları sonucuna varılmıştır.

Harford vd., (2008) ABD firmaları üzerine yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetim ve firma nakit mevcudu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışmada zayıf yönetim yapısına sahip firmaların daha düşük oranlarda nakit rezervlere sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca, bu firmaların daha düşük oranda temettü ödemesinde buldukları ve temettü tutarlarında önemli ölçüde artışa gitmedikleri belirlenmiştir.

Tong (2009) 1998-2005 yıllarına ait ve toplam 28563 gözlem sayısı üzerine yaptığı çalışmasında firma nakit mevcudunun değeri üzerinde kurumsal çeşitlemenin etkisini incelemiştir. Yapılan analiz sonucunda çeşitlendirmeye giden firmaların, gitmeyen firmalara göre daha düşük oranda nakit buldukları belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca çeşitlendirmenin kurumsal yönetim düzeyi düşük olan firmalar arasında naktin değeri üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Yazar ortaya çıkan tüm bu sonuçları firma çeşitlendirmesinin vekalet problemleri aracılığıyla firma nakit mevcudunu azalttığı şeklinde yorumlamıştır.

2. NAKİT MEVCUDUNUN BELİRLEYİCİLERİ

Opler vd., (1999) bir firmanın nakit mevcudu belirleyen unsurları aşağıdaki gibi sıralamıştır:

1.NAKİT AKIMI: Nakit akımı, bir firmanın vergi sonrası kazançları ile o yıl içerisinde duran varlıkları için yapılan amortisman giderlerinin toplamıdır. Nakit akımı ve nakit mevcudu arasındaki ilişki iki yönlüdür. Örneğin, nakit akımlarının yeniden yatırıma dönüştürülebilmesinden dolayı firma nakit mevcudunu arttırması beklenmektedir. Öte yandan firmanın normal faaliyetleri sonucunda elde etmiş olduğu nakitler firmanın yatırım ve ödemeleri için gerekli olduğundan yüksek nakit akımlarından daha düşük oranda nakit biriktirilmesi söz konusu olabilecektir. Hiyerarşi teorisi, firmaların içsel olarak yarattıkları fonları tercih ettiklerini öne sürmektedir. Bu bakış açısıyla, yüksek nakit akımlarına sahip firmaların daha yüksek oranda nakit tutmaları beklenebilir. Buna karşın değiş-tokuş teorisi nakit mevcudu ve nakit akımı arasındaki ilişkinin nakit akımın gerçekte bir nakit ikamesi olduğundan dolayı negatif olması gerektiğini öne sürmüştür (Feria ve Vilela, 2004).

2.KALDIRAÇ: Kaldıraç, bir firmanın toplam borçlarının toplam varlıklara oranlanması ile elde edilmektedir. Hem değiş-tokuş ve hem de hiyerarşi teorisine göre nakit mevcudu ve kaldıraç arasındaki ilişkinin beklenen işareti negatiftir. Hiyerarşi teorisi, yeterli kaynaklara sahip firmaların borç geri ödemeleri için nakit kullanabileceklerini ifade etmektedir (Opler vd., 1999). Bundan dolayı nakit mevcudu ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ancak, yüksek oranda borç düzeyinin mali başarısızlık olasılığını arttıracığı unutulmamalıdır. Bu noktada bir firmanın yüksek borç oranına sahip olması finansal sıkıntı olasılığını azaltmak için nakit mevcudunu arttırması gerekliliğini de ortaya koymaktadır. Bu durum kaldıraç ve nakit mevcudu arasında pozitif bir ilişkinin varlığını da ortaya koymaktadır (Özkan ve Özkan, 2004).

3.BÜYÜKLÜK: Büyüklük, firma toplam varlıklarının doğal logaritması alınarak hesaplanmaktadır. Değiş-tokuş teorisine göre firma büyüklüğü ve nakit mevcudu arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Büyüklük, nakit mevcudunu çeşitli yollar ile etkileyebilmektedir. Öncelikle, firma büyüklüğü sermaye piyasalarına giriş için bir gösterge olarak kullanılabilir. Büyük firmalar daha fazla varlıklara sahip olmasından dolayı sermaye piyasalarına giriş-

