



[itobiad], 2021, 10 (3): 2660-2693

**Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler:
Denizcilik İşletmeleri Üzerine Finansal Bir Analiz**

Determinants of Corporate Cash Holding Policies: A Financial
Analysis on Shipping Companies

Esmâ ÖNAL

Öğrenci, Zonguldak BEÜ, SBE, Denizcilik İşletmeleri Yönetimi A.B.D.
Student, Z. Bülent Ecevit Univ. Graduate School Of Social Sciences
esmaonall7@gmail.com

Orcid ID: 0000-0002-7635-525X

Berk YILDIZ

Dr. Öğr. Üyesi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, Denizcilik Fak.
Asst.Prof., Zonguldak Bulent Ecevit University, Faculty of Maritime
berkyz@yahoo.com

Orcid ID: 0000-0002-3367-8753

Makale Bilgisi / Article Information

Makale Türü / Article Type : Araştırma Makalesi / Research Article
Geliş Tarihi / Received : 10.02.2021
Kabul Tarihi / Accepted : 27.06.2021
Yayın Tarihi / Published : 21.09.2021
Yayın Sezonu : Temmuz-Ağustos-Eylül
Pub Date Season : July-August-September

Atıf/Cite as: Önal, E. & Yıldız, B. (2021). Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: Denizcilik İşletmeleri Üzerine Finansal Bir Analiz . İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi , 10 (3) , 2660-2693 . Retrieved from <http://www.itobiad.com/tr/pub/issue/64619/878085>

İntihal /Plagiarism: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelenmiş ve intihal içermediği teyit edilmiştir. / This article has been reviewed by at least two referees and confirmed to include no plagiarism. <http://www.itobiad.com/>

Copyright © Published by Mustafa YİĞİTOĞLU Since 2012 – Istanbul / Eyup, Turkey. All rights reserved.

Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: Denizcilik İşletmeleri Üzerine Finansal Bir Analiz *

Öz

Kurumsal finansın majör çalışma alanlarından biri olan nakit yönetiminin işletmeler için önemi, 2008 küresel finans krizi sonrasında daha da artmış ve bir işletmenin sürekliliğinin sağlanabilmesi için kârlılık faktörünün tek başına yeterli bir ölçü olmadığı daha net bir şekilde anlaşılmıştır. Kuşkusuz her sektörün kendine özgü dinamikleri ve özellikleri vardır. Ancak yoğun rekabetin yaşandığı deniz ticaret piyasasında, etkin bir nakit yönetim politikasının oluşturulması, ekonomik dalgalanmalara oldukça duyarlı olan sektör işletmelerinin sürekliliklerinin sağlanması açısından büyük önem arz etmektedir. Bu sebeple de, bu piyasada herhangi bir işletmenin tek başına egemen olması veya hüküm sürmesi, pek rastlanan bir durum değildir. Bununla birlikte, nakdin diğer varlıklara veya ödeme şekillerine göre üstünlüğünü ifade eden "nakit kraldır" deyişinin daha da önem kazandığı bu günlerde, deniz ticaret piyasası özelinde bir değerlendirme yapabilmek ve denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikalarını etkileyen faktörleri tespit etmek üzere bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir. Finans yazınında birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, deniz ticaret piyasası işletmeleri üzerine yapılmış çalışma sayısı oldukça sınırlı ve yetersizdir. Bu nedenle, finans yazınına deniz ticaret piyasası özelinde katkı sağlamak için de yapılan bu çalışmanın amacı, hisse senetleri New York Menkul Kıymetler Borsasında (New York Stock Exchange) işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikalarına etki eden faktörlerin tespit edilmesidir. İşletmelerin yıllık verilerini içeren ve 2008-2019 dönemini kapsayan bir veri setinin kullanıldığı çalışmada, söz konusu dönemde hisse senetleri NYSE' de sürekli olarak işlem gören 17 denizyolu taşımacılık işletmesinin, nakit bulundurma politikalarını etkileyebileceği tahmin edilen çeşitli faktörler, kurulan model yardımıyla panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre NYSE' de işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları üzerinde kârlılık ve sermaye harcamaları faktörlerinin pozitif, kaldıraç ve likidite faktörlerinin ise negatif yönlü etkileri vardır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Nakit Bulundurma, Denizyolu Taşımacılık İşletmeleri, Nakit Yönetim Politikaları, Nakit Devir Hızı, Panel Veri.

* Bu çalışma Dr. Öğr. Üyesi Berk YILDIZ danışmanlığında Esmâ ÖNAL' ın Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi SBE Denizcilik İşletmeleri Yönetimi A.B.D. Deniz İşletmeciliği ve Ekonomisi Tezli YL Programında devam etmekte olan "Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: Denizcilik Firmaları Üzerine Bir Finansal Analiz" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasından üretilmiştir.



Determinants of Corporate Cash Holding Policies: A Financial Analysis on Shipping Companies

Abstract

The importance of cash management, which is one of the major research areas of corporate finance, has increased even more after the 2008 Global Financial Crisis and it has been understood more clearly that profitability is not only factor for a sufficient measure to ensure the continuity of a business. Precisely, every sector has its own dynamics and characteristics. However, in the maritime trade market where there is fierce competition, establishing an effective cash management policy is of great importance in terms of ensuring continuity, by the reason of the sensitivity of companies to economic fluctuations. For this reason it is not ordinary for just a company to dominate this market. Currently, when the motto "cash is king", which expresses the superiority of cash over other assets or payment methods, has become more important, it has been decided to conduct this study in order to make an assessment specific to the sector and to determine the affecting factors of the corporate cash holding policies of maritime transport companies. Although there are many studies in the literature, the studies on maritime trade market industry is very limited and insufficient. So, the purpose of this study is also made to contribute to literature in the maritime trade market, by determining the factors affecting the cash holding policies of companies that are listed on the New York Stock Exchange (NYSE). In the study, an annual data set covering the period of 2008-2019 has been created and various factors that are predicted to affect the cash holding policies of 17 maritime transport companies listed in NYSE analyzed by panel data method. The findings showed that, profitability and capital expenditures have positive effects, contrary to leverage and liquidity.

Keywords: Corporate Cash Holding, Shipping Companies, Cash Management Policies, Cash Turnover Ratio, Panel Data.

Giriş

Küresel kalkınmanın önemli bir parçası olan denizyolu taşımacılık sektörünün ortaya çıkışı, ilk kargonun, bilinen en eski deniz ticaret hattı olan, Mezopotamya ile Bahreyn ve Batı Hindistan'daki İndus Nehri arasındaki güzergâhta yaklaşık 5000 yıl önce taşınmasıyla başlamıştır. M.Ö. 10. yüzyıla gelindiğinde ise deniz ticaretinin ekonomik merkezi Doğu Akdeniz'de tersanecilikle uğraşan Fenikelilerin Sur şehri olmuş, oradan da Rodos'a uzanmıştır. Takip eden zamanlarda, ekonomik faaliyetlerin etkisiyle, denizyolu taşımacılığı, doğu Akdeniz'den batıya doğru; Yunanistan, Roma ve Venedik üzerinden Anvers, Amsterdam ve Londra'ya kadar yayılmıştır. Sektöre ilişkin bu gelişmeler; Kolomb, Diaz ve Macellan



gibi ünlü kâşiflerin, dünyadaki ana denizcilik yollarını keşfetmelerine dek genişleyerek, devam etmiştir (Stopford, 2009, s. 7). Denizyolu yük taşımacılığında yeni bir çağın başlangıcı olarak kabul edilen bu keşifler, sektöre olan ilginin hız kesmeden büyümesine de yol açmıştır. Bu ilginin ardında yatan temel neden; karayolu, demiryolu ve havayolu gibi diğer seçeneklere kıyasla denizyolu taşımacılığının ölçek ekonomisinden daha çok faydalanabilme fırsatı yaratmasıdır. Zira taşımacılığın denizyolu ile yapılması, daha çok yükün daha hızlı bir şekilde nakliyesine imkân vermekte, bu da ekonomik ve ticari faaliyetlerin büyümesine katkı sağlamaktadır. Üstelik denizyolu taşımacılığı, bütünleşik ulaştırma sistemleri ile birlikte organize edildiğinde ulaşılan fayda katlanarak artmaktadır.

Bugün, dünyada taşınan yüklerin hacim olarak yaklaşık %84'ü, değer olarak ise yaklaşık %70'i denizyolu ile taşınmaktadır (T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı, [UAB], 2018, s. 451). Bu oranları teyit eder nitelikteki 2019 verilerine göre de, denizyolu ile taşınmış olan yük miktarı yaklaşık olarak 11,1 milyar tondur. Üstelik mevcut dünya nüfusu ile oranladığında, kişi başına yaklaşık olarak 1,5 tonu bulan bu ağırlık, aynı zamanda 14 trilyon ABD Dolarını aşan etkileyici bir deniz ticaret hacmine ulaşıldığını da ifade etmektedir (ICS, 2020). Öyle ki bu veriler denizyolu taşımacılığının, lojistik sektörü içinde küresel ticaretin en stratejik sektörü haline geldiğinin de önemli bir göstergesidir.

Finans yazınında bugüne kadar işletmelerin nakit bulundurma nedenlerini açıklamak ve likidite yönetim politikalarının oluşturulmasında etkisi olan faktörleri tespit etmek amacıyla birçok çalışma (Opler, Pinkowitz, Stulz ve Williamson, 1999; Pinkowitz, Stulz ve Williamson, 2006; Gill ve Shah, 2012) yapılmıştır. Ancak denizcilik piyasası ve bu piyasanın en önemli bileşenlerinden biri olan denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikalarını belirlemeye yönelik çalışma sayısı yok denilebilecek kadar az olduğundan bu çalışmanın yapılmasına karar verilmiştir.

Teorik Altyapı ve Yazın Taraması

Bu bölümde, nakit yönetiminin denizyolu taşımacılık işletmeleri için önemine ve kurumsal nakit bulundurma politikaları ile ilişkilendirilen sermaye yapısı teorilerine yer verilmiştir.

Nakit Yönetimi ve Denizyolu Taşımacılık İşletmeleri İçin Önemi

Sabit varlıklara yapılan yatırımların finansmanının yanı sıra, bu varlıkların etkin bir biçimde çalışması için de ilave finansmana gereksinim duyulmaktadır. Öyle ki, hammadde ve malzemelerin satın alınmasından, her türlü gider ve ücretin ödenmesine, kullanılan yabancı kaynaklara ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasından, vergi ve temettülerin ve hatta kiralanan varlıkların karşılıklarına kadar tüm ödemelerin



gerçekleştirilmesinde nakit varlıkların önemli bir rolü vardır (Aksoy ve Yalçın, 2013, s. 279).

Kuşkusuz nakde olan bu gereksinim, sektörel farklılıklardan etkilenmektedir. Örneğin hizmet sektörünün bir bileşeni konumundaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin yüksek stok miktarı ile faaliyetlerini yürütme mecburiyetleri, ticaret ve endüstri alanında faaliyet gösteren işletmelere kıyasla yok denilebilecek kadar azdır. Çünkü denizyolu taşımacılık işletmelerinde, nakit çıkışına sebebiyet veren temel kalemler; sabit varlık yatırımları ile yakıt ve personel giderleridir. Ancak dünya ticaret hacminde sıklıkla yaşanan ekonomik dalgalanmalar, bu varlık ve giderlerin finansmanı için nakde duyulan gereksinimi daha da artırmakta, bu artış da finansal riskleri tetiklemektedir. Bundan dolayı sektör işletmelerinden yüksek tutarda nakit çıkışına zemin hazırlayan finansal koşullar, optimum düzeyde nakdi işletmede bulundurmaya denizyolu taşımacılık işletmeleri açısından da zorunlu kılmaktadır.

Bununla beraber, denizyolu taşımacılık işletmelerinin ciroları her ne kadar yüksek tutarlarda seyretmekteyse de, denizcilik piyasası rekabetin oldukça yoğun yaşandığı bir piyasadır. Dolayısıyla, bu piyasada herhangi bir işletmenin tek başına egemen olması veya hüküm sürmesi de pek rastlanan bir durum değildir. Üstelik sektörün ekonomik dalgalanmalara olan duyarlılığı da, oldukça yüksektir. Bu nedenle, ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmalar sektör işletmelerinin gelirlerinde önemli kayıplara, maliyet kalemlerinde ise kayda değer artışlara yol açabilmektedir. Bunun temel nedeni, sektör yatırımcılarının ortada gerçekçi bir talep olmamasına rağmen, sabit varlıklara yaptıkları hatalı yatırımlardır. Hatalı değerlendirmeler nedeniyle, tersanelerden teslim alınan gemilerin daha hiç sefer yapmadan atıl bir şekilde bekletildiği durumlar ortaya çıkmaktadır ki, bu bekleyiş, hali hazırda sabit varlık finansmanı nedeniyle eriyen nakit mevcutlarının, bekleme sürecinde doğan ilave çalışma sermayesi gereksinimi ile daha da azalması ile sonuçlanmaktadır. Bu durum, sektör işletmelerinin mali sıkıntıya düşmelerine ve hatta iflas riski ile yüzleşmek zorunda kalmalarına bile yol açmaktadır.

