

PARASAL AÇIK YA DA PARASAL FAZLALIK İÇİNDE BULUNAN İŞLETMELERDE KÂRLILIK VE PAY SENEDİ GETİRİSİNİN KARŞILAŞTIRILMASI: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Sibel FETTAHOĞLU, Yrd. Doç. Dr.
stopdemir@kocaeli.edu.tr, Kocaeli Üniversitesi

Özet: Bu çalışmanın amacı, işletmedeki parasal akımların bir sonucu olan parasal açık veya parasal fazlalığın işletmedeki öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve pay senedi getirisi üzerinde bir farklılık yaratıp yaratmadığını belirlemektir. Borsa İstanbul'da Kocaeli Şehir Endeksi'nde 2009-2012 yılları arasında kesintisiz bir şekilde yer alan 16 tane işletmenin verileri kullanılarak söz konusu işletmeler, parasal fazlalık ya da parasal açık durumlarına göre kümelerle ayrılmış ve her bir küme birbirleriyle pay senedi getirisi, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılığı başta olmak üzere finansal değişkenler açısından ayırma analizi uygulanarak karşılaştırılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre, parasal fazlalık veren işletmelerin açık verenerlere kıyasla pay senedi getirisi, Fiyat/Kazanç oranı, öz sermaye ve aktif kârlılığı ortalamalarının daha yüksek olduğu buna karşılık parasal açık veren işletmelerin kaldıraç oranı ortalamasının parasal fazlalık verenlere göre daha yüksek olduğu görülmüştür. Parasal açık ya da parasal fazlalık veren işletmeleri birbirlerinden en çok ayıran değişkenlerin ise sırasıyla "Nakit Tutma Oranı", "Kâr Dağıtımı", "Pazar Değeri/Defter Değeri", "AR-GE Giderleri/Toplam Satışlar" ve son olarak "Toplam Varlıklar" değişkenleri olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Parasal Akım, Nakit Tutma, Getiri, Borsa İstanbul.

COMPARING RETURN AND PROFITABILITY OF BUSINESSES WITH EXCESS OR NEGATIVE RESIDUAL CASH: AN IMPLICATION IN BORSA ISTANBUL

Abstract: The aim of the study is to determine the differences between excess cash and negative residual cash on businesses' return on asset, return on equity and stock return. Sixteen businesses are determined which are listed in Kocaeli City Index in Borsa İstanbul in 2009-2012 period. These businesses are clustered in two groups: Excess cash group or negative residual cash group. Then these groups are compared to each other about stock return, return on asset, return on equity and such financial factors. The results of the analysis show that businesses in excess cash have higher mean of stock return, price/earning ratio, return on asset and return on equity than businesses with negative residual cash. On the other hand, businesses with negative residual cash have higher mean of leverage ratio. After the discriminant analysis the most distinctive factors are determined as in turn "Cash holding ratio", "Profit distribution", "Market/Book value", "R&D/Total sales" and "Total Assets".

Keywords: Cash Flow, Cash Holdings, Return, Borsa İstanbul.

1. GİRİŞ

Bireyler gibi işletmelerin de para tutma amaçları genellikle üç nedene dayanır: (1) İşlem yapma ihtiyacı, (2) İhtiyat ve (3) Spekülasyon. İşletmede faaliyetlerin sürdürülebilmesi için parasal akımların yönetilmesi gerekir. Ayrıca mevsimlik ya da dönemsel olarak ortaya çıkabilecek dalgalanmalara karşı korunmak ve dış finansın maliyetli olması durumunda gelecekte avantajlı yatırım fırsatlarına girebilmek amacıyla işletmeler para tutmak isteyebilirler. (Akgöç, 1998). Dengeleme teorisine göre işletmeler, parasal fazlalık tutmanın marjinal faydasıyla marjinal maliyetinin optimal olduğu düzeyde para tutarlarsa ortaklığın değerini en çoklayabilirler. Hedef para tutma tutar açısından gerçekleşen ötelemeler düşürebilir. İşletmede parasal giriş ve parasal çıkışlar gerek vade gerekse tutar açısından gerçekleşen ötelemeler nedeniyle her zaman birbirine eşit olmayabilir. Ya işletmeye olan parasal girişler parasal çıkışlardan fazladır (parasal fazlalık) ya da işletmedeki parasal çıkışlar parasal girişlerden büyüktür (parasal açık). Yaygın olarak kullanılan anlamda net parasal giriş, dönemin parasal çıkışlarının üzerinde bulunan parasal giriş fazlalığı olarak tanımlanır. Parasal fazlalık durumunda atıl kaynakların değerlendirilerek kârlılığın en çoklanmasına çalışılır. Parasal açık durumu ise olumsuz bir sinyal olarak algılanmalıdır. İşletme kısa süreli olarak ödemelerini gerçekleştiremez hale gelir. Eğer bu kısa süreli ödeyememe sürekli hale gelirse ve uzun vadede atlatılamazsa işletmenin iflasıyla sonlanan bir süreç yaşanır (Fettahoğlu, A., 2008).