leri ve sermaye artırımında bulunabilmeleri daha kolaydır. Bu yüzden, firma büyüklüğünün nakit mevcudu ile negatif bir ilişki içinde olması beklenebilir. Firma büyüklüğü aynı zamanda operasyonel çeşitlilik göstergesi olarak da kullanılabilir. Daha büyük firmaların daha fazla bölümlere sahip olma eğilimi mümkündür ve bunun sonucu olarak da bu tür firmaların daha çok çeşitlendirilmiş olması beklenebilir. Çeşitlendirilmiş firmalar, kendi içlerinde yaratmış oldukları sermaye piyasaları aracılığıyla firma kaynaklarını daha etkili bir biçimde kullanabilirler. Kaynakların etkili bir biçimde bölüşülebilmesi, nakit akımlarının daha düzenli olması sonucunu yaratacağından büyük firmaların yüksek oranda nakit bulundurmalarını gerekli kılmayabilir. Bu ise söz konusu firmaların daha düşük oranda nakit bulundurması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile firma büyüklüğü ile nakit mevcudu arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Buna karşılık hiyerarşi teorisi nakit mevcudu ile firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu öne sürmektedir. Teori, büyük firmaların geçmişte daha başarılı olduklarından dolayı daha yüksek oranda nakit bulunduracaklarını ifade etmektedir (Opler vd., 1999).

4. ÇALIŞMA SERMAYESİ: Çalışma sermayesi, firmanın toplam dönen varlıkları ile toplam kısa vadeli borçları arasındaki farktır. Firma likidite göstergesi olan çalışma sermayesi, ticari alacaklar ve stoklar gibi kolaylıkla nakde dönüştürülebilir unsurları kapsamaktadır. Bu bağlamda, çalışma sermayesi naktin bir göstergesi olarak da kullanılabilir. Opler vd., (1999) hiyerarşi teorisinin, nakit mevcudu ve çalışma sermayesi arasındaki ilişkinin beklenen işaretinin ne olduğu konusunda öngöründe bulunmadığı ifade etmektedirler. Değiş-tokuş teorisi ise nakit geri dönme süresi kısa olan firmaların ihtiyat nedeni ile yüksek tutarda nakit bulduklarını öne sürmektedir. Bundan dolayı nakit ve çalışma sermayesi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ifade etmektedir.

5. TOBIN'S Q: Tobin's q firma büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kabul edilmekte ve firmanın piyasa değeri ile varlıkların defter değeri oranlanması sonucunda hesaplanmaktadır. Gerek değiş-tokuş ve gerekse de hiyerarşi teorisi, büyüme fırsatları ve nakit mevcudu arasındaki ilişkinin işaretini açıklamada belirsiz ifadeler kullandıkları görülmektedir. Değiş-Tokuş teorisi, düşük yatırım ve mali başarısızlık maliyetlerinin yüksek büyüme fir-

satlarına sahip firmalar için daha ağır hasarlara yol açacağını ve bunun ise dışsal finanslama maliyetini arttırabileceğini ifade etmektedir. Mali başarısızlığın maliyetlerini minimize etmek için bu gibi firmalar ihtiyatlılık gereği yüksek tutarda nakit elinde bulunduracakları ve bunun ise nakit mevcudu ve büyüme fırsatları arasında pozitif bir ilişkiye yol açması beklenecektir. Ancak, vekalet teorisi perspektifinden bakıldığında, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmaların sabit yöneticileri nakit biriktirebilir ve bu nakitleri kendi takdirlerinde kullanabilirler (Opler vd., 1999). Böyle bir davranış gözlemlendiğinde, nakit mevcudu ve büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki beklenebilir.

Hiyerarşi teorisine göre ise yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların riskten kaçınmak amacıyla yüksek oranda nakit tutmaya gönüllü oldukları düşünülmektedir. Diğer bir ifade ile büyüme fırsatlarının firma nakit mevcudunu pozitif etkilemesi beklenmektedir.

6. ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME HARCAMALARI: AR-GE harcamaları özü itibari ile risklidir. Özellikle yüksek tutarda AR-GE harcamalarına sahip olan firmaların yüksek oranda belirsizlikler ile karşı karşıya kalabilecekleri unutulmamalıdır. Bu belirsizlik, yeni bir ürün üretme sürecinin ne zaman ve nasıl sonuçlanacağı noktasında kendini göstermektedir. Ürün üretme sürecindeki belirsizlik, söz konusu süreci tamamlayınca kadar yüksek oranda nakit rezervi bulundurmasını gerekli kılmaktadır. Değiş-tokuş teorisi Ar-ge harcamaları ile nakit mevcudu arasında pozitif, buna karşın Hiyerarşi teorisi ise negatif bir ilişkinin söz konusu olduğunu ileri sürmektedir (Dittmar vd., 2003)

7. TEMETTÜ ÖDEMELERİ: Karlı firmalar yüksek tutarda temettü öderler veya hisse senetlerini nakit kullanarak yeniden satın alma eğilimindedirler. Bu gibi firmalar temettü ödeme oranını azaltarak gelecekteki düşük yatırımdan kaçınabilirler. Bu yüzden değiş-tokuş teorisine göre, temettü ödemeleri ve nakit mevcudu arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Benzer bir ilişki hiyerarşi teorisi içinde söz konusudur.

8. YATIRIM HARCAMALARI: Yatırım harcamaları ve nakit mevcudu arasındaki ilişkinin beklenen işareti her iki teoride farklıdır. Hiyerarşi teorisine göre, yatırım harcamaları düzeyi yüksek olan firmalar daha düşük oranda nakit biriktirir ve bundan dolayı nakit ve yatırım arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Buna karşın değiş-tokuş teorisi, yatırım harcaması düzeyi yük-

sek olan firmaların yeterli kaynaklara sahip olunmaması sonucunda ortaya çıkan dışsal fonlama ile ilişkili işlem maliyetlerinden kaçınma eğiliminde olduklarını ve bundan dolayı nakit ve yatırım arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu öne sürmektedir (Dittmar vd., 2003; Fereria ve Vilela, 2004).

9. BANKA KREDİLERİ: Vekalet çatışmaları ve bilgi asimetrisi ile ilgili problemleri azalttığından banka kredileri aracılığıyla finanslamanın kamu borçlarına göre daha etkili olduğu ifade edilmektedir (Özkan ve Özkan, 2004). Banka kredileri fazla olan veya kolaylıkla banka kredi temini etme imkanına sahip olan firmaların düşük oranda nakit tutmaları beklenebilir.

10. BORÇLARIN VADE YAPISI: Değiş-tokuş teorisine göre nakit mevcudu üzerinde borçların vadesinin etkisi açık değildir. Borçların vadesi bir bilgi asimetrisi göstergesi olarak görülebilmektedir. Yüksek bilgi asimetrisine sahip firmaların daha yüksek oranda kısa dönem borçlara sahip olacağı beklenmektedir. Kısa dönem borçların kullanımı firmalara kredilerini periyodik olarak yenileme noktasında bir takım zorunluklar getirmektedir. Yüksek oranda kısa dönem borçlara sahip olan firmalar kredileri yenilenmediği takdirde bir takım mali başarısızlıklardan kaçınmak amacıyla yüksek tutarda nakit tutmaları muhtemeldir. Bu nedenle borçların vadesi ile nakit mevcudu arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Tablo 1. Beklentiler

DEĞİŞKENLER	DEĞİŞ-TOKUŞ TEORİSİ	HİYERARŞİ TEORİSİ
NAKİT AKIMI	Negatif	Pozitif
KALDIRAÇ	Negatif	Negatif
BÜYÜKLÜK	Negatif	Pozitif
ÇALIŞMA SERMAYESİ	Belirsiz	Pozitif
TOBIN'S Q	Pozitif	Pozitif
AR-GE	Pozitif	Negatif
TEMETTÜ	Negatif	Negatif
YATIRIM	Pozitif	Negatif
BANKA KREDİLERİ		
VADE	Belirsiz	

3. VERİ, METODOLOJİ VE DEĞİŞKENLER

Türk Sermaye Piyasası'nda firmaların nakit mevcudunu belirleyen unsurları araştıran bu çalışmada 206 firma verisinden yararlanılmıştır. Çalışma 2000-2007 yıllarını kapsamaktadır. Varlık yapılarının farklı olmasından dolayı mali sektörde yer alan firmalar analiz kapsamı dışında tutulmuştur.