Öte yandan, aniden yükselen navlun bedellerine ilişkin yükselişi zamanında tahmin edemeyen yatırımcılar, filolarını büyütmede çok geç kaldıkları için ortaya çıkan yüksek kazanç fırsatlarını da kaçırabilmektedirler (Stopfor, 2009, s. 4). Bunun için kurumsal bir nakit stratejisinin bulunması ve etkin bir likidite yönetiminin gerçekleştirilmesi, her işletme gibi denizyolu taşımacılık işletmeleri açısından da hayati bir öneme sahiptir. Çünkü nakit ve nakit benzeri varlıklar, bir işletmenin cari varlıklarının en önemli bileşenlerinden birisidir ve bir işletmenin başarısı geleceğiyle ilgili yapacağı finansal tahmin ve planlarla yakından ilişkilidir. Kaldı ki, yoğun rekabet şartları sürekliliğin ve rekabet edebilirliğin sağlanması için etkin bir nakit yönetiminin varlığını zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla işletmeler gelecekte bekledikleri nakit giriş ve çıkışlarını önceden tahmin ederek olası nakit açıklarını kapatmak için



ihtiyaç duyabilecekleri nakdi önceden temin etmek isterler. Ancak özellikle finansal dalgalanmaların oldukça sık yaşandığı denizcilik piyasasında, yöneticilerin optimum nakit düzeyini belirlemeleri de oldukça güçtür. Düşük nakit rezervi, kârlılığın artırılması için bir fırsat yaratmakla birlikte, finansal risklerin de artmasına yol açmaktadır. Çok fazla nakit ile faaliyetlerin sürdürülmesi ise, finansal risklerin düşmesine katkı sağlamakla birlikte, işletmelerin getirilerinin düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle nakit yönetimi, işletme yöneticileri için önemli bir görevdir (Ulusoy, Esmer ve Dayı, 2019, s. 1893). Bununla beraber, bir işletmenin nakit yönetim politikasının oluşturulma sürecini, sermaye yapısına ilişkin stratejik kararlardan bağımsız olarak düşünmek ise mümkün değildir. Dolayısıyla izleyen başlıklar altında finans yazınında işletmelerin kurumsal nakit bulundurma politikaları ile temel sermaye yapısı teorileri arasındaki ilişkilere değinilmiştir.

Dengeleme Teorisi ve Nakit Yönetimi İle İlişkisi

Finans yazınında özellikle işletmelerin sermaye yapılarını açıklamak üzere geliştirilen ancak işletmelerin nakit bulundurma nedenlerini açıklamada da önemli bir yapıtaşı olan Dengeleme Teorisinde, nakit rezervini artırmanın bir işletmeye sağladığı fayda ile geresinim duyulandan fazla nakit bulundurulması nedeniyle (atıl fon) işletmece katlanılan maliyetin dengelendiği noktada, piyasa değerinin maksimize edilebileceği ileri sürülmektedir. Başka bir ifadeyle, nakit tutmanın marjinal maliyetini ve faydasını dengeleyen optimal bir nakit tutma düzeyi vardır (Ferreira ve Vilela, 2004, s. 295-296). Bu teoriye göre yöneticiler hissedarların servetini maksimize etmeyi amaçlar ve bunun için de işletmece yaratılan nakdi işletmede alıkoymayı tercih ederler. Zira bu strateji nakit bulundurma maliyetlerini düşürmektedir. Burada sözü edilen maliyet ise, işletmede tutulan nakit mevcudu üzerinden elde edilebilecek kazançlar ile işletmenin ek fonlama maliyeti arasındaki farktır (Dittmar, Smith ve Servaes, 2003, s. 115).

Bununla beraber, bir işletmenin nakit mevcudunu koruma ve artırma güdüsü ardında iki temel gerekçe yatmaktadır. Bu gerekçelerden biri işlem maliyetlerini düşürme arzusu, diğeri ise ihtiyatlılıktır. İşlem maliyetlerini düşürme güdüsü, dış kaynak kullanım maliyetlerinden tasarruf edilmesini sağlamaktadır. Bilindiği üzere borç ile finansmanın kaldıraç etkisi vardır. Ancak bu teoriye göre işletmeler için optimal bir sermaye yapısı bulunmaktadır. Söz konusu optimal seviyenin oluştuğu hedef borç eşiği aşıldığında ise işletmenin finansal sıkıntıya düşme olasılığı artmaktadır. Özellikle ekonomik koşullar nedeniyle kazançlarda ortaya çıkabilecek oynaklıklar, yüksek kaldıraç derecesine sahip işletmelerin temerrüde düşmelerine yol açabilmektedir. Üstelik nakit yetersizliğinden kaynaklanan bu risk, bir işletmeyi tasfiyeye kadar da sürükleyebilmektedir. Varlıkların elden çıkarılmasına kadar giden bir durum ile karşı karşıya kalmak istemeyen işletmeler de, nakit rezervlerini artırma eğilimi göstermektedirler.



Ancak ihtiyaçtan fazla nakit tutmanın da işletmeler açısından bir bedeli vardır. Bu bedel, fırsat maliyetidir ve bazı işletmeler fırsat maliyetini düşürerek, atıl fon birikimine izin vermemek için tam ters bir strateji ile nakit mevcutlarını azaltmayı da tercih edebilmektedirler (Bates, Kahle ve Stulz, (2009); Baumol, (1952); (Miller ve Orr, 1966).

Öte yandan, işletmeler ihtiyati gerekçeler nedeniyle de nakit mevcutlarını artırmayı tercih edebilmektedirler. Bu tercihin ardında yatan temel güdü ise, gelecekte karşılaşılabilecek nakit açıklarının ortaya çıkarılabileceği olumsuz etkilerden korunmaktır. Opler, Pinkowitz, Stulz ve Williamson (1999), nakit akış döngüsünün aşırı oynak olduğu sektörlerde, işletmelerin özellikle temerrüde düşmeme refleksi ile nakit varlıklarını artırma eğilimi gösterdiklerini ileri sürmektedir. Mikkelson ve Partch'a (2003) göre ise, bazı işletme yöneticileri muhafazakâr bir mali politika benimseyerek, faaliyetleri yüksek nakit rezervi ile sürdürmeyi tercih etmektedirler, ancak bu tercihlerinin ardında yatan asıl sebep, hissedarlardan ziyade kendi çıkarlarını korumaktır.

Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Nakit Yönetimi ile İlişkisi

Bu teoriye göre, işletmeler için optimal bir nakit düzeyi bulunmamaktadır. Myers ve Majluf (1984) bunun sebebi olarak asimetric bilgiyi göstermektedir. Asimetric bilgi, ekonomik bir ilişkide taraflardan birinin diğeri hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı anlamına gelen durumdur. Çünkü finansal piyasalar tam olarak etkin değildir, bu nedenle de hiçbir finansal varlığın değeri mevcut tüm bilgileri yansıtamamaktadır. Dolayısıyla piyasadaki tüm bilgi kullanıcıları, yeni bilgilere eş zamanlı olarak erişememektedir. Bu durum da bilgi kullanıcıları açısından yabancı kaynak kullanım maliyetlerini oldukça yükseltmektedir. Zira asimetric bilgi teorisine göre kaldıraç oranı, yatırım tutarı ve dağıtılamayan kârlar arasındaki farka eşit olan dış kaynak ihtiyacına göre şekillenir. Diğeri bir deyişle, sadece yatırımların gerektirdiği kaynak ihtiyacı içsel kaynakları aşan işletmeler borçlanacaktır. Bu nedenle, asimetric bilgi kaynaklı maliyetleri minimize etmek isteyen işletmeler, bir finansman hiyerarşisini takip ederler (Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984).

Finansman Hiyerarşisi Teorisi olarak bilinen bu yaklaşıma göre; işletmeler öncelikli olarak içsel kaynakları, başka bir ifadeyle dağıtılamayan kârları (otofinansman) kullanırlar. İçsel kaynaklar tükenmediği sürece de, finansal piyasalardan dışsal kaynak kullanmazlar. Bu kaynaklar tükendiğinde ise, önce borç, en son kaynak olarak da hisse senedi ihracı yaparak, öz sermaye finansmanı yaparlar. Dolayısıyla, bu teorisinin savunucularına göre, işletmeler daha az borçlanarak, faaliyetlerini sürdürmeyi tercih etmektedirler.

Serbest Nakit Akışı Teorisi ve Nakit Yönetimi ile İlişkisi

Serbest nakit akışı, bir işletmenin faaliyetleri yoluyla ürettiği nakitten, işletme tarafından yapılan harcamaların düşülmesi ile bulunan nakit



tutardır. Diğer bir deyişle, serbest nakit akışı, bir işletmenin işletme giderlerini ve sermaye harcamalarını ödedikten sonra kalan nakittir ve Jensen (1986) tarafından ileri sürülen “Serbest Nakit Akışı Teorisi” ne göre, kemikleşmiş veya pozisyonunu sağlamlaştırmış yöneticiler, kazançlı yatırım fırsatlarının yetersiz olduğu dönemlerde, işletmenin nakit mevcudunu hissedarlarla paylaşmayı tercih etmemektedirler. Jensen (1986) bu davranışın ardında yatan temel nedenin; yöneticilerin kontrolleri altındaki varlık miktarını artırarak, işletmede alınacak yatırım kararları üzerinde daha çok takdir yetkisine sahip olma niyeti olduğunu ileri sürmektedir. Bu durum, yöneticileri, işletmeye öz sermaye sağlayan hissedarlar yerine, kendi pozisyonlarını koruyacak bir takım faaliyetleri yürütmeye yöneltir. Başka bir deyişle, yöneticiler ile hissedarlar arasında bir çıkar çatışması ortamının oluşmasına sebebiyet verir. Zira yöneticiler işletmede oluşan nakit fazlasını, yani nakit varlıkları işletmede muhafaza ederek, sermaye piyasalarından finansman sağlama gereksinimini azaltmakta ve böylelikle de, sermaye sağlayıcıların gözetim ve denetimden kurtulabilmektedirler. Hissedarların temsilcisi olarak görev yapan yöneticiler ile işletmenin gerçek sahipleri olan hissedarlar arasında yaşanan bu durum da, finans yazınında Temsil Sorunu Maliyeti (Agency Cost) olarak bilinmektedir.

Nakit Tutma Politikalarına Etki Eden Faktörler

Bilindiği üzere finansal yönetim; işletmelerin sermaye gereksinimlerinin tahmin edilmesi, sermaye yapılarının belirlenmesi, yatırım, finansman ve temettü politikalarının oluşturulması ile nakit yönetimine ilişkin kararların alınması gibi temel fonksiyonları içermektedir. Dolayısıyla bir işletmede gereksinim duyulan fonların tedariki, kullanılması, finansal faaliyetlerin planlanması, organize edilmesi, yönetilmesi ve denetlenmesi faaliyetleri, işletmenin rekabet edebilirliğinin korunması açısından büyük önem arz etmektedir. Bunun nedeni, küreselleşme ile artan uluslararası rekabetin stratejik faaliyetlerin düzenlenmesi ile verimliliğin artırılması gerekliliğini gün yüzüne çıkarmasıdır.

Öte yandan, ticari faaliyetlerin küresel boyutta gerçekleştiği bu çağda; işletmeler satın alma, birleşme ve stratejik iş ortaklıkları kurma gibi birlikteliklere yönelmektedirler. Zira küresel rekabetin yol açtığı zorluklar, işletmeler açısından sürekliliğin sağlanmasını gün geçtikçe daha zor bir hale getirmektedir. Bu rekabet koşulları ise işletmeleri, yönetim stratejilerini güncellemeye veya yeniden yapılandırmaya sevk etmektedir. Söz konusu güncelleme ve yeniden yapılanmalar ise; eski ve köklü işletmelerin, yeni işletmeleri satın alması (dikey) veya yoğun rekabet içerisindeki rakip işletmelerin yaptıkları birleşmeler (yatay) şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu birleşmeler ile amaçlanan ise pazar payının genişletilmesi ve güç birliği yapılmasıdır. Kuşkusuz tüm bu stratejilerin hayata geçirilmesinde, yeterli bir nakit rezervi ile iyi işleyen bir nakit yönetim politikasının varlığı esastır. Dolayısıyla her işletmenin bir nakit bulundurma politikası oluşturması ve finansal faaliyetlerini oluşturduğu bu kurumsal politika doğrultusunda



yönetmesi kaçınılmazdır. Ancak kurumsal bir nakit politikasının oluşturulması sürecinde çeşitli faktörlerin rol oynadığı da gözden kaçırılmamalıdır. Çünkü bir işletmenin bulunduracağı nakit miktarı çok çeşitli faktörlerin etkisi altındadır ve işletme büyüklüğü, işletmenin organizasyon yapısı, işletme faaliyetlerinin genel yapısı ile muhasebe ve denetim fonksiyonuna ilişkin yapıların nakit yönetimi üzerinde etkilerinin olmadığını söylemek mümkün değildir (Aksoy ve Yalçın, 2013, s. 282).