Altı(2003)'ye göre, işletmede meydana gelen parasal akımlar, işletmenin gelecekteki yatırım fırsatları hakkında anlamlı bilgi verir. Almedia, Campello ve Weisbach (2004), yapmış oldukları çalışmada finansal sıkıntı içinde bulunan işletmeler ile finansal sıkıntı içinde bulunmayan işletmelerin likit varlık bulundurma eğilimlerinin işletmeye olan parasal akımlardan etkilenip etkilenmediğini incelediler. Yapılan analiz sonucunda, finansal sıkıntı içinde bulunan işletmelerin net parasal girişleri yüksek olduğu zaman likit varlıklarının arttığı buna karşın finansal sıkıntı içinde olmayan işletmelerin likit varlık bulundurmalarının sistematik olarak parasal akımlardan etkilenmediği belirlendi. Dittmar ve Mahrt-Smith (2007) ile Harford, Mansi ve Maxwell(2008)'e göre kurumsal yönetimi benimsemiş işletmeler, diğerlerine göre finansal fazlalıkları daha iyi değerlendirir. Bates, Kahle ve Stulz (2009)'a göre son dönemlerde Amerika'da ki işletmelerin nakit oranlarının artmasının nedeni temsilcilik problemlerinden ziyade işletmelerin parasal akımlarının riskli hale gelmesidir. Buna paralel olarak Faleye (2004) yapmış olduğu çalışmada, parasal fazlalık bulundurma ile işletmede temsilcilik maliyeti problemi azalttığını belirlemiştir. Jensen (1986)'e göre işletmede serbest nakit akımları üzerinde yöneticilerin bireysel karar verebilme yetkisi söz konusudur. Eğer bu tür bireysel karar verebilme yetkisi azaltılabilirse temsilcilik maliyeti de azalır. Bu azaltma, bir kaynak yapısı kararı akımlarında sağlanabilir. Örneğin yabancı kaynak artışı yöneticiyi borcun faizini ödemeye zorlayacağından serbest nakit tutmanın bir azalma söz konusu olacaktır. Denis ve Sibilkov (2010), finansal sıkıntı içinde bulunan işletmelerde nakit tutmanın

daha değerli olduğunu çünkü yüksek düzeyde nakit bulundurmanın finansal sıkıntı içinde bulunan işletmeleri, işletmenin değerini artıracak projelere yönlendirdiğini belirlediler. Faulkender ve Wang (2006), işletmede para tutmanın marjinal değeri arttıkça işletmenin daha fazla kaldıraç, sermaye pazarında daha iyi koşullarda ihraç yapabilme ve işletmenin kendi pay senetlerini geri satın alması yerine kâr payı dağıtımını yoluyla ortaklara daha fazla nakit dağıtımını yaptığını belirlemişlerdir. Fresard (2010)'a göre rakiplerine göre daha çok parasal fazlalık bulunduran işletmeler, daha fazla pazar değerine ve aktif kârlılığına sahiptir. Dolayısıyla uygulamaya dayalı çalışmaların sonuçlarına göre, net parasal girişe sahip işletmeler, finansal açıktan dolayı işletmelere kıyasla daha fazla özsermaye ve aktif kârlılığına, Pazar Değeri/Defter Değeri oranına sahiptir (Wang, 2012). Pazar Değeri/ Defter Değeri oranı, işletmenin pazar değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermekte olup bu oran büyüdükçe pay senetlerinin değer kazandığı anlamı ortaya çıkmaktadır (Ercan ve Ban, 2005).