Çalışmada Opler vd., (1999) tarafından geliştirilen model esas alınmıştır. Bu modele göre nakit mevcudu çalışma sermayesi, kaldıraç, nakit akımları, büyüklük, büyüme fırsatları, yatırım harcamaları, temettü ödemeleri ve Araştırma-Geliştirme harcamalarının bir fonksiyonu olarak kabul edilmektedir.

$$\text{NAKIT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ÇSER}_{it} + \beta_2 \text{KAL}_{it} + \beta_3 \text{NAKIMI}_{it} + \beta_5 \text{BUYUK}_{it} + \beta_6 \text{BANK}_{it} + \beta_7 \text{VADE}_{it} + \beta_8 \text{ARGE}_{it} + \beta_9 \text{TEMT}_{it} + \beta_{10} \text{YATIRM}_{it} + \epsilon_{it}$$

3.1. Değişkenlerin Ölçülmesi

Nakit mevcudu (NAKIT), firmaların nakit ve nakit benzeri unsurlarının toplam varlıklara oranlanması ile bulunmuştur.

$$\text{NAKIT} = (\text{Hazır Değerler}_{it} + \text{Menkul Kıymetler}_{it}) / \text{Toplam Varlıklar}_{it}$$

Çalışma sermayesi (ÇSER), firmaların likit varlıklarının göstergesi olarak kullanılmış ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{ÇSER} = (\text{Dönen Varlıklar}_{it} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}_{it}) / \text{Toplam Varlıklar}_{it}$$

Kaldıraç (KAL), firma risiliğinin göstergesi olarak kullanılmış ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{KAL} = (\text{Kısa Vadeli Borçlar}_{it} + \text{Uzun Vadeli Borçlar}_{it}) / \text{Toplam Varlıklar}_{it}$$

Nakit Akımı (NAKIMI), vergi sonrası kar ile amortisman giderlerinin toplamının toplam varlıklara oranlanması ile bulunmuştur.

$$\text{NAKIMI} = (\text{Vergi Sonrası Kar}_{it} + \text{Amortisman Giderleri}_{it}) / \text{Toplam Varlıklar}_{it}$$

Firma büyüklüğünün göstergesi olarak kullanılan BUYUK değişkeni, toplam varlıkların doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır.

Firmaların bankalara olan kredi borçlarını göstermek amacıyla kullanılan BANK değişkeni aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{BANK} = (\text{Kısa Vadeli Banka Kredileri}_{it} + \text{Uzun Vadeli Banka Kredileri}_{it}) / \text{Toplam Borçlar}_{it}$$

Firma uzun vadeli borçlarının göstergesi olarak kullanılan VADE değişkeni, uzun vadeli borçların toplam borçlara oranlanması ile bulunmuştur.

$$\text{VADE} = \frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar}_{it}}{\text{Toplam Borçlar}_{it}}$$

Araştırma-Geliştirme harcamaları, firmaların potansiyel mali başarısızlık ölçümü (Opler vd., 1999) olarak kullanılmış ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{ARGE} = \frac{\text{Araştırma ve Geliştirme Giderleri}_{it}}{\text{Faaliyet Giderleri}_{it}}$$

Bir firmanın temettü ödemesinin nakit mevcudu üzerindeki etkisini incelemek üzere Temettü kukla değişkeni (TEMT) kullanılmıştır. TEMT değişkeni, firma ilgili yıl kazançları üzerinden temettü ödemesi halinde 1, aksi takdirde 0 değerini almaktadır.

Firmaların büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kullanılan Q değeri, firma piyasa değerinin varlıkların toplam defter değerine oranlanması ile hesaplanmıştır.

Firmalar tarafından ilgili yıllarda yapılan duran varlık alımlarını gösteren yatırım değişkeni (YATIRM) toplam varlıklara oranlanarak hesaplanmıştır.

$$\text{YATIRM} = \frac{\text{Duran Varlık Alımı}_{it}}{\text{Toplam Varlıklar}_{it}}$$

Tablo 2’de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistik bilgileri yer almaktadır. Tablo 2’de görüldüğü gibi Türk Sermaye Piyasası’nda yer alan ve ampirik analiz kapsamında incelenen firmaların toplam varlıklarının yaklaşık % 9’u nakit ve nakit benzeri unsurlardan oluşmaktadır. 45 ülkeyi kapsayan çalışmalarında Dittmar vd., (2003) yatırımcı koruması düzeyi yüksek olan ülkelerde bu oranın yaklaşık % 6,3, buna karşın aralarında Türkiye’nin de bulunduğu yasal koruma düşük olduğu ülkelerde ise % 8,3 olduğunu belirlemişlerdir. Fereria ve Vilela (2004) ise Avrupa Birliği’ne üye 13 ülke verisini kullandıkları çalışmalarında toplam varlıklar içerisinde nakit oranını yaklaşık % 14 civarında olduğunu tespit etmişlerdir. Drobertz ve Grüninger (2007) İsviçre firmaları üzerine yaptığı çalışmasında söz konusu oranı % 20 olarak belirlemiştir. Amerika Birleşik Devletleri üzerine yaptıkları çalışmalarında Opler vd., (1999) bu oranın % 17 olarak tespit etmiştir. Görüldüğü gibi özellikle gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında düşük olan bu oran, nakit ve nakit benzeri unsurların bilanço içerisindeki payını göstermesi bakımından önemlidir.