Nitekim Opler ve diğerleri (1999) işletmelerin kurumsal nakit tutma politikalarına etki eden faktörlerin belirlemesi üzerine bir çalışma yapmış ve bu çalışmanın yayımlandığı tarihten itibaren de, işletmelerin nakit bulundurma politikalarını etkileyen değişkenleri tespit etmek gayesiyle, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler üzerine yapılmış çalışmaların niceliğinde de göreceli bir artış gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, her işletme açısından büyük bir öneme sahip olan nakit ve nakit benzeri varlıkların yönetimi, denizyolu taşımacılık işletmeleri için de her zaman özenle ve dikkatle üzerinde yoğun zaman harcanılan bir yönetim alanı olmuştur. Bunun nedeni yüksek işletim maliyetleridir. Öyle ki, gemi işletim maliyetlerinin; %14'ü operasyon, %4'ü periyodik bakım ve %40'ı ise seferler sırasında ortaya çıkan maliyetlerden oluşmaktadır ve bu maliyetler denizyolu taşımacılığı ile uğraşan bir işletmenin toplam maliyetlerinin yaklaşık olarak %58'ine denk gelmektedir. Üstelik maliyet kalemleri içerisindeki operasyon ve sefer maliyetleri; personel, yakıt, kumanya, günlük tamir ve bakım vb. giderlerin bir bileşimidirler ve bu giderlerin de nakit yönetimi açısından göreceli bir önemi vardır. Bunun nedeni finansal bir kriz ortamında, özellikle yakıt tedarikçilerine ve gemi personeline maaş, ikramiye vb. adlar altında yapılan ödemelerin bir önceliğinin olmasıdır. Zira yakıt tedarikçilerine ve gemi personeline ödeme yapılmaması, geminin mahsur kalması anlamına gelmektedir (Stopford, 2009, s. 236-237). Bu koşullar altında ise bir geminin ticaret yapması mümkün değildir. Dolayısıyla denizyolu taşımacılık sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin ekonomik dalgalanmalara oldukça duyarlı, finansal risklere de aynı derecede açık olduklarını söylemek mümkündür. Bu nedenle, sektör işletmeleri için hayati öneme sahip olan nakit rezervlerinin, verimli ve etkin bir şekilde yönetilmesi zorunluluğu vardır.

Metodoloji

Bu bölümde; çalışmanın amacına, kapsamına, kurulan hipotezlere, modele ve yapılacak testlere ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Çalışmanın Amacı, Kapsamı ve Hipotezler

Bu çalışmanın amacı, denizcilik piyasası ve bu piyasanın önemli bir bileşeni olan ve hisse senetleri New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange, [NYSE])' de sürekli olarak işlem gören 17 denizyolu taşımacılık işletmesinin kurumsal nakit bulundurma politikalarına etki eden finansal faktörleri tespit etmektir. Çalışmada, 2008-2019 dönemini kapsayan



yıllık veriler kullanılmış ve kurulan hipotezler panel regresyon analizi yöntemi ile test edilmiştir.

Çalışmada yer alan değişkenlere ilişkin veri seti ise, işletmelerin kamuya ilan ettikleri yıllık mali raporlarından faydalanılarak hazırlanmış ve kurulan modelin test edilmesinde, Stata 14 ve E-Views 9 istatistiksel yazılım programlarından yararlanılmıştır. Hipotezlerde yer alan değişkenlere ilişkin açıklamalar ile kurulan modele ilişkin bilgiler ise şöyledir:

Kârlılık

İşletmelerin nakit varlıklarının temel kaynağı, kâr fonksiyonunun da önemli bir bileşeni olan hasılattır. Hasılat, işletmenin olağan faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan gelirdir ve satışlar, ücretler, faiz, temettü ve isim hakları gibi çeşitli adlar taşır (Deloitte, International Accounting Standards-18, [IAS-18]). Nakit olarak elde edilen gelirlerin yönetimi ise kurumsal finansın en majör çalışma alanlarından biridir. Öyle ki, finans yazınında, işletmelerin nakit yönetim politikalarını belirleyen nedenleri tespit etmek amacıyla birçok çalışma yapılmış ve bu çalışmalarda ulaşılan sonuçlar da, çeşitli teoriler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır. Bu teorilerden biri, daha önce de bahsedildiği üzere “Finansman Hiyerarşisi Teorisidir”. Bu teoriye göre, hissedarlar ve yöneticiler, paydaşı oldukları işletmenin geleceği hakkında dış yatırımcılara kıyasla daha çok bilgiye sahiptirler. Bu tür bilgiye ise asimetric bilgi denilmektedir ve asimetric bilgi, iç ve dış finansman arasındaki borç veya öz sermaye ihracına ilişkin seçimi etkilemektedir.

İşletmenin geleceğine dair olumlu beklentileri olan hissedar ve yöneticilerin, elde edilecek kârı paylaşmak yerine, işletmede alıkoymayı yeğledikleri bilinen bir gerçektir. Zira hisse senedi ihracı yoluyla yapılan finansman, yeni ortaklar ve paylaşım anlamına gelir. Dolayısıyla, ek bir maliyete katlanılmamasının da verdiği avantajla, yöneticiler, yeni yatırımların finansmanında öncelikle işletmece yaratılan kaynakları, başka bir deyişle de, dağıtılmamış kârları kullanmayı tercih ederler. Yani, işletmeler, dağıtılmamış kârlardan başlayarak, hisse senedi ihracına kadar sıralanan bir aşamayı veya hiyerarşiyi takip ederler ki, buna finansman hiyerarşisi denilmektedir. Ancak işletmelerin elde ettikleri kazançları dağıtmayarak, işletmede alıkoymalarının ardında yatan yegâne sebep, bir finansman hiyerarşisini izlemek değildir. Yöneticiler, rekabet üstünlüğü sağlamak ve bu üstünlüğü devam ettirmek gibi gerekçeler ile de elde edilen nakdi işletmede tutmaktadırlar (Opler ve diğerleri, 1999; Ferreira ve Vilela, 2004).

Diğer yandan, kurumsal finansın temel teorilerinden bir diğeri olan Dengeleme Teorisi ile bu teorinin savunucularına göre, borçla finansmanın işletmelere sağladığı bir vergi avantajı vardır. Ancak sınırsız bir borçlanma imkânı da yoktur ve borçlanma arttıkça, üstlenilen yükümlülükler de artmaktadır. Üstelik piyasalarda yaşanabilecek bir dalgalanma, işletme gelirlerinde, başka bir deyişle, nakit rezervlerinde önemli azalışların ortaya çıkmasına da sebebiyet verebilecektir. Bu oynaklıklar ise işletmeleri iflas



riski ile karşı karşıya getirebilmektedir. Bu noktadan hareket eden, Dengeleme Teorisi savunucuları, finansal sıkıntıya bağlı potansiyel iflas riskinin dengelenmesi gerektiğini ileri sürerler. Dolayısıyla her işletmenin bir hedef borç-öz kaynak oranı vardır ve yöneticiler, işletmeleri için optimum faydayı sağlayacak dengeyi bulmalıdırlar. Bu nedenle, söz konusu dengeyi sağlamak isteyen işletmelerin yöneticileri, hem işlem maliyetlerini düşürmek hem de ihtiyati gerekçeleri ileri sürerek, elde edilen nakdi işletmede tutarak, rezervleri artırma alternatifini seçerler.

Bugüne kadar yapılmış birçok çalışmada, işletmelerin kurumsal nakit bulundurma politikaları ile kârlılık faktörü arasındaki ilişki araştırılmıştır (Nguyen, 2005; Fresard, 2010; Al-Najjar ve Belghitar, 2011; Palazzo, 2012; Abushammala ve Sulaiman, 2014; Al-Najjar ve Clark, 2017; Demir ve Ersan, 2017; Manoel, Moraes, Santos ve Neves, 2018). Çalışmalarda ulaşılan genel sonuç ise, işletmelerin nakit mevcutları ile kârlılıkları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu teyit etmektedir. Ancak nadiren de olsa, bazı çalışmalarda (Kim, Mauer ve Sherman, 1998; Lee ve Song, 2007) yaygın sonuçların tam tersi yönünde, bulgulara ulaşıldığı da görülmüştür. Tüm bu bulgulardan yola çıkarak, kârlılık faktörünün çalışma kapsamını oluşturan denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları üzerinde bir etkisinin olup olmadığını, eğer bu faktörün bir etkisi varsa, bu etkinin hangi yönde olduğunu tespit etmek amacıyla kurulan ilk hipotez aşağıda gösterilmektedir:

H₁: Kârlılık ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Sermaye Harcamaları

Faaliyetlerin kapsamını genişletmek veya ekonomik fayda sağlamak gibi amaçlarla işletmeler tarafından; taşınmaz varlık, vasıta, araç, teknoloji veya teçhizat gibi fiziksel varlıkları satın almak, mevcut varlıkların modelini yükseltmek veya bakımlarını yapmak için yapılan mali harcamalara, sermaye harcamaları denir. Denizyolu taşımacılık piyasasında faaliyet gösteren işletmelerin sermaye harcamaları ise genel olarak yeni deniz araçları (gemiler vb.) satın alımı veya inşası niteliğine haiz harcamalardan meydana gelmektedir. Bu harcamaların yapılabilmesi için ise yüksek miktarda nakde gereksinim duyulur ve bu nakit de; kredi imkânları kapsamında borç alınması, tahvil veya hisse senedi ihraç edilmesi gibi yöntemler ile temin edilmektedir. Ancak sektör işletmelerinin faaliyetlerini yürütebilmeleri için deniz araçlarını iktisap etmeleri tek başına yeterli değildir. Ayrıca Uluslararası Denizcilik Örgütü (International Maritime Organization, IMO) tarafından belirlenmiş ve uluslararası denizlerde seyir güvenliğine ilişkin gerekli teknik önlemlerin alınmasına ilişkin kurallara uyulduğunun da belgelendirilmesi gerekmektedir. Bu kurallara uyulup uyulmadığı ise, sörveyör unvanı verilen uzmanlarca denetlenmekte ve gemilerin denizde sefere çıkmaya elverişli olup olmadıkları yapılan bu



denetimler sonucunda tespit edilerek, uygunluk bir sertifika ile belgelendirilmektedir.

Ancak bu sertifikalandırma süreci, bazen gemilerin bir boşaltma limanından tersane tesislerine çekilmelerini de gerektirdiğinden, gemilerin çalışma günleri kısalmaktadır. Üstelik atıl geçen tüm bu zaman boyunca, işletmelerin gelir kayıpları da hatırı sayılır tutarlara ulaşmaktadır. Bununla birlikte, sektör işletmeleri hem sertifikalandırma sürecini finanse etmek hem de bu süreçte denetim uzmanları tarafından istenilen bakım ve onarım maliyetlerini karşılamak için ilave nakde gereksinim de duyabilmektedirler. Sermaye harcaması kapsamında değerlendirilen bu nakit ise, genellikle faaliyetlerden elde edilen kazançlar ile karşılandığından, sektör işletmeleri nakit rezervlerini artırmayı tercih etmektedirler. Başka bir ifadeyle, IMO tarafından belirlenen kurallar doğrultusunda, seyir güvenliğinin temini kapsamında yapılan bakım, onarım vb. giderler, denizyolu taşımacılık işletmelerince sermaye harcaması olarak değerlendirilmekte, işletme yöneticileri de, sermaye harcaması tahminlerine paralel olarak nakit rezervlerini yönetmektedirler. Hâlbuki Finansman Hiyerarşisi Teorisi varsayımlarına göre, sermaye harcamalarının, işletmelerin nakit rezervlerini azaltıcı bir etkisi olduğunda, sermaye harcamaları ile işletmelerin nakit bulundurma politikaları arasında beklenen ilişkinin yönü negatiftir. Ayrıca finans alanında yapılan çalışmalarda (Opler ve diğerleri, 1999; Bates ve diğerleri, 2009; Uyar ve Kuzey 2014) bu teoriyi destekler nitelikte bulgulara da erişilmiştir. Dengeleme Teorisi varsayımlarına göre ise, nakit varlıklar ile sermaye harcamaları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Çünkü yüksek sermaye harcamaları yapan işletmelerin, dış sermayeyle ilişkili işlem maliyetlerini düşürmek için daha fazla nakit tutmaları gerekecektir (Aras, Kutlu Furtuna ve Tezcan, 2019, s. 195). Ancak, denizyolu taşımacılık sektörüne özgü iç dinamikler, sektör işletmelerinin, sermaye harcaması kavramına biraz daha farklı bir kapsamda ele almaları nedeniyle ilişki yönüne dair farklı beklentiler olabileceğini düşündürmektedir. Bu noktadan hareketle, sermaye harcamalarının çalışma kapsamını oluşturan denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları üzerinde bir etkisinin olup olmadığını, eğer bu harcamaların bir etkisi varsa, bu etkinin yönünü tespit etmek amacıyla bir hipotez kurulmuş ve kurulan bu hipoteze de aşağıda yer verilmiştir:

H₂: Sermaye harcamaları ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Büyüklik

İşletme büyüklüğü, nakit ve benzeri varlıkların yönetiminde önemli bir faktördür, ancak işletme büyüklüğü ile kurumsal nakit bulundurma politikaları arasındaki beklenen ilişkinin yönü ve anlamı belirsizdir (Drobetz ve Grüniger, 2007; Niskanen ve Niskanen, 2007). Bununla beraber, bir işletmenin büyüklüğü; satış hacmi, personel sayısı, varlık büyüklüğü vb. farklı şekillerle ölçülebilmektedir. Fakat denizyolu taşımacılık işletmeleri



açısından büyüklüğün en iyi göstergesi kuşkusuz yük taşıma kapasitesidir (Paun ve Topan, 2016, s. 362-363). Ancak yük taşıma kapasitesi ile sabit varlık büyüklüğü arasında da doğru bir orantı olduğu aşikârdır. Çünkü sahip olunan deniz araçlarının taşıma kapasiteleri ile defter ve piyasa değerleri genellikle oldukça uyumludur. Bu nedenle, denizyolu taşımacılık sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin büyüklüklerini ölçmek için varlıkların kullanılması oldukça rasyoneldir.