Bu çalışmanın amacı, işletmedeki parasal akımların bir sonucu olan parasal açık veya parasal fazlalığın işletmedeki öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve pay senedi getirisi üzerinde bir farklılık yaratıp yaratmadığını belirlemektir. Borsa İstanbul'da Kocaeli Şehir Endeksi'nde 2009-2012 yılları arasında kesintisiz bir şekilde yer alan 16 tane işletmenin verileri kullanılarak söz konusu işletmeler, parasal fazlalık ya da parasal açık durumlarına göre kümeler ayrışmış ve her bir küme birbirleriyle pay senedi getirisi, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılığı başta olmak üzere finansal değişkenler açısından ayırma analizi uygulanarak karşılaştırılmıştır. Dolayısıyla analiz sonuçları yalnızca Borsa İstanbul Şehir Endeksi'nde yer alan 16 tane işletme ile sınırlıdır. Analiz SPSS paket programı ile yapılmıştır. Analizde "Nakit Tutma Oranı= Hazır Değerler/ Toplam Varlıklar" şeklinde ve işletmede tutulması beklenen optimal nakit tutma düzeyi Opler, Pinkowitz, Stulz ve Williamson(1999)'un çalışmasında yer alan aşağıdaki eşitlik yardımıyla belirlenmiştir:

Optimal Nakit Tutma Oranı

$$= \alpha + \beta_1 \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}} + \beta_2 \frac{(\text{FAVÖK} - \text{Vergi} - \text{Faiz})}{\text{Toplam Varlıklar}} + \beta_3 \frac{\text{Net Çalışma Sermayesi}}{\text{Toplam Varlıklar}} + \beta_4 \frac{\text{Paz. Değ.}}{\text{Def. Değ.}} + \beta_5 \frac{\text{Finansman Giderleri}}{\text{Toplam Varlıklar}} + \beta_6 \frac{\text{AR - GE Giderleri}}{\text{Toplam Satışlar}} + \beta_7 \text{Kaldıraç Oranı} + \beta_8 \text{Kar Payı Dağıtım} + \varepsilon$$

Eşitlikte yer alan FAVÖK, Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kârın, AR-GE, Araştırma ve Geliştirmenin kısaltmalarıdır. "Kaldıraç Oranı =Toplam Borç/Toplam Varlık" oranı şeklinde bulunurken; bir kukla değişken olan kâr payı dağıtımını, işletme kâr payı dağıtımını yapmışsa "1", kâr payı dağıtımını yapmamışsa "0" olacak şekilde analizde ele alınmıştır. İşletmenin mevcut nakit tutma oranı ile yukarıda yer alan regresyon eşitliğine göre hesaplanan optimal nakit tutma oranı arasındaki fark parasal fazlalık ya da parasal açığa işaret eder.

II. ANALİZ SONUÇLARI ve YORUMLAR

Tablo 1'de optimal nakit tutma oranına ilişkin regresyon sonuçları yer almaktadır. Eşitlikten anlaşılabileceği üzere optimal nakit tutma oranı bağımlı diğerleri ise bağımsız değişkenlerdir.

Tablo 1. Optimal Nakit Tutma Oranı ile Bağımsız Değişkenler İçin Korelasyon Katsayısı

	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Anlamlılık
Model Özeti	,814	,662	,613	,000

Bağımlı Değişken: Optimal Nakit Tutma Oranı

Tablo 1 incelendiğinde, 0,00 (<0,05) anlamlılık düzeyinde modelin bir bütün olarak geçerli olduğunu ve modelde yer alan bağımsız değişkenlerin, optimal nakit tutma oranındaki değişimlerin %61,3'ünü açıkladığı görülmektedir.

Tablo 3. Parasal Açık ya da Fazlalık Veren işletmeler İçin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	
	Parasal Fazlalık Verenler	Parasal Açık Verenler
Getiri	0,21	0,14
Fiyat/Kazanç Oranı	36,06	23,58
Özsermaye Kârlılığı	0,08	0,003
Aktif Kârlılığı	0,06	0,03
Kaldıraç	0,39	0,51
AR-GE Gid./Toplam Satışlar	0,54	0,10
Paz.Değ./Def.Değ.	2,5	2,44
Kâr Dağıtımı	0,55	0,43
Nakit Tutma Oranı	0,20	0,06

