

Nakit Tutma Düzeyinde Belirleyici Olan Faktörler: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma¹

Ferhat Demirci²

Özet

Bu araştırma Borsa İstanbul’da nakit tutma düzeyini etkileyen finansal faktörleri konu almaktadır. Nakit tutma düzeyini etkileyen finansal faktörler; borçlanma oranı, firma ölçeği, nakit akış düzeyi, temettü politikası vb. şeklinde sıralanabilir. Araştırma periyodu 2015-2022’dir. Bu dönem yerel ve küresel ölçekte sistematik risklerin artış gösterdiği dönemdir. Sistematik riskler bahsedilen faktörlerin nakit tutma düzeyi üzerindeki etkisini literatürdeki yerleşik yapıdan daha farklı hale getirebilir. Bu doğrultuda bahsedilen periyot için nakit tutma düzeyinde etkili olan faktörler sistem GMM tahmincisiyle analiz edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre nakit tutma düzeyinde etkili olan faktörler; temettü ödemeleri, nakit harici dönen varlıkların likiditesi, nakit akış oranı, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ve büyüme olanakları şeklindedir. Bu faktörlerin yönü genel olarak literatürle örtüşmektedir. Dolayısıyla araştırma periyodunda artan sistematik riskler nakit tutmada etkili olan faktörler üzerinde kayda değer bir farka sebep olmamıştır. Sadece finansal kaldıraç değişkeninin yönü literatürdeki benzer çalışmalardan ayrılmaktadır. Finansal kaldıraç firmaların nakit tutma düzeyini pozitif etkilemektedir. Bu durum firmaların kısa vadeli yatırımlarını, bir diğer ifadeyle işletme sermayelerini borçla finanse ettiklerine işaret etmektedir. Diğer taraftan bu periyotta firmalar borçlanma karşısında ihtiyaten nakit tutma yoluna gitmiş olabilir.

- 1 Bu kitap bölümü, 12. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi’nde sunulan ve özet bildirisi olarak yayınlanan “Kurumsal Yönetimin Nakit Tutma Düzeyine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma” başlıklı araştırmayı temel almaktadır.
- 2 Arş. Gör. Dr., Bartın Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, fdemirci@bartin.edu.tr , ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6206-1322>

1. Giriş

Nakit düzeyi işletmelerin faaliyet döngüleriyle doğrudan ilişkilidir. Nakit benzeri varlıklardan mahrum kalmak firmaların net işletme sermayelerini düşürecektir. Bu durum özellikle kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilememesine ve firma faaliyetlerinin aksamasına neden olabilir. Nakit varlıkların gerek operasyonel açıdan gerekse finansal açıdan önemi bilinen bir gerçekliktir. Diğer taraftan optimal nakit düzeyinin varlığına dair teorik tartışmalar, firmaların nakit tutma motivasyonları ve bu motivasyonları tetikleyen faktörler işletme finansı literatürünün odaklandığı başlıca konular arasında yer almaktadır.

Firmaların nakit varlık tutmalarının arkasında başlıca üç motivasyondan söz konusudur. Bunlar; ihtiyat motivasyonu, işlem motivasyonu ve spekülasyon motivasyonlarıdır (Keynes, 2018: 149). Nakit tutma düzeyinin arkasındaki motivasyonlar firmalara özgü çeşitli faktörler tarafından tetiklenebilir. Örneğin; finansal sıkıntıya düşeceğini öngören bir firma daha tutucu bir nakit politikası izleyerek ihtiyat motivasyonunu harekete geçirebilir. Diğer taraftan firmaların nakit politikalarının maliyetleri optimal nakit düzeyi üzerine tartışmaları gündeme getirmiştir. Bu konuda üç temel teori söz konusudur.

Birinci teori Kraus ve Litzenberger (1973) tarafından ortaya konan dengeleme teorisidir (trade-off theory). Dengeleme teorisi nakit varlıkların sağladığı faydalar ve getirdiği maliyetler arasındaki denge arayışını konu alır. Dolayısıyla optimal bir nakit düzeyinin varlığına vurgu yapar. Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya konan finansal hiyerarşi teorisi ise firmaların finansman tercihlerine ilişkin bir önceliklendirmeden bahseder. Firmalar yatırımlarını öncelikle dağıtılmamış kârlarla finanse etmelidirler. Yabancı kaynak kullanımı ve hisse senedi ihracı hiyerarşik olarak daha sonra tercih edilmesi gereken yöntemlerdir. Nakit tutma düzeyine ilişkin son teorisi ise Jensen (1986) tarafından öneri sürülen serbest nakit akışları teorisidir. Serbest nakit akışları teorisi nakit tutma davranışlarına vekalet teorisi perspektifinden açıklama getirmektedir. Yöneticiler kendi çıkarları için gereğinden fazla nakit tutabilir veya kârlı yatırım fırsatlarını görmezden gelebilirler.

Nakit tutma üzerine geliştirilen literatürün üçüncü odak noktası ise nakit düzeyini etkileyen faktörlerdir. Bu faktörler, firmalara özgü finansal ve yönetimsel faktörler olabileceği gibi firmaların kontrolünde olmayan makro faktörler de olabilir. Bu araştırma Borsa İstanbul özelinde nakit tutma düzeyinde etkili olan finansal faktörleri ele almaktadır. Araştırma periyodu 2015-2022 yıllarıdır. Bu zaman aralığı Türkiye'nin politik risklere maruz kaldığı bir dönemdir. Bu dönem aynı zamanda Covid-19 pandemisinin öncesini ve sonrasını da kapsamaktadır. Gerek politik faktörler gerekse Covid-19 pandemisi

sonrasında izlenen makro ekonomik politikalar araştırma periyodunun önemini artırmaktadır. Artan sistematik riskler karşısında nakit tutma dinamiklerinin yaşadığı olası değişim bu araştırmanın odak noktasıdır.