Finans yazınında, işletme büyüklüğü ile nakit rezervleri arasında bir ilişkinin olduğu öngörülmekte ve bu öngörüğü test eden birçok çalışma bulunmaktadır. Üstelik bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar çeşitli teoriler ile de desteklenmektedir. Bu teorilerden biri Dengeleme Teorisidir. Bu teoriye göre, işletmelerin nakit bulundurma politikaları ile büyüklükleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Ancak bu teori, işletme büyüklüğü arttıkça, nakit rezervlerinin de arttığını ileri süren Finansman Hiyerarşisi Teorisi ile çelişmektedir. Çünkü bu teorinin savunucuları, işletmelerin yatırımlarını öncelikle olarak biriktirmiş oldukları kazançlar, başka bir deyişle dağıtılmayan kârlar ile finanse etmeyi, ancak nakit rezervlerinin yetersiz kaldığı zamanlarda ek kaynak arayışına gittiklerini, bu nedenle de işletmelerin takip ettikleri bir finansman hiyerarşisi olduğunu ileri sürmektedirler. Dolayısıyla, büyük işletmelerin kazançları, küçük işletmelere kıyasla daha fazla olduğundan, büyük işletmeler küçük işletmelere kıyasla daha fazla nakit biriktirme veya tutma eğilimi gösterirler. Bununla birlikte, bugüne kadar yapılmış çalışmalarda, işletme büyüklüğü ile kurumsal nakit bulundurma davranışı arasında ağırlıklı olarak negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Kim ve diğerleri, 1998; Nguyen, 2005; Guney ve diğerleri, 2006; Gill ve Shah, 2012; Nafees, Ahmad ve Rasheed, 2017; Fukuda, 2018). Ancak tam ters yönde pozitif yönlü ilişkinin tespit edildiği çalışmalar da bulunmaktadır (Opler ve diğerleri, 1999; Kusnadi ve Wei, 2011; Kariuki, Namusonge ve Orwa, 2015). Görüldüğü üzere bugüne kadar yapılmış bilimsel çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu noktadan yola çıkarak, denizyolu taşımacılık işletmeleri açısından bir değerlendirme yapmak ve sektör işletmelerinin büyüklükleri ile nakit bulundurma politikaları arasındaki olası ilişkinin varlığı ve yönünü belirlemek amacıyla üç numaralı hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H₃: İşletme büyüklüğü ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Kaldıraç

Kaldıraç; bir işletmenin varlık tabanını genişletmek veya bir yatırımın potansiyel getirisini artırmak için çeşitli finansal araçların kullanıldığı borçlanma veya ödünç para alınması şeklinde kullanılan bir tür yatırım stratejisidir ve bir işletmenin varlıklarını finanse etmek için kullandığı borç miktarı olarak da ifade edilmektedir.



Dengeleme Teorisine göre, yüksek kaldıraç oranına sahip işletmeler yüksek finansal riskle karşı karşıyadır. Bu oranın yüksekliği işletmelerin mali sıkıntıya düşme olasılıklarının artmasına sebebiyet verdiği için, kaldıraç oranı yüksek olan işletmeler daha fazla nakit tutma eğilimi gösterirler. Çünkü yüksek borç ile yatırımlarını finanse eden işletmeler, kaynak sağlayan finansal kurumların sıkı gözetim ve denetimi altına girerler. Zira işletmelere fon sağlayan kuruluşlar, ödünç verdikleri kaynakları geri alıp alamayacaklarını yakından takip etmek isterler. Ortaya çıkan bu koşullar, işletme yöneticileri üzerinde bir baskı unsuru olur ve bu nedenle de yöneticiler hissettikleri bu baskıyı azaltma güdüsüyle nakit mevcutlarını artırıcı bir nakit bulundurma politikası izlemeyi tercih ederler. Başka bir ifadeyle, aldıkları borçları geri ödeme kabiliyetine sahip olmayı amaçlayan işletmeler nakit rezervlerini artırmayı yeğlerler (Opler ve diğerleri, 1999; Faulkender, 2002; Ozkan ve Ozkan, 2004; Gill ve Shah, 2012).

Diğer yandan, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, işletmelerin nakit bulundurma politikaları ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğunu öngörür. Çünkü bu teoriye göre, işletmeler yatırımların finansmanında öncelikli olarak işletme tarafından yaratılan kaynakları, başka bir deyişle dağıtılmamış kârları kullanırlar. Ancak finansal kaldıraç derecesi yüksek olan işletmelerde, yatırımların finansmanı ağırlıklı olarak dış kaynak kullanımı ile gerçekleşir. Dış finansmanın artırılması ise hem işlem maliyetlerinin yükselmesine hem de nakit rezervlerinin azalmasına neden olacağından, finansal kaldıraç oranı ile nakit mevcudiyeti arasında negatif bir ilişki ortaya çıkar (Ferreira ve Vilela, 2004; Nguyen, 2005; Saddour, 2006; Guney, Ozkan ve Ozkan, 2006; Bates ve diğerleri, 2009; Al-Najjar, 2015). Dolayısıyla, çalışmada kaldıraçın nakit varlıklar üzerindeki olası etkisinin varlığı ve yönü aşağıda kurulmuş olan dört numaralı hipotez ile test edilecektir.

H₄: Finansal kaldıraç oranı ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Temettü Dağıtımı

İşletmelerin finansman yöntemlerinden biri olan borçlanma yoluyla finansmanda, işletmelerin borç geri ödemelerinin vergiden düşürülebilir olması kaynak kullanım maliyetini azaltıcı bir katkı sağlamakta, öz sermaye yoluyla finansman ise riski düşürücü bir avantaj içermektedir. Bu noktadan hareket eden, Dengeleme Teorisi savunucularına göre, farklı finansman kaynaklarını kullanan işletme yöneticileri, hem işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebilir hem de işletmenin piyasa değerini maksimize edebilirler. Bu nedenle, işletmeler için optimal bir sermaye yapısı ve bileşimi vardır. Bundan dolayı işletme yöneticileri, bir sermaye bileşeni hedefi belirleyerek, faaliyetlerini bu hedefler doğrultusunda yürütürler.

Opler ve diğerlerine (1999) göre, işletmeler temettü ödemelerini azaltarak veya keserek, ihtiyaç duyduklarında daha düşük maliyetle fon yaratabilirler.



Dolayısıyla bu durum Dengeleme Teorisi varsayımları ile tutarlıdır. Çünkü temettü dağıtımı, nakit rezervlerinin azalmasına sebebiyet verir. Bu nedenle, iki faktör arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Bununla birlikte, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, bu teorinin aksine temettü ödemelerini artıran işletmelerin nakit rezervlerinin de arttığını, ileri sürmektedir. Bunun sebebi ise muhafazakâr bir politika benimseyen işletme yönetiminin, temettü ödemeleri öncesinde, borç kullanımını azaltmaları ve nakit mevcutlarını artırmalarıdır (Nguyen, 2006, s. 8). Temettü dağıtım oranlarının işletmelerin nakit rezervlerini etkilediği yönündeki çalışma sonuçlarından da yola çıkarak, denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları üzerinde temettü dağıtım oranlarının olası etkilerini araştırmak ve sektör özelinde bir değerlendirme yapabilmek amacıyla beşinci hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H₅: Temettü dağıtım oranları ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Likidite

Likidite; bir varlığın veya menkul kıymetin, piyasa fiyatını etkilemeden nakde dönüştürülme kolaylığı anlamına gelir. Başka bir deyişle, likidite, bir varlığın içsel değerini yansıtan bir fiyattan piyasada hızlı bir şekilde alınıp satılabileceği dereceyi ifade eder. Dengeleme Teorisine göre, bir işletmenin varlıklarının önemli bir bölümü, likiditesi yüksek varlıklardan oluşuyorsa, o işletmenin nakit rezervlerinin diğer işletmelere kıyasla daha düşük seviyelerde olması muhtemeldir. Ferreira ve Vilela (2004), nakit sıkıntısı çeken işletmelerin, nakit dışındaki likiditesi yüksek varlıkları kolaylıkla nakde dönüştürebileceklerini, dolayısıyla hızlı likidasyonunun ihtiyaç anında hazır fonlama sağlayabileceğini öne sürmektedir. Öyle ki, finans alanında işletmelerin nakit bulundurma politikalarına etki eden faktörlerin incelendiği birçok çalışmada da (Opler ve diğerleri, 1999; Ozkan ve Ozkan, 2004; Al-Najjar ve Belghitar, 2011; Uyar ve Kuzey 2014; Shabbir, Hashmi ve Chaudhary, 2016), likiditesi yüksek varlıklara sahip işletmelerin, daha az nakit mevcudu ile faaliyetlerini sürdürmeyi tercih ettikleri tespit edilmiştir. Bu sonuçlardan yola çıkarak, çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit dışı cari varlık seviyeleri ile kurumsal nakit bulundurma politikaları arasındaki olası ilişkinin varlığı (Ozkan ve Ozkan, 2004; Al-Najjar ve Belghitar, 2011; Uyar ve Kuzey, 2014; Jebran vd. 2019) çalışmalarında kullandıkları değişken kullanılarak tahmin edilmeye çalışılmış ve altıncı hipotez aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H₆: Likidite ile denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları arasında bir ilişki vardır.

Modele ve Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Modelin bağımlı değişkeni; nakit ve nakit benzeri varlıkların, hasıllata bölünmesi ile hesaplanan nakit devir hızı oranıdır ve 'NDH' olarak sembolize edilmektedir. Çalışmada yer alan diğer değişkenler ile



değişkenlere ilişkin açıklama ve semboller ise aşağıda yer alan Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişkenler	Açıklama	Sembol
Nakit Devir Hızı	Nakit ve Nakit Benzerleri / Hasılat	NDH
Varlık Kârlılık Oranı	Net Kâr/ Toplam Varlık	AKO
Sermaye Harcamaları	Δ Maddi Duran Varlıklar + Amortismanlar	SRH
Büyüklik	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	BYK
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	KLD
Temettü Dağıtım Oranı	Ödenen Nakit Temettü / Net Kâr	TDO
Likidite	(Net Çalışma Sermayesi – Nakit ve Nakit Benzerleri) / Toplam Varlık	LKT

Kurulan modelde, bağımlı değişken olarak belirlenen nakit devir hızı oranı ile nakit oran üzerindeki olası etkilerinin varlığının araştırıldığı diğer değişkenleri gösteren (1) numaralı denklem ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

$$NDH_{i,t} = c + \alpha_1(AKO)_{i,t} + \alpha_2(SRH)_{i,t} + \alpha_3(BYK)_{i,t} + \alpha_4(KLD)_{i,t} + \alpha_5(TDO)_{i,t} + \alpha_6(LKT)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Denklemden; “NDH_{i,t}” hisse senetleri NYSE’ de işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit ve nakit benzerleri / satışlar oranını, “c” sabit değişken, “ α_n ” değişkenlere ait eğim katsayılarını, “ ε ” hata terimini, “i” ve “t” indisleri ise değişkenlerin her yatay kesit (işletme) ile zaman serisine (dönem) ilişkin değerleri göstermektedir.

Panel Veri Yöntemi Seçimi

Finansal ekonometri alanında yapılan çalışmalarda, hem yatay kesit hem de zaman serisi unsurlarını eş zamanlı olarak analiz etmeye olanak tanıyan yöntem, panel veri yöntemi denilmektedir. Bu yöntemin uygulanabilmesi için ise bazı koşulların gerçekleşmesi gereklidir. Örneğin; serilerde yatay kesit bağımlılığı (cross-sectional dependence) olmamalı, seriler durağan olmalı ve zaman serilerinde; değişen varyans (heteroskedasite), çoklu doğrusal bağlantı (multi-collinearity) ve otokorelasyon gibi problemler bulunmamalıdır.