Wang(2012)'a göre işletmenin parasal fazlalığa sahip olması eğer işletme iyi büyüme fırsatları ve kurumsal yönetime sahipse gelecekte pay senedi getirisinin artabileceğini gösterir. Simutin(2010), yapmış olduğu çalışmada parasal fazlalık ile gelecekteki pay senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ifade etmiştir. Fresard (2010)'ın yapmış olduğu çalışmada rakiplerine göre parasal fazlalık veren işletmeler, yüksek pazar payı ve aktif kârlılığına sahiptir. Tablo 3 incelendiğinde, parasal fazlalık veren işletmelerin açık verenlere kıyasla pay senedi getirisi, Fiyat/Kazanç oranı, öz sermaye ve aktif kârlılığı ortalamalarının daha yüksek olduğu buna karşılık parasal açık veren işletmelerin kaldıraç oranı ortalamasının parasal fazlalık verenlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Parasal açık ya da parasal fazlalık içinde bulunan işletmeleri birbirinden ayıran finansal değişkenlerin neler olduğunu belirlemek amacıyla ayırma(diskriminant) analizi uygulanmıştır. Bağımlı değişken, işletmenin parasal açık ya da parasal fazlalık vermesidir. Bağımsız değişken sayısı birden çok olduğu için kademeli (stepwise) ayırma analizi uygulanmıştır. Böylece değişkenler, ayırma güçlerine göre sırayla analize dahil edilir ve ayırma gücü zayıf olanlar model dışında kalır.

Tablo 4. Kademeye Giren Değişkenler

Kademe	Değişken	Wilk Lambdası	F Değerleri	Anlamlılık
1	Nakit Tutma Oranı	0,757	19,899	,000
2	Kâr Dağıtımı	0,653	16,205	,000
3	Paz.Değ./Def.Değ.	0,526	18,016	,000
4	AR-GE Gid./Toplam Satışlar	0,447	18,256	,000
5	Toplam Varlıklar	0,392	17,981	,000

Tablo 4'e göre parasal açık ya da parasal fazlalık veren işletmeleri birbirlerinden en çok ayıran değişkenler "Nakit Tutma Oranı", "Kâr Dağıtımı", "Pazar Değeri/Defter Değeri", "AR-GE Giderleri/Toplam Satışlar" ve son olarak "Toplam Varlıklar" şeklindedir. Mikkelsen ve Partch (2003) çalışmalarında, yüksek oranda nakit tutan işletmelerin AR-GE harcamalarının yüksek ve varlıklarındaki büyümenin de daha fazla olduğunu belirlediler. Kim ve diğerleri (1998), yapmış oldukları çalışmada "Pazar Değeri/Defter Değeri" ve gelecekteki yatırım fırsatları yüksek olan işletmelerin nakit tutma oranlarının daha fazla olduğunu belirlediler. Tablo 3 incelendiğinde, ayırma analizine göre anlamlı olan değişkenlerin ortalamalarının parasal fazlalık veren işletmelerde parasal açık içinde olanlara göre yüksek olduğu görülmektedir.

Tablo 5. Özdeğerler, Varyans ve Kanonik Korelasyon

Fonksiyon	Özdeğer	Açıklanan Varyans	Birikimli Varyans	Kanonik Korelasyon
1	1,550	100.0	100.0	0,780

İki grup olduğundan sadece bir fonksiyon(denklem) ortaya çıkmıştır. Bu fonksiyonun öz değeri 1,550 ve toplam varyansın %100'ünü açıklamaktadır. Kanonik korelasyon %78'dir. Bu katsayının karesi, bağımlı değişkendeki varyansın yüzde kaçının bu model tarafından açıklandığını gösterir. Dolayısıyla, parasal fazlalık ya da parasal açık içinde olma üzerindeki varyansın %61'i bu model tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 6. Wilk Lambdası ve Ki Kare Sonuçları

Fonksiyon	Wilk Lambdası	Ki Kare	SD	Anlamlılık
1	0,392	55,700	5	,000

Tablo 6, ayırma analizi sonuçlarının istatistiksel açıdan anlamlı olup olmadığını Wilk Lambdası ve Ki Kare testi sonuçları ile göstermektedir. İlgili tabloya göre ayırma modeli 0,000 anlamlılık düzeyinde geçerli olup üzerinde yorum ve tahminler yapılabilir.

Tablo 7. Sınıflandırma Sonuçları

	Sebep(Fazlalık-Açık)	Tahmini Gruplar		Toplam
		0	1	
Gerçek Gruplar	0	26	6	32
	1	4	28	32
Oran	0	81,3	18,8	100
	1	12,5	87,5	100

Doğru Sınıflandırma Oranı=%84,4

Tablo 7, ayırma fonksiyonuna göre sınıflandırma sonuçlarını verir. Buna göre mevcut gözlemlerin %84'ü doğru sınıflandırılmıştır.