Tablo 2. Özet İstatistik

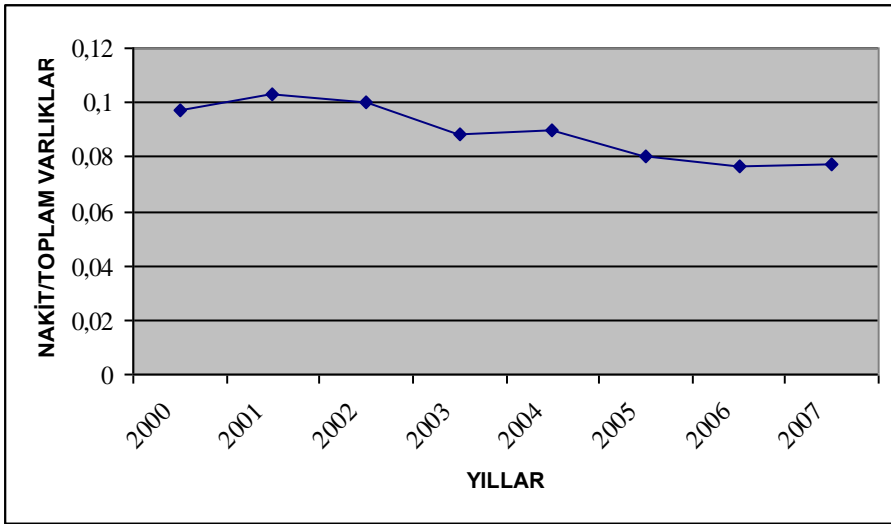
TÜM ÖRNEKLEM				BÜYÜME FIRSATLARINA GÖRE FİRMALAR						
				YÜKSEK			DÜŞÜK			T TESTİ
	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ORTANCA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ORTANCA	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	ORTANCA	
NAKİT	1178	0.0904	0.0461	818	0.1046	0.0552	360	0.0583	0.0324	6.653* **
ÇSER	1178	0.1813	0.1773	818	0.1908	0.1887	360	0.1597	0.1621	3.295* **
KAL	1178	0.4705	0.4642	818	0.496	0.5108	360	0.4125	0.3867	8.915* **
NAKİMİ	1178	0.084	0.0721	818	0.0935	0.084	360	0.0624	0.0561	6.645* **
BÜYÜK	1178	8.0366	7.9783	818	8.0212	7.9677	360	8.0715	8.0017	- 8.685* **
BANKA	1178	0.3034	0.285	818	0.298	0.2815	360	0.3157	0.3053	-1.144
VADE	1178	0.2694	0.2277	818	0.2658	0.2138	360	0.2775	0.2468	- 3.701* **
AR-GE	1178	0.0179	0	818	0.0222	0	360	0.0081	0	4.666* **
YATIRM	1178	0.0688	0.041	818	0.0711	0.043	360	0.0636	0.0361	1.650*
Q	1178	2.00	1.3706							

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Çalışmanın amacına uygun olarak örneklem hacmi iki alt gruba ayrılmıştır: Yüksek ve düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalar. Bu ayırım yapılırken, firmaların, büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kabul edilen, Tobin' q değerleri esas alınmıştır. Tobin'q değeri birden büyük olan firmalar, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalar; birden küçük olan firmalar ise düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalar olarak kabul edilmiştir. Tablo 2'den görüldüğü gibi düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların iki kat fazla oranda nakit bulundurdıkları belirlenmiştir. Düşük büyüme fırsatlarına sahip firmaların toplam varlıkları içerisinde nakit ve nakit benzeri unsurların payı yaklaşık % 5 iken, bu oran yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda % 10 olmuştur. Bu sonuçlar aslında beklentilere uygundur. Yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalar, gelecekte yapacakları maddi ve maddi olmayan varlık yatırımlarını finanse etmek için daha fazla nakte ihtiyaç duymaktadırlar. Sonuçlar incelendiğinde, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre daha fazla Ar-Ge ve yatırım harcamalarında bulunduğu görülmektedir. Aynı şekil-

de, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların daha fazla çalışma sermayesi, kaldıraç oranı ve nakit akımlarına sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmaların daha büyük firmalar olduğu ve yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalara göre daha fazla banka kredileri kullandıkları görülmektedir.