Araştırmada dinamik panel veri regresyon yöntemi kullanılmıştır. Nakit tutmayı etkileyen faktörler sistem GMM tahmincisi kullanılarak test edilmiştir. İzlenen metodolojiyle dengeleme teorisinin geçerliliği test edilmiş ve firmaların optimal nakit düzeyine uyum hızları tahmin edilmiştir. Literatürde gerek Borsa İstanbul gerekse daha geniş örneklem kapsaamında nakit tutma düzeyine ilişkin çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Aras vd., 2019; Batuman vd., 2022; Dinçergök, 2023; Kutlu Furtuna, 2017; Tekin vd., 2021; Yiğit, 2020; Yücel, 2016). Bu sayede elde edilen bulgular literatürle karşılaştırılarak nakit tutma dinamiklerinin döneme özgü özellikleri ortaya konulabilmektedir. Araştırmanın bu yönüyle literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Araştırmanın geri kalanına ilişkin bilgiler şu şekildedir. İkinci bölüm nakit tutma üzerine geliştirilen teorik çerçeveyi ve ampirik literatürü konu almaktadır. Araştırmanın metodolojisi üçüncü bölümde sunulmuştur. Bu bölümde araştırmada test edilen regresyon modeli ve açıklayıcı değişkenlere ait teorik gerekçelere yer verilmiştir. Dördüncü bölüm regresyon analizi sonucu elde edilen bulguları ve literatürle ilişkilendirilen tartışmaları içermektedir. Beşinci bölüm araştırmanın sonuç ve öneriler bölümüdür. Bu bölüm araştırmaya ilişkin genel çıkarımları ve geliştirilen önerileri içermektedir.

2. Teorik Çerçeve ve Literatür

Firmaların nakit tutma düzeylerine ilişkin teorik çerçeve başlıca üç ana konu etrafında şekillenmiştir. Bunlar; firmaların nakit bulundurma davranışlarının arkasındaki motivasyonlar, optimal nakit düzeyi üzerine tartışmalar ve nakit düzeyinde belirleyici olan faktörler şeklindedir.

Firmalar; işlem amaçlı, ihtiyaten ve spekülasyon maksatlı olmak üzere üç temel gerekçeyle nakit bulundurmaktadırlar (Keynes, 2018: 149). Nakit bulundurmada birinci gerekçe firmaların rutin operasyonları için gerekli nakdi ifade eder ve “işlem amaçlı” olarak tabir edilir. İkinci gerekçe ise “ihtiyat” motivasyonu ile ilişkilendirilmektedir. Özellikle yabancı kaynaklara erişimin sınırlı ve yüksek maliyetli olması durumunda firmalar nakit ihtiyaçlarını gidermek için nakit varlıklarını kullanabilir. Nitekim çeşitli belirsizlik ve risk türlerinin nakit düzeyini artırdığına dair birçok ampirik çalışma söz konusudur (Behera & Mahakud, 2025; Das vd., 2024). Keynes’in yaklaşımında nakit tutmaya ilişkin son motivasyon ise “spekülasyon” maksatlı nakit bulundurma tercihi üzerinedir. Firmalar, olası getiri fırsatlarından yararlanabilmek adına

nakit bulundurabilirler. Bu durum gerçekçi beklentiler üzerine inşa edilebileceği gibi piyasaya ilişkin spekülasyon beklentiler üzerine de kurgulanabilir.

Firmaların ne düzeyde nakit bulundurmaları gerektiği ise konuya ilişkin teorik çerçevenin bir diğer önemli kısmını oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarının mükemmel olduğu varsayımında dış finansman iç finansmanın tam ikamesidir. Bu koşul altında nakit varlıkların bir önemi yoktur. Ancak bu varsayım ütopyiktir. Yabancı kaynakla finansmanın parasal maliyeti ve erişim açısından zorluk taşıma ihtimali bir gerçekliktir. Nakit varlıklar, firmaların yatırım fırsatlarını değerlendirebilmeleri, finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri, temettü ödemelerini gerçekleştirebilmeleri ve rutin faaliyetlerini sürdürebilmeleri açısından önemli bir gereksinimdir. Diğer taraftan nakit varlığa sahip olmak da maliyetsiz değildir ve fırsat maliyetine sebep olur (Opler vd., 1999: 7-8). İşlem maliyetleri, bilgi asimetrisi ve vekalet maliyetlerinin varlığı altında optimal nakit düzeyinin ne olması gerektiğine dair başlıca üç teoriden söz edilebilir. Bunlar; dengeleme teorisi (Trade-off theory), finansal hiyerarşi teorisi (Pecking order theory) ve serbest nakit akımları teorisidir (Wasiuzzaman, 2014: 119).

Kraus ve Litzenberger (1973) tarafından ortaya konan dengeleme teorisine göre optimal nakit düzeyi; nakit bulundurmanın sağladığı faydalar ve getirdiği maliyetler arasında bir denge arayışıdır. Bu bağlamda ele alındığında optimal nakit düzeyine ilişkin kararlar, borçlanmanın marjinal faydası ve marjinal maliyetine göre alınmalıdır (Aras vd., 2019: 192). Firmalar için ilave bir birim nakit varlık bulundurmanın marjinal maliyeti sabittir. Diğer taraftan nakit varlıklardan yoksun olmanın getirdiği sıkıntıların marjinal maliyeti ise azalan bir eğriye sahiptir. Her ikisinin kesişim noktası firmalar için optimal nakit bulundurma düzeyini ifade eder (Opler vd., 1999: 7-8).

Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen finansal hiyerarşi teorisi, firmaların nakit bulundurma düzeyi hakkında doğrudan bir hedef tanımlamaz. Bu nedenle teoriye göre optimal bir nakit düzeyinden söz edilemez. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar yatırımlarını öncelikle dağıtılmamış kârlar yoluyla finanse ederken, ikinci aşamada yabancı kaynak kullanımına yönelmektedir. Yeni hisse senedi ihracı ise bilgi asimetrisi nedeniyle firmaya olumsuz sinyal verebilmesi ve yüksek maliyetli bir finansman türü olması sebebiyle son tercih olarak değerlendirilmektedir (Aras vd., 2019: 193). Teoriye göre firmaların temel amacı, kârlı yatırım fırsatlarını kaçırmayacak düzeyde finansal esnekliğe sahip olmak ve hisse senedi ihracı yoluyla finansmandan kaçınmaktır. Bu bağlamda hisse senedi ihracına başvurulması, firmanın hisselerinin gerçek değerinin altında satılmasına yol açabileceğinden kaçınılan bir durumdur. Dolayısıyla finansal hiyerarşi teorisi kapsamında nakit düzeyi, firmaların

yatırım ve finansman kararlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmakta olup, bilinçli olarak belirlenmiş bir optimal hedefi ifade etmemektedir (Mouline, 2021: 148). Firmalar, dış finansmana başvurmamak amacıyla nakit tutmakta; bu nakit varlıklar ise çoğunlukla dağıtılmamış kârlardan oluşmaktadır.

Nakit tutma düzeyine ilişkin üçüncü teori ise Jensen (1986) tarafından öner sürülen serbest nakit akışları teorisidir. Vekalet teorisi üzerine geliştirilen serbest nakit akışları teorisine göre yöneticiler kendi pozisyonlarını güçlü tutmak adına temettü ödemek yerine nakit tutma eğilimi gösterebilirler (Wasiuzzaman, 2014: 119). Teoriye göre yöneticiler yatırımlarda daha fazla söz sahibi olmak adına nakit tutmaya ağırlık verebilirler. Bu durum dış finansman ihtiyacının azalmasına sebep olarak serbest nakit akışlarının artmasına neden olur ve vekalet problemlerini tetikler (Aras vd., 2019: 193).

Yukarıda firmaların nakit bulundurma motivasyonları ve optimal yatırım düzeyini konu edinen teorilere yer verilmiştir. Öte yandan firmaların hangi motivasyonla nakit bulundurduklarından ziyade nakit bulundurma motivasyonunu harekete geçiren faktörlerin neler oldukları konuyla ilişkili ampirik literatürün odaklandığı esas konudur. Bu noktada firmaların nakit bulundurma düzeylerini etkileyen faktörler için mikro faktörler ve makro faktörler şeklinde ikili bir sınıflandırmaya gidilebilir.

Mikro faktörler, işletmenin finansal yapısına ve iç çevresine ilişkin unsurları kapsamaktadır. Finansal faktörlere firmaların dış finansmana erişim kabiliyeti, borçlanma düzeyi, temettü ve yatırım politikaları ile yabancı kaynak maliyetleri gibi değişkenler örnek gösterilebilir. Opler vd. (1999) tarafından elde edilen bulgular, büyüme olanakları yüksek ve nakit akışları daha riskli olan firmaların daha fazla nakit tutma eğiliminde olduğunu; buna karşılık büyük ölçekli ve borçlanma araçlarına erişimi olan firmaların ise daha düşük düzeyde nakit bulundurduğunu ortaya koymaktadır. Denis ve Sibilkov (2010) tarafından gerçekleştirilen çalışma, finansman olanakları kısıtlı firmaların nakit politikalarına odaklanmakta olup, bu firmalarda nakit bulundurmanın firma değerini artırıcı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Ayrıca nakit akış düzeyi düşük olan firmaların daha az nakit tuttuğu tespit edilmektedir. Ozkan ve Ozkan (2004) ise firmaların nakit seviyelerinde belirleyici olan temel faktörleri büyüme olanakları, nakit akışları, bilanço likiditesi, kaldıraç düzeyi ve banka borçları olarak ifade etmektedir. Bu üç çalışmaya ek olarak literatürde firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen finansal faktörleri inceleyen çok sayıda araştırma bulunmaktadır (Al-Najjar, 2013; García-Teruel & Martínez-Solano, 2008; Uyar & Kuzey, 2014). Bu çalışmalar ışığında firmaların nakit tutma seviyelerinde belirleyici olan başlıca faktörler; büyüme olanakları, finansman kısıtlarının varlığı, finansmana erişim kabiliyeti, likidite

gücü, sermaye harcamalarının yoğunluğu, serbest nakit akışları ve borçlanma düzeyi şeklinde özetlenebilir.

İşletmenin iç çevresine ilişkin diğer faktörler ise ağırlıklı olarak yönetimle ilişkili faktörlerdir. Nakit tutma düzeyi ve yönetsel faktörleri konu edinen çalışmalar; vekalet teorisi, kurumsal yönetim ve davranışsal faktörler etrafında şekillenmektedir. Vekalet teorisine göre yöneticiler nakit politikalarını kendi çıkarlarını merkeze alarak şekillendirebilir. Kurumsal yönetim uygulamalarıyla vekalet teorisin vurguladığı problemlerin elimine edilmesi beklenmektedir (Hussain vd., 2023: 1). Davranışsal faktörleri konu edinen araştırmalar ise üst yönetim kademesindeki kişilerin karakteristik özellikleriyle firmaların nakit politikası arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaya odaklanmaktadır (Aktas vd., 2019; Bui vd., 2025; Chen vd., 2020).

Nakit tutma düzeyine etki eden makro faktörler ise ağırlıklı olarak ülke düzeyinde ele alınabilecek riskler ve belirsizliklerdir. Ekonomi politikası belirsizliği nakit tutma ilişkisi üzerine birçok araştırma yer almaktadır. Bu araştırmalarda elde edilen bulgular ekonomik belirsizliğin nakit oranlarını artırdığına işaret etmektedir (Alam vd., 2025; Khong vd., 2025; Yang vd., 2024). Ülke riskinin bir unsuru olarak kabul edilebilecek politik risk, jeopolitik risk gibi sistematik risk türlerinin nakit tutma oranlarıyla ilişkisini ele alan çalışmalar da bu kapsamda değerlendirilebilir (Behera & Mahakud, 2025; Le & Tran, 2022).