III. SONUÇ

İşletmenin likit olması, üretim sürecinin kesintisiz bir şekilde sürmesi ve vadesi gelen ödemelerin gerçekleştirilmesi açısından hayati öneme sahiptir. İşletme gereğinden fazla nakit bulundurursa seçenek alanlardan yoksun kalabilir gereğinden az bulundurursa ödeme gücüyle yaşayabilir. Dolayısıyla işletmede parasal giriş ve parasal çıkışlar arasındaki uyumun sağlanması gerekir. Bu çalışmanın amacı, işletmedeki parasal akımların bir sonucu olan parasal açık veya parasal fazlalığın işletmedeki öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve pay senedi getirisi üzerinde bir farklılık yaratıp yaratmadığını belirlemektir. Borsa İstanbul'da Kocaeli Şehir Endeksi'nde 2009-2012 yılları arasında kesintisiz bir şekilde yer alan 16 tane işletmenin verileri kullanılarak söz konusu işletmeler, parasal fazlalık ya da parasal açık durumlarına göre kümelere ayrılmış, her bir küme birbirleriyle pay senedi getirisi, özsermaye kârlılığı, aktif kârlılığı başta olmak üzere finansal değişkenler açısından ayırma analizi uygulanarak karşılaştırılmıştır. Yapılan çalışma sonuçlarına göre parasal fazlalık veren işletmeler ile parasal açık veren işletmeler karşılaştırıldığında parasal fazlalık veren işletmelerin pay senedi getirisi, fiyat/kazanç oranı, öz sermaye ve aktif kârlılığı ortalamalarının daha yüksek olduğu buna karşılık parasal açık veren işletmelerin ise kaldıraç oranı ortalamalarının parasal fazlalık verenlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Dolayısıyla parasal açık veren işletmeler, daha fazla dış kaynak finansına ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca geri dönüşü belirsiz ve riskli olan AR-GE harcamalarının ve nakit tutma oranının parasal açık veren işletmelerde daha düşük oranda kaldığı görülmüştür. İşletmelerde finansal kararlar ve sermaye yapısı kararları değerlendirilirken parasal açık ya da fazlalık durumu dikkate alınmalıdır. Başta ödeyebilme gücü olmak üzere, işletmede üretim sürecinin aksamadan devam etmesi ve kârlılığın artırılabilmesi için optimal düzeyde parasal fazlalık elde etmek gerekir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö., Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, s.232.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach M., "The Cash Flow Sensitivity of Cash", The Journal of Finance, Vol:59, Issue:4, 2004, pp.1777-1804.
- Altı, A., "How Sensitive Is Invest to Cash Flow When Financing Is Frictionless?", The Journal of Finance, Vol:58, No:2, 2003, pp.707-722.
- Bates, T., Kahle, K., Stulz, R., "Why do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?", The Journal of Finance, Vol:64, Issue:5, 2009, pp.1985-2021.
- Denis, D., Sibilkov, V., "Financial Constraints, Investments and The Value of Cash Holdings", Review of Financial Studies, Vol:23, Issue:1, 2010, pp.247-269.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", Journal of Financial Economics, Vol:83, 2007, pp.599-634.
- Drobtetz, W., Grüniger, M., "Corporate Cash Holdings: Evidence From A Different Institutional Setting", Ideas Repec Working Paper, Wwz.unibas.ch/uploads/tx_x4epublication/Corporate.pdf (Erişim,28.11.2013).
- Ercan, M.K., Ban, Ü., Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005,s.51.
- Faleye, O., "Cash and Corporate Control", Journal of Finance, Vo:59, Issue:5, 2004, pp.2041-2060.
- Faulkender, M., Wang, R., "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", Journal of Finance, Vol:61, Issue:4, 2006, pp.1957-1990.
- Fettahoğlu, A., İşletme Finansmanı, Umuttepe Yayınevi, İzmit, 2008, s.93.
- Fresard, L., "Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings", The Journal of Finance, Vol:65, Issue:3, 2010, pp.1097-1122.
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W., "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", Journal of Financial Economics, Vol:87, Issue:3, 2008, pp.535-555.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, Vol:76, No:2, 1986, pp.323-329.
- Kim, C., Mauer, D., Sherman, A., "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol:33, No:3, 1998, pp.335-359.
- Mikkelsen, W., Partch M., "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol:38, No:2, 2003, pp.275-294.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings", Journal of Financial Economics, Vol:52, Issue:1, 1999, pp.3-46.
- Simutin, M., "Excess Cash and Stock Returns", Financial Management, Vol:39, Issue:3, 2010, pp.1197-1222.
- Wang, F., "Residual Cash, Firm Value and Financial Distress", Journal of International Finance & Economics, Vol:12, Issue:4, 2012, pp.115-138.

www.borsaistanbul.com

www.kap.gov.tr

Marketlab

MARMARA
ÜNİVERSİTESİ