Şekil 1’de yıllar itibari ile nakit mevcudunun toplam varlıklar içerisindeki payı görülmektedir. Şekil 1’de görüldüğü gibi nakit/toplam varlıklar oranı özellikle finansal kriz döneminin yaşandığı 2000-2002 yılları arasında yüksektir. Bu durum, firmaların finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde öngörülemeyen birtakım sıkıntıları ve mali başarısızlıkların yaratacağı olumsuz gelişmeleri bertaraf etmek amacıyla daha fazla tutarda nakit ve nakit benzeri unsurları bulundurduklarını göstermektedir.



Şekil 1. Yıllar İtibari İle Nakit/Toplam Varlıklar Oranı

SONUÇ

Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizlerinden yararlanılmıştır. Tablo 3’de ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo incelendiğinde, nakit ile çalışma sermayesi, nakit akımı, firma büyüklüğü, araştırma ve geliştirme giderleri,

temettü ödemeleri ve büyüme fırsatları arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki söz konusudur. Buna karşın, nakit ile kaldıraç oranı, banka arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmektedir.

Tablo 3. Korelasyon Tablosu

	NAKİT	ÇSER	KAL	NAKİMİ	BÜYÜK	BANKA	VADE	ARGE	TEMT	Q
NAKİT	1									
ÇSER	,491**	1								
KAL	-,304**	-,486**	1							
NAKİMİ	,381**	,394**	-,344**	1						
BÜYÜK	,064*	-,106**	-,016	,056	1					
BANKA	-,293**	-,273**	,384**	-,226**	,060*	1				
VADE	-,049	-,001	,007	-,013	,247**	,301**	1			
ARGE	,131**	,036	,011	,012	,073*	-,085**	-,020	1		
TEMT	,347**	,247**	-,310**	,387**	,320**	-,158**	,021	-,019	1	
Q	,058*	-,133*	,306**	-,007	-,005	,009	-,006	,081**	-,026	1
YATIRM	,057	-,114**	,016	,048	,013	,056	,158**	,015	,046	,048

** ve * sırasıyla % 1 ve % 5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'de regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Tablo 4 Panel A'da tüm örnekleme ilişkin sonuçlar görülmektedir. Regresyon analizi sonuçları incelendiğinde çalışma sermayesi ile nakit mevcudu arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Diğer bir ifade ile firmaların çalışma sermayesinde meydana gelen bir artış, aynı şekilde nakit mevcudunda da artışa yol açacaktır. Kaldıraç oranı ve nakit mevcudu arasında beklentilere uygun biçimde negatif bir ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte bu negatif ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Buna karşın, nakit mevcudu ile nakit akımları arasında pozitif ve % 1 düzeyinde istatistiksel bir anlamlılık görülmektedir. Bu sonuç, Dittmar vd., 2003; Drobetz ve Gruninger, 2007; Ferreira ve Vilela, 2004; Opler vd., 1999 çalışmaları ile tutarlıdır. Hiyerarşi teorisi firma büyüklüğü ile nakit mevcudu