Araştırma kapsamında Borsa İstanbul'da yer alan firmaların nakit tutma düzeyleri finansal faktörleri içeren bir model ile açıklanacaktır. Makro faktörler ve firmalara özgü finansal olmayan faktörler araştırma bu araştırmanın kapsamına dahil edilmemiştir. İlişkili literatür incelendiğinde Borsa İstanbul özelinde tekil olarak yürütülen veya Borsa İstanbul firmalarını da içeren çok uluslu karşılaştırmalı araştırmalar gözlenmektedir (Aras vd., 2019; Batuman vd., 2022; Dinçergök, 2023; Kutlu Furtuna, 2017; Tekin vd., 2021; Yiğit, 2020; Yücel, 2016). Bu araştırma kapsamında ise firmaların nakit tutma düzeyleri; sermaye harcamaları, temettü politikası, firma büyüklüğü, kaldıraç düzeyi, nakit akış oranı ve hasılatlarındaki dalgalanmalar üzerinden ele alınacaktır. Ayrıca araştırma Türkiye'nin gerek yerel gerekse küresel ölçekte sistematik risklere maruz kaldığı 2015-2022 dönemini konu almaktadır. Elde edilen bulgular nakit tutma dinamiklerinin bahsedilen periyot özelinde nasıl şekillendiklerini anlamak adına önemlidir.

3. Yöntem

Araştırma periyodu 2015-2022 yıllarını kapsayan sekiz yıllık dönemdir. Araştırma örneklemini Borsa İstanbul'da yer alan 419 firmadan oluşturulmuştur.

Finans kuruluşları hariç bırakılmıştır. Nakit tutma dinamiklerini belirlemek adına geliştirilen regresyon modeli Eşitlik 1’de sunulmuştur. Nakit düzeyi işletme sermayesinin en önemli kalemleri arasındadır. Gerek faaliyet döngüsünün gerekse nakit döngüsünün işleyişi gereği cari dönemin nakit tutma oranı ve geçmiş yılın nakit tutma oranı arasında yakın bir ilişki vardır. Bu durum nakit tutma düzeyinin dinamik yapısını ifade eder. Gerek bu sebeple gerekse içsellik problemini ortadan kaldırmak adına ilişkili literatür takip edilerek bağımsız değişkenin birinci gecikmesini içeren dinamik model tercih edilmiştir (Batuman vd., 2022; Diaw, 2021; Ozkan & Ozkan, 2004).

$$Cash_{i,t} = Cash_{i,t-1} + DDIV_{i,t} + INV_{i,t} + MTB_{i,t} + LIQ_{i,t} + CF_{i,t} + SD_SG_{i,t} + Lev_{i,t} + Size_{i,t} + e_{i,t}$$

Eşitlik 1

Tablo 1’de değişkenlere ilişkin detaylara yer verilmiştir. Devamında ise değişken seçiminde gözetilen teorik gerekçeler sunulmuştur.

Tablo 1 Değişkenler ve Açıklamaları

Cash	Nakit, nakit benzeri varlıklar ve kısa vadeli menkul kıymet yatırımlarının toplam varlıklara oranıdır.
DDIV	Temettü ödemelerine ait kukla değişkendir. Temettü ödenmesi durumunda bir; ödenmemesi durumunda sıfır değerini almıştır.
INV	Sermaye harcamalarının toplam varlıklara oranıdır. Firma yatırımları yansıtmaktadır.
MTB	Piyasa değerinin defter değerine oranıdır.
LIQ	Nakit dışında kalan işletme sermayesi unsurlarının likiditesini ölçen orandır. Dönen varlıklar ve nakit-nakit benzeri varlıklar arasındaki farkın toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanmıştır.
CF	Nakit akışlarının toplam varlıklara oranıdır.
SD_SG	Satışlardaki değişimin son üç yıldaki standart sapmasıdır.
Lev	Finansal kaldıraç oranıdır. Toplam yabancı kaynakların bilançoadaki payını göstermektedir.
Size	Firma büyüklüğü değişkenidir. Toplam varlıkların doğal logaritması alınarak hesaplanmıştır.
*Değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan finansal veriler Refinitiv’den temin edilmiştir.	

DDIV (temettü kuklası) değişkeni ve nakit oranı arasındaki teorik beklenti ters yönlüdür. Sık temettü dağıtan firmaların daha düşük nakit düzeyine sahip olması olağan karşılanabilir. Ozkan ve Ozkan (2004) nakit sıkıntısı yaşayan firmaların temettü ödemelerini azaltarak nakit ihtiyaçlarını giderebileceklerini belirtmektedir. Diğer taraftan temettü ödemeleri firmaların nakit akışlarındaki

sağlıklı yapıya ve istikrarlı bir kârlılığa işaret eder. Ayrıca yatırımcılar sık temettü ödeyen firmalardan bu politikalarını devam ettirmelerine dair beklentiye girebilirler. Bu durum temettü yapışkanlığı olarak adlandırılmaktadır. Bahsedilen sebepler temettü ödemeleri ve nakit tutma düzeyi arasında muhtemel pozitif ilişkiye dair teorik beklentilerin temelini oluşturmaktadır.

INV değişkeni firma yatırımlarını yansıtmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre benzer özellikler gösteren iki firma arasında daha fazla yatırım yapan firmanın nakit düzeyi daha düşük olacaktır. Bu durum nakit akışlarının yatırımlara yönlendirilmesinden kaynaklanır. Diğer taraftan dengeleme teorisine göre ise yatırım yapan firmalar nakit ihtiyaçlarını dengelemek adına daha fazla nakit tutabilirler (Opler vd., 1999: 34). Yatırım ve nakit arasındaki ilişki vekalet problemleriyle de yakından ilişkilidir. Vekalet problemlerinin yoğun yaşandığı işletmelerde yöneticiler yatırımları riskli bularak sermaye harcamalarını düşürebilirler ve nakit varlıkları artırma eğilimi gösterebilirler.