Bununla beraber, panel veri analizi ile yapılan çalışmalarda; Havuzlanmış (Pooled) Panel, Sabit Etkiler (Fixed Effects) Modeli ve Tesadüfi Etkiler (Random Effects) Modeli olmak üzere üç ayrı yöntem kullanılabilir. Bu yöntemlerden biri, Sabit Etkiler Modelidir ve bu yöntemin kullanıldığı analizlerde, belirli bir birey, işletme veya ülkeye odaklanıldığı için sonuçlar bu kesitlerin davranışlarıyla sınırlı kalmaktadır. Ancak, Tesadüfi Etkiler yönteminin kullanıldığı çalışmalarda; birimlerde, zamanda ve hem zamanda hem de birimlerde meydana gelen değişimler kurulan modellere hata teriminin bir bileşeni olarak eklenen geniş bir evrenden seçildiğinden, model dışı faktörlerin etkilerini gözlemleyebilmek de mümkün olabilmektedir. Havuzlanmış (pooled) panel yönteminde ise, ortak sabit tahmin edici, her



bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ettiğinden, α eğim katsayısının, kesit birimler için aynı olduğu varsayılmaktadır.

Baltagi' ye göre (2013) paneller; mikro veya makro panel olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Örneğin yatay kesit uzun, zaman serisi kısa ise bu bir mikro paneldir. Ancak zaman serisi en az 10-20 dönemi kapsıyorsa bu durumda da panel, makro panel olarak kabul edilmektedir. Mikro panellerde uzun N (yatay kesit) ve sabit T (zaman) boyutu gerektiği için serilerde durağanlık koşulunun sağlanmasının zorunluluğu gerekli değilken, uzun N ve uzun T boyutuna sahip makro boyutlu panellerde durağanlık varsayımının sağlanması elzemdir (Baltagi, 2013, s. 1). Ancak her ne kadar mikro panellerde durağanlık koşulunun sağlanması zorunlu değilse de, değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması açısından, serilerin durağan olması koşulunun sağlanmasının gerekliliği aslında oldukça önemlidir.

Fakat daha önce de belirtildiği üzere, minimum 2 yatay kesit ve maksimum 10-20 arasında zaman boyutuna sahip panellere mikro panel, minimum 7-20 yatay kesit ve minimum 20-60 dönemi kapsayan panellere ise makro panel denilmektedir (Baltagi, 2013, s. 14-20). Dolayısıyla, uzun zaman boyutuna sahip makro paneller ile yapılan analizlerde zaman serilerinde durağanlık ve yatay kesit bağımlılığının olmaması gibi varsayımların sağlanması beklenmekte iken, mikro panel ile yapılan çalışmalarda bu varsayımların sağlanması zaman boyutunun kısalığı nedeni ile gerekmemektedir (Baltagi, 2013, s.1). Bu çalışmada ise panel, 17 x 12 (N x T) boyutludur. Ancak bu boyuta sahip bir panelde, her ne kadar mikro panel ölçeğinde kısa bir zaman boyutu olsa da, durağanlık koşulunun sağlanması, sonuçların daha anlamlı ve tutarlı olmasına önemli katkı yapacağından, çalışmadaki analizlerin, makro panel varsayımları çerçevesinde yapılmasına karar verilmiştir.

Çoklu Doğrusal Bağlantı (Multi-Collinearity)

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal ya da doğrusala yakın bir ilişkinin olmasına, çoklu doğrusal bağlantı denir ve çoklu doğrusal bağlantı zaman ve kesit serilerinin kullanıldığı çalışmalarda tahminlerde hata yapılmasına sebebiyet veren bir problemdir. Çünkü çoklu doğrusal bağlantının varlığı, özellikle regresyon analizi yönteminin kullanıldığı çalışmalarda, hem katsayı değerlerinin belirsiz hale gelmesi hem de güven aralığı ve R² değerlerinin olduğundan büyük çıkması gibi sorunlara neden olmaktadır. Bu sebeple, bu yöntemin kullanıldığı çalışmalarda, regresyon işlemlerine başlamadan önce, çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığının test edilmesi gerekir (Gujarati, 2004, s. 342). Bunun için de, aralarında yüksek korelasyon bulunan bağımsız değişkenlerin tespit edilmesi ve bu değişkenlerin modelleme sürecinden çıkarılmaları gerekmektedir. Bu tespitin yapılması için ise çeşitli yöntemler kullanılabilir. Bu yöntemler içinde en yaygın olarak kullanılanı ise, Varyans Artırıcı Faktör (Variance Inflation Factor, [VIF]) yöntemidir.



VIF yönteminde, tüm bağımsız değişkenler, sırayla bir kez bağımlı değişken olarak tayin edilmekte ve birçok model kurulmaktadır. Bir bağımsız değişkenin, bağımlı değişken olarak atandığı her modelde ise, diğer tüm değişkenler, bağımsız değişken olarak kalmakta ve tahmin edilen modellerde $[1/(1-R^2)]$ formülü ile hesaplanan R^2 değerlerine göre sonuca varılmaktadır (O'Brien, 2007, s. 673-675). VIF testi sonucunda, hesaplanan değerlerin 4 veya 4'den büyük olması, ileride çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşılaşılacağı anlamına gelir. Bu nedenle de, VIF değeri 4 veya 4'den büyük olan değişkenlerin çalışma kapsamından çıkarılarak, regresyon analizine kalan değişkenler ile devam edilmesi önerilmektedir. Bu çalışmada da, çoklu bağlantı probleminin ortaya çıkmasına sebebiyet verebilecek değişkenleri tespit etmek için, VIF testi yapılmasına karar verilmiş ve test sonucunda elde edilen değerler aşağıdaki Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2. Değişkenlere Ait VIF Değerleri

Değişkenler	VIF	1/VIF
AKO	1.11	0.902242
SRH	1.37	0.728661
BYK	1.67	0.597979
KLD	1.39	0.718243
TDO	1.00	0.997769
LKT	1.26	0.792698

Tablo 2'den görüldüğü üzere, VIF değeri, "4" değerinin üzerinde olan bir değişken bulunmaktadır. Bu nedenle çalışmadan hiçbir değişken çıkarılmadan, tüm değişkenler ile analizlere devam edilmesine karar verilmiştir.

Yatay Kesit Bağımlılığı (Cross-Section Dependence)

Zaman serilerinin kullanıldığı regresyon modellerinde, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmaması gerekliliğinin yanı sıra, her bir değişkene ait serinin durağan olması zorunluluğu da vardır. Zira durağan serilerde, zaman içerisinde şoklar meydana gelse bile değerler ortalamaya dönebilmektedir (Gujarati, 2004, s. 798). Ancak zaman serilerinin kullanıldığı çalışmalarda, durağanlık testi sürecinde, kaçınıcı nesil birim kök testinin kullanılacağına belirlenmesi zaruridir. Bunun için ise öncelikle piyasalarda ortaya çıkan şoklardan işletmelerin aynı şekilde etkilenip etkilenmediklerinin ölçümünde kullanılan yatay kesit bağımlılığının incelenmesi gerekir. Bu nedenle çalışmanın bu kısmında, Pesaran (2004) tarafından geliştirilen yatay kesit bağımlılık testi yapılmış ve ulaşılan sonuçlar Tablo 3' de gösterilmiştir.



Tablo 3. Yatay Kesit Bağımlılık Testi Sonuçları

Değişkenler	İstatistik	Olasılık	Pesaran CD Testi Sonuçları
NDH	0.28	0.779	Yok
AKO	-0.48	0.632	Yok
SRH	3.89	0.000	Var
BYK	0.68	0.498	Yok
KLD	7.38	0.000	Var
TDO	-0.82	0.413	Yok
LKT	-0.05	0.961	Yok

Tablo 3’den görüldüğü üzere; KLD ve SRH değişkenlerinin olasılık değerleri 0.05 değerinden düşüktür. Bu sonuç, bu değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı olduğunu gösterdiğinden, bu serilerde durağanlığın ikinci nesil birim kök testleri; diğer serilerde ise birinci nesil birim kök testleri ile ölçülmesine karar verilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı olmayan serilerde, hangi birinci nesil kök testinin uygulanacağını belirlemek için ise serilerin homojen olup olmadıklarının tespit edilmesi gerek olduğundan, değişkenlerin homojen veya heterojen olup olmadıkları homojenite (Delta) testleri yardımıyla araştırılmış ve ulaşılan sonuçlara da Tablo 4’ de yer verilmiştir.

Tablo 4. Homojenite Testi Sonuçları

Değişkenler	Delta		Delta Adj.		Sonuçlar
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	
NDH	1.381	0.084	1.619	0.053	Homojen
AKO	2.780	0.005	3.259	0.001	Heterojen
BYK	2.194	0.028	2.572	0.010	Heterojen
TDO	0.285	0.776	0.334	0.738	Homojen
LKT	5.874	0.000	6.888	0.000	Heterojen

Tablo 4’deki homojenite testi sonuçlarından da görülebileceği üzere NDH ve TDO haricinde tüm değişkenler heterojendir. Dolayısıyla izleyen aşamada birim kök testleri homojenite testi sonuçları doğrultusunda gerçekleştirilecektir.

Durağanlık Testi

Bilindiği üzere bütün zaman serilerinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini aynı anda yapabilme olanağı sağlayan panel veri analizlerinde, değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için durağanlık koşulunun sağlanması gerekmektedir. Bu çalışmada yer alan değişkenlerin bazılarında ise yatay kesit bağımlılığı (Tablo 3) gözlemlenmiştir. Dolayısıyla söz konusu serilerde durağanlığın yatay kesit bağımlılığını da göz önünde bulunduran ikinci nesil birim kök testleri ile yapılması gerekmektedir. Bu noktadan hareketle de, yatay kesit bağımlılığı bulunmayan değişkenlerin birim kök analizleri; Levin, Lin ve Chu (2002) ve



Im, Pesaran ve Shin (2003) yöntemleri kullanılarak test edilmiş ve ulaşılan sonuçlara ise aşağıdaki Tablo 5’de yer verilmiştir.

Tablo 5. Birinci Nesil Birim Kök Testi Sonuçları

<i>Levin Lin Chu (LLC)</i>				
	Sabit		Sabit&Trend	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
<i>NDH</i>	-3.6511	0.0001	-7.8594	0.0000
<i>dTDO</i>	-4.9785	0.0000	-20.3169	0.0000
<i>Im Pesaran Shin (IPS)</i>				
	Sabit		Sabit&Trend	
	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
<i>AKO</i>	-3.7257	0.0001	-2.7973	0.0026
<i>dBYK</i>	-2.8509	0.0022	-3.3299	0.0004
<i>LKT</i>	-2.4147	0.0079	-3.6304	0.0001

Yukarıda da açıklandığı üzere, yatay kesit bağımlılığı olan serilerde durağanlığın ikinci nesil birim kök testleri ile analiz edilmesi gerektiğinden, yatay kesit bağımlılığı tespit edilen serilerde, Pesaran (2003) tarafından geliştirilen ikinci nesil birim kök testleri uygulanmış ve durağan olmayan seriler fark alınarak durağan hale getirilmiştir. Elde edilen sonuçlar ise aşağıda yer almakta olan Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6. Pesaran (2003) İkinci Nesil Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Sabit		Sabit & Trend	
	Z[t-bar]	Olasılık	Z[t-bar]	Olasılık
<i>dKLD</i>	-3.938	0.000	-4.033	0.000
<i>dSRH</i>	-3.547	0.000	-3.250	0.016

Çalışmanın bir sonraki aşamasında ise analizlere F-Testi ile devam edilmiştir. Bilindiği üzere panel veri modellerinin tahmininde havuz (pooled) yöntemi, sabit etkiler (fixed effects) ve tesadüfi etkiler (random effects) olmak üzere üç ayrı yöntem kullanılabilir. Dolayısıyla analizlere hangi yöntem ile devam edileceğini belirleyebilmek için verilerin havuzlanıp (pooled) havuzlanamayacağını F-testi ile sınamak gerekir. Çünkü veriler birimlere göre farklılık göstermiyorsa havuz modeli, eğer farklılık gösteriyor ise de sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerekmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2013, s. 164). Başka bir deyişle, panel veri modellerinin tahmininde havuz (pooled) veya sabit etkiler regresyon modellerinden hangisinin geçerli olacağı kararı F Testi ile verilmektedir. Bu nedenle de, verilerin birimlere göre farklılıkları F-testi ile yardımıyla sınanmış ve ulaşılan sonuçlar da Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7. F-Testi Sonuçları

Test Özeti	İstatistik	Olasılık
F-Grup Sabit Etkiler	5.826987	0.0000
F-Zaman Sabit Etkiler	0.425742	0.9195
F-İki Yönlü Sabit Etkiler	3.908293	0.0000



Tablo 7’de sunulan F-Testi sonuçlarından da görüldüğü üzere, veri setinin iki boyut için eşanlı olarak havuzlanabileceği hipotezi her iki modelde de 0.05 hata payı ile reddedilmiştir. Ancak F-Testi sonuçları her ne kadar panel veri modelinin tahmininde havuzlanmış (pooled) regresyon modeli yerine sabit etkiler regresyon modelinin kullanılması gerektiğini işaret etmekteyse de, veri setinde tesadüfi etkilerin söz konusu olup olmadığının da test edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle de, bir sonraki aşamada modele ilişkin veri seti bu kez de Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi ile de sınanmış ve Breusch-Pagan LM testi sonucunda elde edilen bulgulara ise Tablo 8’ de yer verilmiştir.