arasında pozitif bir ilişkinin varlığından söz etmektedir. Regresyon analizi sonuçlarında, hiyerarşi teorisini destekler biçimde, nakit mevcudu ve firma büyüklüğü arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 5 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu sonuç, büyük firmaların daha yüksek oranlarda nakit bulduklarını ortaya koymaktadır. Banka kredileri ve nakit mevcudu arasında, Fereria ve Vilela, 2004 ve Özkan ve Özkan, 2004 çalışmalarını destekler biçimde negatif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlılık söz konusudur. Bu sonuç, Fereria ve Vilela (2004) ifade ettiği gibi, firmaların bankalar ile yakın ilişki içinde olması firmalara daha düşük nakit düzeyinde tahvil ihracı durumunda ihraç süresi ile ödeme süresi arasında bir takım kolaylıklar sağlamaktadır. Bunun yanısıra, banka kredileri ve nakit mevcudu arasında var olan bu negatif ilişki aynı zamanda, firmaların kredibilite kalitesine değerlemede iyi bir pozisyona sahip olduğu görüşünü de desteklemektedir. Borçların vade yapısı ile nakit mevcudu arasında beklentilerden farklı olarak negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki söz konusudur. Araştırma ve geliştirme harcamaları ile nakit mevcudu arasında beklentilere uygun bir biçimde pozitif ve % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişki söz konusudur ve bu sonuç Dittmar vd., 2003 ve Opler vd., 1999 çalışmaları ile tutarlıdır. Daha önce ifade edildiği gibi, Araştırma ve geliştirme harcamaları özü itibari ile riskli ve uzun vadeli. Firmalar bu tür harcamaları gerçekleştirmek amacıyla yeterli düzeyde nakte sahip olmalıdırlar. Hem değiş-tokuş hem de hiyerarşi teorisi, temettü ödemeleri ile nakit mevcudu arasında negatif bir ilişkinin olduğunu öne sürmektedirler. Buna karşın, yapılan ampirik çalışmalarda (Drobetz ve Gruninger 2007; Fereria ve Vilela, 2004; Arslan vd., 2006; Özkan ve Özkan, 2004) pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Bu çalışmada da, söz konusu çalışmalar ile benzer bir biçimde, temettü ve nakit mevcudu arasında pozitif ve % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Firma büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kullanılan Tobin's q ile nakit mevcudu arasında her iki teoriye göre pozitif bir ilişkinin olduğu öne sürülmektedir. Ampirik çalışmalar (Dittmar vd., Drobetz ve Gruninger, 2007; Fereria ve Vilela, 2004; Opler vd., 1999; Özkan ve Özkan, 2004) bu pozitif ilişkinin varlığını ispatlamışlardır. Ampirik analiz sonuçları, bu çalışmaları destekler bir biçimde Tobin's q ile nakit mevcudu arasında pozitif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. Son olarak firma yatırımları ile nakit mevcudu arasında pozitif ve istatistiksel olarak oldukça anlamlı bir ilişki elde edilmiştir.

Panel B ve C'de büyüme fırsatları göz önünde bulundurularak yapılan sınıflandırma kapsamında yer alan firmalara ilişkin regresyon analizi sonuçları yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde genel olarak tüm örneklem sonuçları ile tutarlılık olduğu görülmektedir. En önemli farklılık, tüm örneklem ve yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda Ar-Ge harcamaları ve nakit mevcudu arasında var olan pozitif ilişki, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda negatif ve istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı bulunmuştur.

Tablo 4. Regresyon Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER VE PARAMETRELER	BAĞIMLI DEĞİŞKEN: NAKİT		
	PANEL A: TÜM ÖRNEKLEM	PANEL B: YÜKSEK BÜYÜME FIRSATLARINA SAHİP FİRMALAR	PANEL C: DÜŞÜK BÜYÜME FIRSATLARINA SAHİP FİRMALAR
SABİT	-,053 (-1,468)	-,052 (-1,074)	-,092 (-2,059)**
ÇSER	,391 (13,561)***	,406 (11,364)***	,364 (6,180)***
KAL	-,010 (-,315)	-,033 (-,878)	-,022 (-,384)
NAKİMİ	,125 (4,542)***	,095 (2,875)***	,099 (1,870)*
BÜYÜK	,058 (2,197)**	,059 (1,830)*	,144 (2,884)***
BANKA	-,118 (-4,324)***	-,115 (-3,419)***	-,089 (-1,729)*
VADE	-,040 (-1,537)	-,053 (-1,669)*	-,043 (-,876)
ARGE	,095 (3,997)***	,103 (3,633)***	-,140 (-2,912)***
TEMT	,164 (5,888)***	,173 (5,090)***	,121 (2,307)**
Q	,107 (4,264)***	,095 (3,193)***	,036 (,690)
YATIRM	,093 (3,853)***	,105 (3,621)***	,027 (,570)
F Değeri	66,370***	49,104***	13,909***
Düz. R ²	,358	,372	,264
Gözlem Sayısı	1278	818	360