MTB değişkeni piyasa değerinin defter değerine oranıdır ve büyüme olanaklarını yansıtmaktadır. Büyüme olanaklarına sahip firmalar, muhtemel yatırım fırsatları karşısında ihtiyaten nakit varlık tutabilir. Aksi durumda firmalar kârlı yatırım fırsatlarını kaçırabilir. Ayrıca bu firmalar iflas riskine karşı da nakit tutma eğilimi gösterebilirler (Ozkan & Ozkan, 2004). Dengeleme teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi büyüme olanakları ve nakit düzeyi arasında pozitif ilişki öngörmektedir. Diğer taraftan serbest nakit akış teorisine göre büyüme olanakları sınırlı olan firmalar daha fazla nakit tutmaktadır (Batuman vd., 2022: 681).

LIQ değişkeni, nakit ve benzeri varlıklar dışında kalan işletme sermayesi unsurlarının likiditesini ölçmektedir. Ozkan ve Ozkan (2004) bu varlıkları nakde ikame varlıklar olarak değerlendirmektedir. İkame varlıkların çok olması nakit bulundurma ihtiyacını arka plana itebilir.

CF değişkeni nakit akış oranıdır. Kim vd. (1998) nakit akışlarının gerek borç ödemek için gerekse faaliyet giderlerini karşılamak için hazır kaynaklar olduklarını belirtmektedir. Bu noktadan hareketle güçlü nakit akışına sahip firmaların daha az nakde gereksinim duyacaklarına dair çıkarım yapar. Alternatif görüş ise finansal hiyerarşi teorisine dayandırılmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar öncelikle iç finansmana yöneleceklerdir. Bu sebeple nakit akışları iç finansman aracı olarak kullanılmalıdır. Bu durumda nakit akışları ve nakit düzeyi arasında pozitif bir ilişki beklenir (Batuman vd., 2022).

SD_SG değişkeni satışlardaki değişime ait standart sapmadır. Satışlardaki oynaklık firmanın pazar payındaki dalgalanmaları ifade eder. Satış tutarları nakit akışlarından farklı olarak tahakkuk aşamasında olan gelirleri de içerir.

Bu sebeple satış hasılatları faaliyet döngüsüne ilişkin planlamalarda önemli bir girdi olarak kabul edilebilir. Satışlardaki oynaklıkların artması firmaların daha tedbirli hareket etmelerine yol açabilir. Bu durum ihtiyaten nakit tutma motivasyonunu tetikler. SD_SG değişkeni ve nakit düzeyi arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

Lev, firmaların finansal kaldıraç oranını ifade etmektedir. Dönen varlıklarını ağırlıklı olarak borçla finanse eden firmalarda, finansal kaldıraç ile nakit tutma düzeyi arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmesi beklenebilir. Ozkan ve Ozkan (2004), fazla nakit tutmanın maliyetinin yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olabileceğini belirtmektedir. Bu argüman, özellikle enflasyon oranlarının yüksek ancak faiz oranlarının görece düşük tutulduğu ekonomilerde daha belirgin hâle gelmektedir. Diğer taraftan kısa vadeli yükümlülükleri yüksek olan işletmeler, bu yükümlülükleri yerine getirebilmek amacıyla nakit varlıklarını azaltmak zorunda kalabilmektedir. Dolayısıyla finansal kaldıraç ile nakit tutma düzeyi arasındaki ilişki iki yönlü bir yapı sergileyebilmektedir.

Araştırmada kullanılan son bağımlı değişken ise firma büyüklüğünü yansıtan Size değişkendir. Firma büyüklüğü ve nakit ilişkisi finansman kısıtları bağlamında değerlendirilebilir. Büyük ölçekli firmaların dış finansmana erişimi daha kolayken küçük ölçekli firmalar dış finansmana erişimde güçlükler yaşayabilirler (Driver & Muñoz-Bugarin, 2019). Finansman kısıtları firmaların ihtiyaten nakit bulundurma motivasyonlarını tetikleyebilir. Kakhbod vd. (2025) küçük ölçekli firmaların büyüme gösterdikçe daha az nakit tuttıkları bulgusuna erişmiştir.

4. Bulgular

4.1. Özet İstatistikler

Tablo 2’de araştırmada kullanılan değişkenlere ait özet istatistikler sunulmuştur. Değişkenlere ait satırlarda ilk değerler ortalamayı, parantez içinde sunulan ikinci değerler ise standart sapma değerini göstermektedir.

Tablo 2 Özet İstatistikler

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tüm Periyot
Cash	0.100 (0.120)	0.086 (0.113)	0.086 (0.112)	0.091 (0.129)	0.100 (0.134)	0.131 (0.151)	0.138 (0.147)	0.131 (0.135)	0.110 (0.134)
DDIV	0.475 (0.501)	0.494 (0.501)	0.427 (0.496)	0.400 (0.491)	0.329 (0.471)	0.370 (0.484)	0.417 (0.494)	0.446 (0.498)	0.417 (0.493)
INV	0.059 (0.099)	0.051 (0.086)	0.053 (0.098)	0.066 (0.135)	0.056 (0.138)	0.051 (0.083)	0.067 (0.104)	0.074 (0.121)	0.060 (0.110)
MTB	2.042 (6.321)	1.846 (5.120)	2.362 (6.930)	1.584 (4.076)	2.667 (9.198)	5.414 (13.798)	9.607 (78.241)	83.99 (1,357.6)	16.30 (536.42)
LIQ	0.390 (0.242)	0.399 (0.246)	0.407 (0.246)	0.405 (0.246)	0.393 (0.248)	0.382 (0.246)	0.389 (0.248)	0.383 (0.244)	0.393 (0.246)
CF	0.055 (0.107)	0.049 (0.101)	0.063 (0.106)	0.055 (0.146)	0.068 (0.131)	0.080 (0.158)	0.120 (0.134)	0.193 (0.160)	0.089 (0.142)
SD_SG	0.753 (3.864)	0.926 (5.086)	0.764 (3.731)	0.869 (3.920)	0.843 (3.795)	2.709 (38.578)	2.223 (32.158)	2.299 (31.643)	1.522 (22.826)
Lev	0.554 (0.396)	0.563 (0.379)	0.573 (0.356)	0.596 (0.370)	0.591 (0.287)	0.574 (0.292)	0.546 (0.299)	0.504 (0.273)	0.562 (0.330)
Size	18.656 (1.828)	18.511 (1.855)	18.557 (1.919)	18.312 (1.933)	18.345 (1.800)	18.374 (1.765)	18.303 (1.771)	18.556 (1.781)	18.441 (1.830)