Tablo 8. Breusch & Pagan LM Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Breusch-Pagan LM	44.35	0.0000

Tablo 8’ den görüldüğü üzere, veri setinin havuzlanabileceği hipotezi, NO modeli için test edilmiş ve verilerin havuzlanabileceği hipotezi 0.05 hata payı ile reddedilmiştir. Dolayısıyla modelde tesadüfi etkilerin varlığı mevcuttur. Bu nedenle modelin tahmin edilmesinde hangi yöntemin kullanılması gerektiğine ilişkin kararın Hausman testi sonuçlarına göre verilmesine karar verilmiştir.

Bilindiği üzere Hausman testinde hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmaktadır:

H₀: Tesadüfi etkiler mevcuttur.

H_A: Tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 9. Hausman Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Hausman	14.43	0.0252

Hausman testi sonucuna göre, modelin tesadüfi etkiler yöntemi ile değil, sabit etkiler modelinin test edilmesi uygundur. Çünkü Tablo 9’dan görüldüğü üzere, modelin olasılık değeri 0.05 değerinden küçüktür. Dolayısıyla modelde tesadüfi etkiler mevcuttur şeklinde kurulan H₀ hipotezi reddedilmiş ve modelin tahmin edilmesinde en uygun yöntemin sabit etkiler modeli (fixed effects model) olduğuna karar verilmiştir.

Otokorelasyon Testi

Hausman testi sonucu doğrultusunda, modelin sabit etkiler yöntemi ile test edilmesine karar verildikten sonra, veri setinde otokorelasyon probleminin olup olmadığının test edilmesi aşamasına geçilmiştir. Bilindiği üzere zaman serilerinin kullanıldığı analizlerde, eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır (Brooks, 2008, s. 150). Üstelik panel veri analizlerinde otokorelasyon önemli bir sorundur. Çünkü bu durum regresyon analizlerinde hata terimlerinin



birbirleri ile ilişkili olduğunu gösterir. Bu nedenle çalışmada kullanılan veri setinde otokorelasyon probleminin olup olmadığının da araştırılmasına karar verilerek, Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın (1982) Durbin Watson ile Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilen otokorelasyon testleri yapılmıştır.

Tablo 10. Otokorelasyon Testi Sonuçları

<i>Test</i>	<i>İstatistik</i>
Durbin Watson	1.3861153
Baltagi & Wu LBI	1.5780432

Tablo 10'da görüldüğü üzere, Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın (1982) Durbin Watson ile Baltagi-Wu (1999) test sonuçları kritik değer olan 2'den küçük olduğu için modelde otokorelasyon sorunu tespit edilmiştir ve bu sorunun uygun yöntemler kullanılarak giderilmesine karar verilmiştir.

Değişen Varyanslık Testi

Değişen varyanslık (heteroskedastisite), regresyon modellemelerinde önemli bir kavramdır ve yatırım dünyasında, özellikle menkul kıymetlerin ve yatırım portföylerinin performansını açıklamak için kullanılmaktadır. Çünkü değişen varyansın varlığı, modelleme hatalarının hepsinin aynı varyansa sahip olduğunu varsayan istatistiksel anlamlılık testlerini geçersiz kıldığından, regresyon ve varyans analizlerinde büyük bir endişe kaynağıdır. Başka bir deyişle, heteroskedastisite, doğrusal regresyon modelleme varsayımlarının ihlali olduğundan ekonometrik analizlerin veya finansal modellerin geçerliliklerini etkilemektedir. Bu nedenle, çalışmanın bu aşamasında, modelde değişen varyans probleminin var olup olmadığı Breusch-Pagan / Cook-Weisberg yöntemi ile test edilmiş ve elde edilen sonuçlar ise aşağıda bulunan Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11. Değişen Varyans Testi Sonucu

<i>Test</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
Breusch Pagan/Cook-Weisberg	43.46	0.0000

Tablo 11'de görüldüğü üzere, olasılık varyansın değeri 0.05'den küçüktür. Bu sonuç, modelde değişen varyans probleminin bulunmadığı üzerine kurulan sıfır hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle, kurulan modele ilişkin veri setinde bir heteroskedastisite problemi bulunmaktadır ve bu problemin uygun bir yöntem ile bertaraf edilmesi gerekmektedir.

Bilindiği üzere lineer regresyon modellerinin varsayımları sağlandığında bu modellerin parametreleri yansız ve doğru sonuçlar vermektedir. Ancak gözlemler arasında hata terimlerinin varyansı farklılaştığında, değişen varyans sorunu baş göstermektedir. Nitekim hata terimleri değişen varyansa sahip ise, her ne kadar en küçük kareler tahmincisi yansızlığını koruyor olsa bile, katsayıların doğruluğu şüpheye yol açmaktadır. Üstelik standart hataların tahmincisi de tutarsız olmaktadır. Bu nedenle yatay kesit



**Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: Denizcilik İşletmeleri
Üzerine Finansal Bir Analiz**

analizlerinde olduğu gibi panel veri analizlerinde de bu durum sorun olarak karşımıza çıkmakta ve hem sabit hem de tesadüfi etkiler modellerinde değişen varyans problemi gözlemlendiğinde, tahminde bulunmak yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, yapılan testler, kurulan modelde hem değişen varyans hem de otokorelasyon probleminin var olduğunu göstermektedir. Bu nedenle eğer doğru bir tahmin yapmak isteniyorsa, her iki problemin de uygun yöntemler yardımıyla düzeltilerek, sorunların giderilmesi zaruridir. Bu noktadan hareketle, kurulan modelde, hem otokorelasyon hem de değişen varyans sorunu altında parametre tahmini yapılmasına olanak sağlayan *Beck ve Katz (1995)'in Panel Düzeltilmiş Standart Hatalar yöntemi (Beck and Katz's cross-section SUR (PCSE) method)* ile standart hataların düzeltilmesi yönteminin uygulanmasına karar verilmiş ve uygulama sonucunda elde edilen değerler Tablo 12' de gösterilmiştir.

Tablo 12. Modele İlişkin Panel Regresyon Sonucu

Değişkenler	Katsayılar	Olasılık Değeri
<i>AKO</i>	-0.4516654	*0.000
<i>dSRH</i>	0.0009680	*0.000
<i>dBYK</i>	-0.0118892	0.589
<i>dKLD</i>	0.2499018	**0.064
<i>LKT</i>	-5.6402090	*0.000
<i>dTDO</i>	0.0006845	0.816
<i>C</i>	0.1444681	0.000
<i>R-kare</i>	0.8048	p=(0.0000)
<i>F-İstatistik</i>	3.09	p=(0.0002)

*%1, ** %10 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Bulgular

Farklı sektörlerde farklı mal ve hizmetleri üreten olsalar da, işletmeler; kâr elde etmek, faaliyetlerini verimli ve istikrarlı bir biçimde yürütmek, etkin bir likidite yönetimi oluşturmak, topluma hizmet etmek, ekonomiye katkı sağlamak gibi benzer hedeflere sahiptirler. Ancak, tüm bu hedefler içinde, etkin bir likidite yönetimi oluşturmanın, ayrı bir önemi vardır. Çünkü nakit yönetimi, bir işletmenin ihtiyaç duyduğu nakde erişebilmek için oluşturduğu süreci ifade eder ve başta 2008 küresel finans krizi olmak üzere, gerçekleşen tüm finansal krizlerden çıkartılan dersler ve deneyimler göstermiştir ki, kârlılık bir işletmenin başarılı olduğunu kanıtlayan tek ölçü değildir. Başka bir ifadeyle, işletmelerin faaliyetlerini kârlı bir şekilde yürütüyor olmaları, işletme sürekliliğinin sağlanabilmesi açısından yeterli değildir. Zira kârlı işletmeler bile; sürekliliğin sağlanabilmesi, planlanan yatırım ve projelerin finanse edilebilmesi ve hatta cari faaliyetlerin yürütülebilmesi için yeterli nakit rezervine sahip olmalıdırlar. Bu sebeple, her işletmenin kurumsal bir nakit bulundurma politikası oluşturması elzemdir.



Bununla beraber, denizyolu taşımacılık sektörü işletmeleri, yüksek derecede asimetrik bilgi içeren bir ortamda faaliyetlerini sürdürmektedirler. Üstelik bu işletmelerin hem finansal hem de faaliyet kaldıraç dereceleri, diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere kıyasla da oldukça yüksektir. Ayrıca sektör işletmeleri, ekonomik dalgalanmaların yol açtığı ticari risklere karşı da savunmasızdırlar. Bu nedenle, sektör işletmeleri için etkin bir nakit yönetim politikasının varlığı oldukça hayati bir öneme sahiptir. Ancak finans yazınında deniz ticaret piyasası ve bu piyasanın bileşenleri olan; taşıma piyasası, gemi alım-satım piyasası, gemi inşa piyasası ve gemi söküm piyasası üzerine yapılan çalışmaların sayısı oldukça sınırlıdır. Dolayısıyla, deniz ticaret piyasasının önemli paydaşlarından biri olan denizyolu taşımacılık sektörü işletmelerinin nakit yönetim stratejilerinin tespit edilmesi amacı ile bu çalışmanın yapılması karar verilmiş ve bir model kurulmuştur.

Tablo 12 incelediğinde; bağımlı değişken ile bağımlı değişken üzerindeki olası etkileri araştırılan bağımsız değişkenlerden biri olan varlık kârlılık oranı (AKO) arasında istatistiksel olarak anlamlı ($p=0.000$) ve negatif yönlü (-0.4516654) bir ilişki olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle, çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin kârları arttıkça, nakit rezervleri azaltmaktadır.

Ancak çalışmada ulaşılan bu sonuç, işletmelerin nakit bulundurma politikalarını etkileyen unsurların araştırıldığı birçok çalışmada elde edilen sonuçlar ile uyumsuzdur. Farklı sektörler özelinde yapılmış çalışmalarda, kârlılık ile nakit rezervleri arasında ağırlıklı olarak pozitif yönlü ilişkilerin olduğu tespit edilmiştir (Nguyen, 2005; Fresard, 2010; Al-Najjar ve Belghitar, 2011; Palazzo, 2012; Abushammala ve Sulaiman, 2014; Al-Najjar ve Clark, 2017; Demir ve Ersan, 2017; Manoel, Moraes, Santos ve Neves, 2018). Fakat denizyolu taşımacılık işletmeleri açısından sektöre özgü faktörler sebebiyle durum biraz farklılaşmaktadır. Bu sektörde yapılan yatırımlar, ağırlıklı olarak kredi tahsisi ve borçlanma yoluyla finanse edilmekte, üstelik özellikle sabit varlıklara yapılan yatırımların teslim alınmaları da zaman almaktadır. Bu nedenle, varlıkların gelir getirici faaliyetlere yönlendirilmesi gecikmektedir. Ayrıca sektör işletmelerinin gelirleri, deniz ticaret döngüsünde sıklıkla yaşanan dalgalanmalardan oldukça etkilenmekte, bundan dolayı sektör işletmelerinin kârlarında önemli oynaklıklar yaşanmaktadır.

Bununla birlikte, Altman (1968) bir işletmenin sürekliliğinin, varlıklardan elde edilen getiriler üzerine inşa edildiğini ileri sürmektedir. Beaver (1966); Altman (1968); Dewaelheyns ve Van Hulle (2006) ise çalışmalarında, varlık getirisi veya kârlılığının işletmenin temerrüde düşme olasılığı üzerinde bir etkisi olduğunu, ancak varlık kârlılık oranını arttırabilen işletmelerin temerrüde düşme olasılıklarının azaldığını tespit etmişlerdir. Nitekim bu oran, deniz yolu taşımacılık sektörü işletmeleri açısından temerrüde düşme riskinin önemli bir göstergesi olarak da kabul görmektedir (Lozinskaia, Merikas, Merika ve Penikas, 2017, s. 841). Bilindiği üzere geniş ölçüde



yabancı kaynak kullanan, bu nedenle ağır faiz yükü altında bulunan işletmelerde varlık kârlılık oranı, varlıklarını öz kaynaklarla finanse eden işletmelere kıyasla daha düşük seviyelerde seyretmektedir. Bundan dolayı, sektör işletmeleri, potansiyel iflas riskinden korunmak amacıyla, operasyonlarını yüksek miktarda nakit mevcudu ile sürdürmeyi tercih etmektedirler. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç, sektör işletmelerinin ani oynaklıklar neticesinde, finansal sıkıntılarla karşı karşıya gelmek istemediklerini, bu sebeple ihtiyati gerekçeler nedeniyle, yüksek nakit rezervi ile faaliyetlerini sürdürmeyi tercih ettiklerini göstermektedir. Elde edilen bu sonuç, finans yazınında sıklıkla karşılaşılan bir netice olmasa da, Kim ve diğerleri (1998) ile Lee ve Song (2007)'un çalışmalarında ulaştıkları sonuçlar ile tutarlıdır. Kaldı ki, yüksek yabancı kaynak kullanımı ile varlıkların finanse edildiği denizyolu taşımacılık işletmelerinde, varlık kârlılık oranı ile nakit devir hızı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olması olağandır. Çünkü sektör işletmeleri hem temerrüde düşme riskinden uzaklaşma hem de iflas riskten korunma arzusuyla kurumsal nakit tutma politikalarını bu şekilde oluşturmayı tercih etmektedirler. Başka bir ifadeyle, dünya ticaret döngüsü nedeniyle satışları ve kazançları değişkenlik arz eden denizyolu taşımacılık işletmeleri, hem temerrüde düşme riskini bertaraf etmek hem de finansal risklere karşı hazırlıklı olmak güdüsü ile nakit rezervlerini artırma eğilimi sergilemektedirler.