Parantez içindekiler, t değerlerini göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada, Türk Sermaye Piyasası'nda yer alan firmaların nakit mevcudunu belirleyen unsurlar incelenmiştir. Çalışmada 206 firmanın 2000–2007 yıllarına ilişkin verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizi kullanılmıştır. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu nakit ve nakit benzeri unsurların firmaların toplam varlıkları içerisinde önemli bir yer tuttuğudur. Gelişmiş ülke verileri ile kıyaslandığında düşük olan bu oran (% 9) nakit ve nakit benzeri unsurların firmaların toplam varlıkları içerisinde en önemli unsur olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmada, ayrıca bu oranın özellikle finansal krizlerin yaşandığı 2000–2002 yıllarında daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Yapılan ampirik analiz sonucunda nakit mevcudunun belirlenmesinde çalışma sermayesi, nakit akımı, firma büyüklüğü, araştırma ve geliştirme harcamaları, temettü ödemeleri, büyüme fırsatları ve firma yatırımlarının önemli belirleyiciler olduğu görülmüştür. Konuya ilişkin yapılmış olan çalışmalar ile (Dittmar vd., 2003; Drobetz ve Gruninger, 2007; Fereria ve Vilela, 2004; Arslan vd., 2006; Opler vd., 1999; Özkan ve Özkan, 2004) tutarlı bir biçimde, büyüme fırsatları, nakit akımları, araştırma ve geliştirme harcamaları, temettü ödemeleri ve yatırımlar ile nakit mevcudu arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Buna karşın kaldıraç oranı ile nakit mevcudu arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da, firmaların bankalara aşırı borçlanmasının nakit mevcudu üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymasındır.

Çalışmada ayrıca, firmaların büyüme fırsatları gözönünde bulundurularak, örneklem hacmi iki alt gruba ayrılmıştır. Yapılan analizlerde, düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalar ile kıyaslandığında, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmaların iki kat fazla oranda nakit bulduklarını belirlenmiştir.

Literatür kısmında özetlendiği gibi nakit mevcudunun belirleyicileri üzerine oldukça geniş bir literatür mevcuttur. Bu çalışmada, mevcut literatüre katkı sağlama ve konuya ilişkin uluslararası alanda yapılacak çalışmalarda Türkiye'deki mevcut durumu ortaya koymaya çalışmaktadır. Konuyla ilgili gelecekte yapılacak çalışmalarda özellikle, nakit mevcudu ile firma performansı ve kurumsal yönetimin etkileri incelenebilir.

KAYNAKÇA

- ARSLAN, Ö., FLORACKIS, C. ve ÖZKAN, A. (2006), The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market, *Emerging Markets Review*, 7.
- BATES, T. W., KAHLE, K. M. ve STULZ, R. M. (2009), Why Do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, Forthcoming.
- CHUDSON, W. (1945), The pattern of corporate financial structure NBER Working Paper Series.
- DITTMAR, A. ve SMITH, J. M. (2007), Corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 83.
- DITTMAR, A., SMITH, J. M. ve SERVAES, H. (2003), International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1.
- DROBERTZ, W., ve GRUNINGER, M. (2007), Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland, *Fin. Mkts. Portfolio Mgmt.* 21.
- FERRERIA, M. A. ve VILELA, A. S. (2004), Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2.
- FOLEY, C. F., HARTSELL, J. C., TITMAN, S. ve TWITE, G. (2007), Why do firms holds so much cash? A tax based explanation, *Journal of Financial Economics*, 86.
- HAN, S. ve QIU, J. (2007), Corporate precautionary cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, 13.
- HARFORD, J., MANSI, S. A. ve MAXWELL, W. F. (2008), Corporate governance and firm cash holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, 87.
- KIM, C.S., MAURER, D. C. ve SHERMAN, A. S. (1998), The determinants of corporate liquidity: Theory and Evidence, *Journal of Quantitative Analysis*, Vol. 33.
- MYERS, S. ve MAJLUF, N. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13.
- OPLER, T., PINKOWITZ, L., STULZ, R. ve WILLIAMSON, R. (1999), The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52.
- ÖZKAN, A. ve N. ÖZKAN, N. (2004), Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies, *Journal of Banking & Finance*, 28.
- TONG, Z. (2009), Firm diversification and the value of corporate cash holdings *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- VOGEL, R.C. ve MADDALA, G. S. (1967), Cross-Section Estimates of Liquid Asset Demand by Manufacturing Corporations, *Journal of Finance*, 22.