Araştırmanın bağımlı değişkeni olan ve nakit tutma oranını gösteren Cash değişkeninin sekiz yıllık periyottaki ortalaması yüzde 11'dir. Bu değişkene ait standart sapma değeri ise ortalamaya yakın bir değer almıştır. Cash değişkenine ait dikkat çeken nokta, 2019 yılından sonra gözlemlenen yaklaşık yüzde 3 düzeyindeki artıştır. Covid-19 salgının başlangıcına denk gelen bu yıldan sonra firmalar daha fazla nakit tutma yoluna gitmişlerdir.

Temettü ödemelerine ait kukla değişkenleri yansıtan DDIV değişkeni, örnekleme yer alan firmaların temettü ödeme sıklıklarını göstermektedir. DDIV değişkenine ait ortalama değer 0.417'dir. DDIV ortalamaları incelendiğinde Covid-19 başlangıcında ortalamanın düştüğü gözlenmektedir.

INV değişkeni sermaye harcamaların aktif toplamına oranıdır ve firmaların duran varlık yatırımlarını yansıtmaktadır. INV değişkeninin ortalaması 0.06'dır. INV değişkenine ait en düşük ortalama değer 2016 ve 2020 yıllarında gözlenmiştir (0,051). Değişkene ait ortalamalar yılları içerisinde dalgalanmalar göstermiştir. Bu durum standart sapmanın ortalamadan kısmen yüksek bir değer almasına sebep olmuştur. Ayrıca 2020 yılı sonrasında artış trendinden

söz edilebilir. Bu noktadan hareketle pandemi sonrası firmaların sermaye harcamalarını artırdıklarına dair bir çıkarım yapılabilir.

MTB değişkeni, firmanın piyasa değerinin defter değerine oranını ifade etmektedir. Bu oran, firmaların büyüme olanaklarına ilişkin beklentileri yansıtan bir gösterge olarak değerlendirilmektedir. MTB değişkeninin pandemi sonrası dönemde belirgin bir sıçrama gösterdiği gözlemlenmektedir. Söz konusu artış, yüksek enflasyonun piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkı büyütmesi ve pandemi sonrası dönemde borsalarda yaşanan yükselişle açıklanabilir. Öte yandan, 2020 yılı öncesinde MTB değerlerinin ortalamasının görece yatay bir seyir izlediği görülmektedir.

LIQ değişkeni, nakit dışındaki işletme sermayesi unsurlarının toplam aktifler içindeki payını göstermektedir. LIQ değişkeninin tüm dönem boyunca ortalaması yaklaşık %40 düzeyindedir ve araştırma döneminde genel olarak yatay bir seyir izlemektedir. Cash değişkeninde 2019 yılı sonrasında gözlemlenen artış, LIQ değişkeninde gözlenmemiştir. Bu bulgu, firmaların nakit düzeyleri artarken diğer işletme sermayesi unsurlarında bir azalış yaşanmadığına işaret etmektedir. Artan nakit düzeyi kârlılıkla, yabancı kaynak kullanımıyla veya duran varlık satışıyla finanse edilmiştir.

CF nakit akış oranıdır. Nakit akışları ortalama yüzde 9 seviyesindedir. 2019 yılı öncesi yatay bir seyir, sonrasında ise artan bir seyir gözlenmektedir. Bu durum yüksek enflasyon ile açıklanabilir. Nakit akışlarının enflasyona paralel artması, aktif toplamının ise enflasyondan görece daha az etkilenmiş olması bahsedilen artan trendi açıklamaktadır.

SD_SG değişkeni satışlardaki değişimin son üç yılda gösterdiği standart sapmadır. SD_SG değişkeninin ortalaması 2019 yılı sonrasında artmıştır. Bu durum gerek pandemi etkisiyle gerekse yüksek enflasyonla açıklanabilir. Satışlardaki oynaklık pandemi dönemindeki talep dalgalanmaları ve yüksek enflasyonun fiyatlara yansımalarının bir sonucudur.

Firmaların yabancı kaynak kullanım oranını gösteren LEV değişkenine ait ortalama 0,562'dir. LEV değişkenine ait ortalama 2022 yılında diğer yıllara nazaran düşük bir değer almış olsa da araştırma periyodunda yatay bir seyir göstermektedir.

SIZE değişkeni firma büyüklüğünü yansıtmaktadır. Toplam varlıkların doğal logaritması ile hesaplandığı için dar bir aralıkta ölçeklenmektedir ve doğal olarak yatay bir seyir göstermektedir.

4.2. Korelasyon Matrisi ve VIF Değerleri

Tablo 3’te korelasyon matrisi yer almaktadır. Bağımsız değişkenler arasında genel olarak zayıf korelasyon değerleri gözlenmektedir. Bu durum çoklu doğrusal bağıntı probleminin olmadığına dair gösterge olarak kabul edilebilir. Araştırma kapsamında çoklu doğrusal bağıntı probleminin yokluğunu teyit etmek adına VIF değerleri de hesaplanmış ve Tablo 4’te raporlanmıştır.

Tablo 3 Korelasyon Matrisi

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) Cash	1.000								
(2) DDIV	0.190	1.000							
(3) INV	-0.002	-0.056	1.000						
(4) MTB	0.019	-0.026	0.011	1.000					
(5) LIQ	-0.162	0.025	-0.056	-0.015	1.000				
(6) CF	0.329	0.177	0.097	-0.005	-0.070	1.000			
(7) SD_SG	-0.035	-0.007	-0.023	-0.001	0.033	-0.003	1.000		
(8) Lev	-0.184	-0.086	0.054	-0.002	0.281	-0.486	-0.019	1.000	
(9) Size	0.022	0.320	-0.008	0.023	-0.175	0.058	-0.044	0.091	1.000

*Kalın punto ile belirtilen korelasyon çiftleri istatistiki olarak en az %10 düzeyinde anlamlıdır.