Çalışmada ulaşılan bir diğer bulgu ise, sermaye harcaması (SRH) değişkeninin denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları üzerinde pozitif yönlü (0.0009680) ve anlamlı ($p=0.000$) bir etkisi olduğudur. Bilindiği üzere sermaye harcaması değişkeni, diğer değişkenlerin nakit varlıklar üzerindeki etkisini ölçmede önemli bir kontrol aracıdır ve bu tür harcamaların işletmelerin kurumsal nakit tutma politikaları üzerindeki olası etkileri, atılgan veya ihtiyatlı bir strateji benimsemeleri ile de ilintilidir (Sher, 2014, s. 10). Bununla birlikte, nakit varlıklar ile sermaye harcamaları arasındaki ilişkinin araştırıldığı birçok çalışmada, birbiri ile uymayan, zıt sonuçların ortaya çıktığı görülmektedir. Aslında sermaye harcamaları; işletmelerin mülk, tesis, bina, teknoloji veya teçhizat gibi fiziksel varlıkları satın alma, geliştirme ve bu varlıkları sorunsuz bir şekilde kullanabilmeyi sürdürme amacıyla yaptıkları harcamalardır. Bununla birlikte, bu tür mali harcamalar; işletmelerin toplam varlıklarında hem kıymet hem de nicelik olarak artışlara da yol açmaktadır. İşletmeler ise varlıklarda meydana gelen bu artışları, teminat olarak kullanmakta, borçlanma kapasitelerini artıran bir etken olarak görmekte ve bundan faydalanmaktadırlar. İşletmelerin sermaye harcamalarını artırmaları da, nakit mevcutlarının azalmasına yol açmaktadır. Bunun nedeni, yüksek sermaye harcaması yapan işletmelerin nakit rezervlerinin yapılan sermaye harcamalarına bağlı olarak hızla tükenmesidir (Aras ve diğerleri, 2019, s. 195). Kaldı ki bu durum, Finansman Hiyerarşisi Teorisi varsayımları ile de uyumludur. Ancak bir başka teori olan Dengeleme Teorisi varsayımlarına göre, işletmelerin kurumsal nakit tutma davranışları ile sermaye harcamaları arasında pozitif yönlü bir ilişki



olmalıdır. Çünkü yüksek sermaye harcamalarına sahip işletmelerin, dış sermayeyle ilişkili işlem maliyetlerini düşük tutmak için daha fazla nakit tutmaları beklenir. Çalışmada elde edilen pozitif yönlü bu sonuç, bu alanda yapılmış birçok çalışmada (Dittmar ve diğerleri, 2003; Guney ve Ozkan, 2006; Anagnostopoulou, 2013; Chen, Dou, Ghon Rhee, Truong ve Veeraraghavan, 2015) elde edilen sonuçlar ile tutarlıdır. Bu nedenle, hisse senetleri NYSE' de işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları üzerinde Dengeleme Teorisi varsayımlarının geçerli olduğunu ileri sürmek de mümkündür.

Çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin, kurumsal nakit tutma politikalarını etkilediği tahmin edilen ve işletmelerin nakit tutma davranışları üzerindeki olası etkileri test edilen bir diğer faktör de finansal kaldıraç oranıdır (KLD). Üstelik finans alanında yapılmış çalışmalarda, bu faktörün işletmelerin kurumsal nakit tutma politikaları üzerindeki varlığı, çeşitli sektörler özelinde de birçok kez araştırılmıştır. Tablo 12'den görüldüğü üzere, kaldıraç faktörü ile çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit devir hızı oranları arasında pozitif yönlü (0.2499018) ve anlamlı ($p=0.064$) bir ilişki vardır.

Ancak finansman hiyerarşisi teorisine göre, finansal kaldıraç ve nakit arasındaki ilişki negatif olmalıdır, çünkü bu teoriye göre, işletmeler yatırımların finansmanında öncelikli olarak işletme tarafından yaratılan kaynakları, başka bir deyişle dağıtılmamış kârları kullanırlar. Kaldı ki, finansal kaldıraç derecesi yüksek olan işletmelerde, yatırımların finansmanı ağırlıklı olarak dış kaynak kullanımı ile gerçekleşir. Dış finansmanın artırılması ise hem işlem maliyetlerinin yükselmesine hem de nakit rezervlerinin azalmasına neden olacağından, finansal kaldıraç oranı ile nakit mevcudiyeti arasında negatif bir ilişki ortaya çıkar (Ferreira ve Vilela, 2004; Nguyen, 2005; Saddour, 2006; Guney, Ozkan ve Ozkan, 2006; Bates ve diğerleri, 2009; Al-Najjar, 2015).

Oysaki bu çalışmada elde edilen sonuçlar, Dengeleme Teorisi varsayımları ile uyumludur. Çünkü bu teori, yüksek kaldıraç oranına sahip işletmelerin yüksek finansal risklerle karşılaşma olasılıklarının da yüksek olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca bu oranın yüksekliği işletmelerin mali sıkıntıya düşme olasılıklarının artmasına sebebiyet verdiği için, yüksek kaldıraç oranına sahip işletmeler daha fazla nakit bulundurmaya tercih ederler. Bunun temel nedeni, işletmeye fon sağlayan finans kurumlarının, kaynak aktardıkları işletmeleri daha yakından izlemeleri, bu işletmeler üzerindeki gözetim ve denetimlerini sıkılaştırmalarıdır. Zira işletmelere dış kaynak sağlayan bu kuruluşlar, ödünç verdikleri fonları geri alıp alamayacaklarını yakından takip etmek isterler. Ortaya çıkan bu koşullar ise, işletme yöneticileri üzerinde bir baskı unsuru olur ve bu nedenle de yöneticiler hissettikleri bu baskıyı azaltma güdüsüyle nakit mevcutlarını artırıcı bir nakit bulundurma politikası izlemeyi tercih ederler. Başka bir ifadeyle, borç ödeme kabiliyetlerini artırmak isteyen işletmeler, nakit rezervlerini de



artırmaktadırlar (Opler ve diğerleri, 1999; Faulkender, 2002; Ozkan ve Ozkan, 2004; Gill ve Shah, 2012).

Öte yandan, çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları üzerinde olası etkisi araştırılan bir başka değişken de, likiditedir. Bilindiği üzere likidite; sadece bir varlığın nakde çevrilebilme kolaylığı değil aynı zamanda varlığın gerçek değeri ile nakde çevrilebilme kabiliyetidir. Çünkü her varlık, değerinin altında bir fiyat ile oldukça kolay bir biçimde nakde çevrilebilir. Ancak önemli olan, bir varlığın nakde kolaylıkla çevrilebilmesinin yanında, çok değer kaybına uğramadan nakde dönüştürülebilir olmasıdır. Dolayısıyla, toplam varlıklarının büyük bir kısmı, likidite oranı yüksek varlıklardan oluşan işletmelerin, finansal sıkıntıya düşme olasılıkları, başka bir deyişle finansal riskleri, diğer işletmelere kıyasla daha düşük olmaktadır. Fakat risk ile getiri arasında, pozitif yönlü bir ilişki olduğu da unutulmamalıdır. Başka bir ifadeyle, likiditenin artması, riski düşürmektedir, ancak yüksek likiditeye sahip varlıkların işletme için kâr üretmediği de gözden kaçırılmamalıdır.

Dengeleme Teorisine göre, bir işletmenin varlıklarının önemli bir bölümü, likiditesi yüksek varlıklardan oluşuyorsa, o işletmenin nakit rezervlerinin diğer işletmelere kıyasla daha düşük seviyelerde olması muhtemeldir. Başka bir deyişle, bu teori, likidite ile nakit devir hızı oranı arasında negatif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Likidite faktörü ile NYSE' de işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit devir hızı oranları arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada, Tablo 12'deki sonuçlardan da görüldüğü üzere iki değişken arasında negatif yönlü (-5.6402090) ve anlamlı (p=0.000) bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kaldı ki ulaşılan bu sonuç bugüne kadar yapılmış çalışmalarda; (Opler ve diğerleri, 1999; Ferreira ve Vilela, 2004; Ozkan ve Ozkan, 2004; Al-Najjar ve Belghitar, 2011; Gill ve Shah 2012; Ali ve Yousaf 2013; Uyar ve Kuzey 2014; Chen ve diğerleri, 2015; Shabbir ve diğerleri, 2016) elde edilen sonuçlar ile tutarlılık göstermekte ve Dengeleme Teorisi varsayımlarının geçerliliğini de deniz ticaret piyasası özelinde teyit etmektedir.

Nitekim Tablo 12'deki değerler incelendiğinde; çalışmada test edilen işletme büyüklüğü ve temettü dağıtım oranı faktörlerine ilişkin panel regresyon sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlı olmadıkları görülmektedir. Dolayısıyla, çalışma kapsamını gösteren 2008-2019 döneminde, hisse senetleri NYSE'de işlem gören denizyolu taşımacılık işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikaları üzerinde bu faktörlerin bir etkileri olmadığını söylemek mümkündür.

Sonuç ve Değerlendirme

Finansal esnekliğin ve istikrarın önemli bir bileşeni olan nakit yönetimi, işletme sürekliliğin sağlanması açısından da büyük önem arz etmektedir. Çünkü bir işletmenin faaliyetlerini sürdürerek, hayatta kalabilmesi, etkin bir kurumsal nakit bulundurma politikasının varlığı ile yakından ilintilidir.



2008 küresel finans krizi, kriz süreci ve sonuçları itibariyle göstermiştir ki, sahip oldukları nakdi verimli bir şekilde yönetemeyen işletmelerin, rekabet edebilirlikleri oldukça zayıflamakta ve bu işletmelerin hayatta kalmaları da güçleşmektedir.

Kurumsal finansın temel çalışma alanlarından biri olan nakit yönetiminin, denizyolu taşımacılık sektörünü konu aldığı bu çalışmada, ulaşılan sonuçlar göstermektedir ki, çalışma kapsamında yer alan sektör işletmelerinin nakit rezervleri ile kârlılık ve likidite faktörleri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Aslında likidite faktörünün denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit rezervleri üzerinde negatif yönlü bir etkiye sahip olması beklendik bir durumdur. İhtiyaç anında, fazla değer kaybetmeden nakde çevrilebilen, likiditesi yüksek varlıklara sahip olunması, işletme yöneticilerini oldukça rahatlatmaktadır. Üstelik yoğun rekabetin yaşandığı ve ekonomik dalgalanmalar nedeniyle oynaklıkların sıkça yaşandığı deniz ticaret piyasasında, bu niteliğe haiz varlıkların mevcudiyetinin sektör işletmelerine sağladığı finansal esneklik de göz önünde bulundurulduğunda, bu sonuca ulaşılması sürpriz değildir. Kaldı ki bu sonucun teorik olarak da bir dayanağı vardır. Çünkü elde edilen bu sonuç *Dengeleme Teorisi* varsayımları ile uyusmaktadır.

Diğer yandan, sektör işletmelerinin nakit bulundurma politikaları ile kârlılık arasındaki ilişkinin negatif yönlü olması, genel beklentiler ile uyumsuzdur. Ancak bu durumu deniz ticaret piyasası ve bu piyasanın bir bileşeni olan denizyolu taşımacılık işletmeleri özelinde değerlendirmek daha doğru bir bakış açısı sağlamaktadır. Çünkü dünya ticaret döngüsündeki oynaklıklar nedeniyle satışları ve kazançları değişkenlik arz eden denizyolu taşımacılık işletmeleri tamamen ihtiyati gerekçeler ile mevcudiyetlerini koruma refleksi ile bu nakit politikasını uygulamaktadırlar. Başka bir deyişle, hem temerrüde düşme riskini bertaraf etme hem de finansal risklere karşı hazırlıklı olma güdüsü sektör işletmelerini kârların azaldığı dönemlerde, nakit rezervlerini artırmaya sevk etmektedir. Nitekim çalışmalarında *Küresel Finansal Kriz (2007-2009)* nedeniyle, bankaların varlığa dayalı kredilendirme imkânlarını daralttıklarını belirten Albertijn, Bessler ve Drobetz (2011), nakde ulaşmada sıkıntı çekmeye başlayan sektör işletmelerinin, bu problemi aşmak adına, faaliyetleri ile yarattıkları nakdi muhafaza etmeyi tercih ettiklerini ifade ederek, bu sonucu destekler bulgulara yer vermişlerdir.