**Eksik gözlemler nedeniyle korelasyonlar pairwise (çift yönlü) hesaplanmıştır.

Bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon değerleri incelendiğinde dikkat çeken korelasyon çiftleri Cash-DDIV (0,190), Cash-LIQ (-0,162), Cash-CF (0,329) ve Cash-Lev (-0,184) arasında gözlenmektedir. Diğer bağımsız değişkenler ve Cash arasındaki gözlemlenen korelasyon değerleri düşüktür. Cash ve LIQ değişkenleri arasındaki negatif korelasyon bu değişkenlerin hesaplama biçimleri düşünüldüğüne olağandır. Benzer şekilde Cash ve CF arasındaki korelasyonun yüksek olması beklenen bir durumdur. Cash-DDIV arasındaki korelasyon ise temettü ödeme sıklığı fazla olan firmaların nakit varlıklarının veya nakit düzeyi yüksek firmaların daha sık temettü ödediklerine işaret eder.

Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonlara bakıldığında, DDIV–Size (0,320), LIQ–LEV (0,281) ve CF–LEV (-0,486) çiftlerinde diğerlerine kıyasla daha belirgin ilişkiler gözlenmektedir. DDIV ile firma ölçeği (Size) arasındaki pozitif korelasyon, daha büyük firmaların temettü ödeme eğiliminin daha yüksek olabileceği yönünde betimsel bir bulgu sunmaktadır. CF ile LEV arasındaki negatif korelasyon ise, içsel fon yaratma kapasitesi daha yüksek

firmaların daha düşük yükümlülük oranlarıyla faaliyet göstermesiyle uyumlu bir ilişkiye işaret etmektedir. LIQ bu çalışmada nakit dışı dönen varlıkların toplam varlıklara oranı olarak tanımlanması nedeniyle, LIQ ile LEV arasındaki pozitif ilişki, yükümlülük oranı yükseldikçe nakit dışı dönen varlıkların aktifler içindeki payının da artma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, her iki değişkenin de toplam varlıklara oranlanması ve korelasyon analizinin doğası gereği, söz konusu ilişkiler nedensellik şeklinde yorumlanmamalıdır.

Tablo 4 VIF Değerleri

Değişkenler	VIF	1/VIF
Lev	1.55	0.644954
Size	1.36	0.732951
LIQ	1.33	0.749237
CF	1.27	0.788792
DDIV	1.25	0.799059
INV	1.04	0.957025
SD_SG	1.03	0.972856
MTB	1.00	0.997328
Ortalama VIF	1.23	-

Tablo 4'te araştırmada kullanılan değişkenlere ait VIF değerleri yer almaktadır. VIF değerlerinin 10'un altında olması durumunda çoklu doğrusal bağıntı probleminin olmadığı kabul edilmektedir (Hair vd., 2014: 201). Tablodaki yer alan değerler tüm değişkenler için referans değerden çok uzaktadır.

4.3. Regresyon Bulguları ve Tartışma

Tablo 5'te, nakit tutma düzeyini belirleyen faktörlere ilişkin regresyon analizi bulguları sunulmaktadır. I ve II numaralı sütunlarda yer alan bulgular statik modellere aittir ve iki yönlü sabit etkiler tahmincisi kullanılarak elde edilmiştir. I numaralı sütundaki analiz, firma düzeyinde kümelenmiş standart hatalara göre gerçekleştirilmiş olup zaman etkilerini içermektedir. Petersen (2009) finansal araştırmalarda hangi standart hata yönteminin daha doğru sonuçlar verdiğini karşılaştırdığı çalışmasında, işletme finansına ilişkin araştırmalarda en iyi sonuçların bu yaklaşımla elde edildiğini belirtmektedir. II numaralı sütunda ise Driscoll-Kraay standart hatalarına dayalı analiz bulguları yer almaktadır. Bu yöntem, değişen varyans ve otokorelasyona ek olarak yatay kesit bağımlılığına karşı da dirençlidir (Hoechle, 2007).

III ve IV numaralı sütunlarda ise sırasıyla tek aşamalı sistem GMM ve iki aşamalı sistem GMM analizlerinden elde edilen bulgular sunulmaktadır. Bu analizler, nakit bulundurma oranının doğası gereği sergilediği dinamik yapının ve içsellik sorununun ele alınması bakımından statik modellere kıyasla daha üstün kabul edilebilir. Bununla birlikte, dinamik panel regresyon analizlerinde potansiyel içsel değişkenlerin belirlenmesi ve araç değişkenlerin geçerliliğinin sağlanması kritik öneme sahiptir. Nakit tutma düzeyine ilişkin çalışmalar incelendiğinde, içsel değişkenlerin seçiminde belirli farklılıklar bulunduğu görülmektedir.

Diaw (2021) nakit tutma düzeyini açıklayan araştırmasında net işletme sermayesi, sermaye harcamaları ve araştırma geliştirme giderlerini dışsal kabul etmiştir. Bahsedilen üç değişken de nakit tutma düzeyiyle iki yönlü bir ilişkiye sahip olabilir. Ayrıca firma düzeyinde yaşanan şoklar sermaye harcamalarını ve araştırma geliştirme giderlerini doğrudan etkiler. Bu durumda bahsedilen değişkenler ve hata terimi arasında ilişkiden söz edilebilir. Batuman vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada ise açıklayıcı değişkenlerin tamamı endojen kabul edilmiştir. Araştırmada makro düzeyde ölçülen (GSYİH büyüme oranı, hukukun üstünlüğü endeksi) değişkenler de endojen kabul edilmiştir. Ozkan ve Ozkan (2004) içsellik için iki farklı analiz yapmışlardır. Birinci analizde araştırmada kullandıkları bağımsız değişkenlerin tamamını; ikinci analizde ise sadece nakit düzeyinin gecikmesini endojen kabul etmişlerdir. Her iki analizde de elde edilen bulgular birbirleri arasında tutarlıdır.