Çalışmada ulaşılan diğer bulgulara göre, kaldıraç oranı ve sermaye harcaması değişkenlerinin denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit politikaları üzerinde pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı etkileri vardır. Denizyolu taşımacılık piyasasında faaliyet gösteren işletmelerin sermaye harcaması niteliğindeki harcamaları, genel olarak yeni deniz araçları (gemiler vb.) satın alımı veya inşası niteliğine haiz harcamalardan meydana gelmektedir. Bu harcamaların yapılabilmesi için ise yüksek miktarda nakde gereksinim duyulur ve bu nakit de; kredi imkânları kapsamında borç alınması, tahvil veya hisse senedi ihraç edilmesi gibi



yöntemler ile temin edilmektedir. Bununla birlikte, sektör işletmeleri için nakit bulundurmanın marjinal değeri, büyüme fırsatlarının konjonktürle ilgili hareketine bağlıdır. Ancak bu bağımlılık sektör işletmelerinde genel olarak konjonktürün tersi yönünde hareket eder (Ahrends, Drobetz ve Nomikos, 2018, s. 108). Çünkü küresel ticaretin azaldığı ve ekonomilerin küçüldüğü zamanlarda, navlun fiyatları düşmekte, gelirler de azalmaktadır. Ancak bu gibi zamanlarda likidite yetersizliği nedeniyle finansal sıkıntı yaşamakta olan sektör işletmeleri, nakit darlığını aşabilmek amacıyla bilanço kalemleri arasında yer alan sabit varlıklarını, başka bir ifadeyle deniz araçlarını çok düşük fiyatlara ve bazı zamanlarda da zararına da olsa satmak mecburiyetinde kalabilmektedirler. Bu gibi koşulların ortaya çıktığı zamanlarda, yüksek nakit rezervine sahip işletmeler, mali sıkıntı çekmekte olan işletmelerden, uygun fiyatlar ile deniz araçlarını satın alarak, filolarını genişletme ve büyütme fırsatı yakalamaktadırlar. Dolayısıyla denizyolu taşımacılık işletmeleri, küresel ticaretin zayıfladığı ve ekonomik durgunluğun baş gösterdiği dönemlerde, hem ihtiyati gerekçeler hem de büyüme fırsatlarının varlığı nedeniyle nakit rezervlerini artırma eğilimi gösterirler. Çalışmada sermaye harcaması ile nakit bulundurma politikaları arasındaki pozitif ilişkiyi de bu kapsamda değerlendirmek daha uygundur. Sektörün yüksek finansal risk içeren bir sektör olduğu da dikkate alındığında, kaldıraç oranı ile çalışma kapsamındaki denizyolu taşımacılık işletmelerinin nakit bulundurma politikaları arasındaki pozitif ilişkiyi de anlamlandırmak kolaylaşmaktadır. Üstelik ulaşılan bu her iki sonuç da, *Dengeleme Teorisi* varsayımları ile tutarlıdır.

Sonuç olarak, çalışmada ulaşılan bulgular, denizyolu taşımacılık sektörü işletmelerinin kurumsal nakit bulundurma politikalarının oluşturulmasında, *Dengeleme Teorisi* varsayımlarını baskın bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Kaynakça

Abushammala, S. N. M. ve Sulaiman, J. (2014). Cash Holdings and Corporate Profitability: Some Evidences from Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 8 (3), 898–907.

Ahrends, G., Drobetz, W. and Nomikos, N. K. (2018). Corporate Cash Holdings in the Shipping Industry. *Transportation Research Part E*, 112, 107–124. doi.org/10.1016/j.tre.2017.10.016

Aksoy, A. ve Yalçiner, K. (2013). İşletme Sermayesi Yönetimi, Gözden Geçirilmiş ve Yenilenmiş 5. Baskı. Ankara, Türkiye: Detay Yayıncılık.

Albertijn, S., Bessler, W. ve Drobetz, W. (2011). Financing Shipping Companies and Shipping Operations: A Risk-Management Perspective. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23 (4), 70–82. doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00353.x

Al-Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United



Kingdom. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 341-358. doi.org/10.1111/jsbm.12062

Al-Najjar, B. ve Belghitar, Y. (2011). Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from Simultaneous Analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32 (4), 231-241. doi.org/10.1002/mde.1529

Al-Najjar, B. ve Clark, E. (2017). Corporate Governance and Cash Holdings in MENA: Evidence from Internal and External Governance Practices. *Research in International Business and Finance*, 39 (A), 1-12. doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23 (4), 589-609. doi:10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x

Anagnostopoulou, S. C. (2013). Cash Holdings: Determining Factors and Impact on Future Operating Performance for Listed versus Unlisted Firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16 (2), 589-609. doi.org/10.1142/S0219091513500136

Aras, M., Kutlu Furtuna, O. ve Tezcan, N. (2019). The Determinants of Corporate Cash Holdings: Does Country's Legal Regime Matter? Evidence from BRIC and Turkey. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 6 (4), 195-202. doi:10.17261/Pressacademia.2019.1150

Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th Edition, Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Press.

Baltagi, B. H. ve Wu, P. X. (1999). Unequally Spaced Panel Data Regressions with AR(1) Disturbances, 15 (6), 814-823. https://doi.org/10.1017/S0266466699156020

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?. *Journal of Finance*, LXIV (5), 1985-2021. doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x

Baumol, W. J. (1952). The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66 (4), 545-556. doi: doi.org/10.2307/1882104

Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4: 71-111. doi:10.2307/2490171.

Breusch, T. S. ve Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *Econometrics*, 47 (1), 239-253. doi: doi.org/ 10.2307/2297111.

Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, 2nd Edition. New York, USA: Cambridge University Press.



- Chen, Y., Dou, P. Y., Ghon Rhee, S., Truong, C. ve Veeraraghavan, M. (2015). National Culture and Corporate Cash Holdings Around the World. *Journal of Banking & Finance*, 50, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.09.018>.
- Deloitte, International Accounting Standards 18 (IAS 18). Erişim adresi: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias18#link5>
- Demir, E. ve Ersan, O. (2017). Economic Policy Uncertainty and Cash Holdings: Evidence from BRIC Countries. *Emerging Markets Review*, 33 (C), 189–200. <https://doi.org/10.16/j.ememar.2017.08.001>
- Dewaelheyns, N. ve Van Hulle, C. (2006). Corporate Failure Prediction Modeling: Distorted by Business Groups' Internal Capital Markets?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (5–6), 909–931. doi:10.1111/j.1468-5957.2006.00009.x
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. ve Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 111–133. <https://doi.org/10.2307/4126766>
- Drobetz, W. ve Grüninger, M. C. (2007). Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets Portfolio Management*, 21 (3), 293-324. doi: 10.1007/s11408-007-0052-8.
- Faulkender, M. W. (2002). Cash Holdings Among Small Business. *SSRN Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.305179>
- Ferreira, M. A. ve Vilela, A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319. doi: 10.2139/SSRN.614002.
- Fresard, L. (2010). Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings. *Journal of Finance*, 65 (3), 1097–1122. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01562.x>
- Fukuda, S. (2018). Companies' Financial Surpluses and Cash/Deposit Holdings. Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, *Public Policy Review*, 14 (3), 369-396. Erişim adresi: https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr14_03_01.pdf
- Gill, A. ve Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (1), 70-79. doi: 10.5539/ijef.v4n1p70.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. 4th Edition, New York, USA: McGraw Hill Press.
- Guney, C. Y., Ozkan, A. ve Ozkan, N. 2006. International Evidence on the Non-Linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 17 (1), 45–60. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.003>



Im, K. S., Pesaran, M. H. ve Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(03\)00092-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(03)00092-7)

International Chamber of Shipping, ICS. (2020). Erişim adresi: [ICShttps://www.ics-shipping.org/shipping-fact/shipping-and-world-trade-driving-prosperity/](https://www.ics-shipping.org/shipping-fact/shipping-and-world-trade-driving-prosperity/)

Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>

Kariuki, S. N., Namusonge, G. S. ve Orwa, G. O. (2015). Firm Characteristics and Corporate Cash Holdings: A Managerial Perspective from Kenyan Private Manufacturing Firms. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 4 (6), 51-70.

Kim, C. S., Mauer, D. C. ve Sherman, A. E. (1999). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3), 335-359. <https://doi.org/10.2307/2331099>

Kusnadi, Y. ve Wei, K. C. J. (2011). The Determinants of Corporate Cash Management Policies: Evidence from around the World. *Journal of Corporate Finance*, 17 (3), 725-740. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.12.002>

Levin, A., Lin, C. F. ve Chu, C. S. J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108 (1), 1-24. [https://doi.org/10.1016/S03044076\(01\)00098-7](https://doi.org/10.1016/S03044076(01)00098-7).

Lozinskaia, A., Merikas, A., Merika, A. ve Penikas, H. (2017). Determinants of the Probability of Default: The Case of the Internationally Listed Shipping Corporations. *Maritime Policy and Management*, 44 (7), 837-858. doi: 10.1080/03088839.2017.1345018

Manoel, A. A. S., da Costa Moraes, M. B., Santos, D. F. L. ve Neves, M. F. (2018). Determinants of Corporate Cash holdings in Times of Crisis: Insights from Brazilian Sugarcane Industry Private Firms. *International Food and Agribusiness Management Review*, 21 (2), 201-217. <https://doi.org/10.22434/IFAMR2017.0062>

Mikkelson, W. H. ve Partch, M. M. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (2), 275-294. doi: <https://doi.org/10.2307/4126751>

Miller, H. M. ve Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80 (3), 413-435. doi: <https://doi.org/10.2307/1880728>

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592. <https://doi.org/10.2307/2327916>



- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nafees, B., Ahmad, N. ve Rasheed, A. (2017). The Determinants of Cash Holdings: Evidence from SMEs in Pakistan. *A Research Journal of Commerce, Economics, and Social Sciences*, 11 (1), 111-116. <https://doi.org/10.24312/paradigms110117>
- Nguyen, P. (2006). How Sensitive Are Japanese Firms to Earnings Risk? Evidence from Cash Holdings. *SSRN Electronic Journal*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.889502>
- Niskanen, M. ve Niskanen, J. (2007). Cash Holdings in SMEs; Evidence on Finnish Data. Working Paper. doi: 10.2139/ssrn.968410
- O'brien, R. M. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41 (5), 673-690. Erişim adresi: <https://link.springer.com/>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. ve Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Ozkan, A. ve Ozkan, N. (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*, 28 (9), 2103-2134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Palazzo, B. (2012). Cash Holdings, Risk, and Expected Returns. *Journal of Financial Economics*, 104 (1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.009>
- Paun, C. ve Topan, V. (2016). Capital Structure in the Global Shipping Industry. *Panoeconomicus*, 63 (3), 359-384. <https://doi.org/10.2298/PAN1603359P>
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels: The Institute for the Study of Labor Discussion Paper Series (IZA DP No.1240). Erişim adresi: The Institute for the Study of Labor Discussion website: <http://ftp.iza.org/dp1240.pdf>
- Pinkowitz, L., Stulz, R. ve Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis. *The Journal of Finance*, 61 (6), 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- Saddour, K. (2006). The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French Firms. *Centre de Recherches sur la Gestion CEREG*, Erişim adresi: http://www.dauphine.fr/cereg/cahiers_rech/cereg200606.pdf.



- Shabbir, M., Hashmi, Y. ve Chaudhary, G. M. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings in Pakistan. *International Journal of Organizational Leadership*, (5), 50–62.
- Sher, G. (2014). Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan. *IMF Working Paper*, WP/14/221.
- Stopford, M. (2009). *Maritime Economics*. 3rd Edition, Abingdon-Oxford, Routledge: Taylor & Francis Group Press.
- T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı, Sektörel Projeler. (2018). Ulaşan ve Erişen Türkiye, Denizcilik. Erişim adresi: <https://www.uab.gov.tr/uploads/pages/denizcilik/denizcilik.pdf>
- Ulusoy, T., Esmer, Y. ve Dayı, F. (2019). Spor İşletmelerinde Nakit Yönetimi: BİST’de Bir Uygulama. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8 (2), 1889–1905. <https://doi.org/10.33206/mjss.460899>.
- Uyar, A. ve Kuzey, C. (2014). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from the Emerging Market of Turkey. *Applied Economics*, 46 (9), 1035–1048. <https://doi.org/10.1080/00036846.2013.866203>
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12 (2), 159–169. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(01\)00047-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(01)00047-0)
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı*. İstanbul, Türkiye: Beta Yayınları.