Bu örnekler ışığında, araştırmacıların nakit tutma düzeyiyle ilgili çalışmalarında endojen değişkenlerin seçiminde bazen güçlü teorik temellerden ziyade ekonometrik uygulamaya uygunluk (örneğin yeterli araç değişken bulma kolaylığı) sağlamayı önceliklendirdikleri çıkarımı yapılabilir. Bu çalışmada, içsel değişken olarak yalnızca bağımlı değişkenin gecikmesi ele alınmıştır. Bu içsel değişken için enstrümanların gecikme yapısı (1, 3) olarak tanımlanmıştır. Araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin testlerin sonuçlarında değişen varyans problemine karşı dirençli bir yöntem olması sebebiyle Hansen testi referans alınabilir. Hansen testine ait olasılık değerleri (P-Değeri), hem tek aşamalı yöntemde hem de iki aşamalı yöntemde 0,27 değerini almıştır. Bu değerler araç değişkenlerin geçerli oldukları anlamına gelmektedir. AR (1) değeri istatistiki olarak anlamlı; AR (2) değeri ise istatistiki olarak anlamsızdır. Bu durum GMM yönteminin varsayımlarının geçerli olduğunu göstermektedir.

Dengeleme teorisine göre firmalar için optimal bir nakit düzeyi söz konusudur. Nakit tutma düzeyine ilişkin araştırmalarda nakit oranına ait gecikmeli değerler modellere dahil edilmesiyle dengeleme teorisinin geçerliliği sınanmaktadır (Yiğit, 2020: 1144). Bağımlı değişkenin gecikmesine ait

regresyon katsayısının istatistiki olarak anlamlı olması dengeleme teorisinin geçerliliğini ortaya koyar. Analiz bulgularını göre 1.Cash değişkenine ait katsayı tek aşamalı sistem GMM analizinde 0,63; iki aşamalı sistem GMM analizinde ise 0,57 değerini almıştır. Bu değerler birden çıkarıldıklarında $(1 - \hat{\alpha}_1)$ optimal nakit düzeyine tekrar erişim hızı şeklinde yorumlanmaktadır. Bağımlı değişkenin gecikmesine ait regresyon katsayısı arttıkça optimal nakit düzeyini ayarlama hızı düşer (Batuman vd., 2022; Diaw, 2021). Elde edilen bulgulara göre Borsa İstanbul firmalarının hedef nakit düzeyini ayarlama hızları 0,40 civarındadır. Bu değer literatürde yer alan çalışmalara paraleldir. Yiğit (2020) tarafından Borsa İstanbul'da yapılan ve 2010-2019 yıllarını kapsayan araştırma bulgularına göre nakit ayarlama hızı yaklaşık 0,36'dır. Borsa İstanbul firmaları için yapılan bir diğer çalışmada Tekin vd. (2021) bu değeri 2003-2018 yılları için sistem GMM yöntemiyle 0,40 hesaplamışlardır.

Araştırmanın bulgularına göre DDIV ve nakit tutma oranı arasında pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Bu durum birkaç argümanla temellendirilebilir. Öncelikle temettü dağıtan firmaların güçlü nakit akışlarını sahip olmaları nakit tutma düzeyi üzerinde olumlu etki yapabilir. Ayrıca temettü yapışkanlığı kavramı gereği firmalar temettü ödemelerine dair yükümlülüklerini yerine getirmek adına nakit tutmaya devam edebilirler. Bu durum ihtiyaten nakit tutma motivasyonu ile ilişkilendirilmektedir (Jia & McMahon, 2019).

Tablo 5 Nakit Tutma Düzeyinde Belirleyici Olan Faktörler

	I	II	III	IV
I.Cash			0,627*** (0.064)	0,572*** (0.084)
DDIV	0,020*** (0.006)	0,020** (0.006)	0,022*** (0.006)	0,023*** (0.007)
INV	-0,103* (0.055)	-0,103** (0.030)	-0,069 (0.043)	-0,014 (0.044)
MTB	0,0001*** (0.000)	0,0001*** (0.000)	0,00001*** (0.000)	0,00001*** (0.000)
LIQ	-0,397*** (0.046)	-0,397*** (0.020)	-0,135*** (0.022)	-0,114*** (0.020)
CF	0,095** (0.043)	0,095*** (0.026)	0,109*** (0.036)	0,090*** (0.034)
SD_SG	0,002* (0.001)	0,002* (0.001)	-0,001 (0.001)	-0,001 (0.001)
Lev	0,027 (0.033)	0,027** (0.010)	0,054*** (0.016)	0,044*** (0.015)
Size	0,003 (0.011)	0,003 (0.004)	-0,008*** (0.002)	-0,006*** (0.002)
Sabit	0,203 (0.209)	0,203 (0.067)	0,208 (0.048)	0,166 (0.047)
R ²	0,27	0,27		
Chi ² – P				
Hansen P			0,27	0,27
Sargan P			0,001	0,001
AR(1)-P			0,000	0,000
AR(2)-P			0,31	0,33

1)Sütun I, firma düzeyinde kümelenmiş dirençli standart hatalara göre yapılan sabit etkiler analizini; Sütun II, Driscoll-Kraay standart hatalarına göre yapılan sabit etkiler analizini; Sütun III, Tek Aşamalı Sistem GMM (Genelleştirilmiş Momentler Metodu) tahmincisi ile yapılan analizi; Sütun IV ise İki Aşamalı Sistem GMM analizine ait sonuçları göstermektedir.

2)***p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3)Tüm analizler zaman kuklalarını içermektedir.

INV ve nakit düzeyi arasındaki ilişki statik panel regresyon analizine göre negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu ilişki sistem GMM analizlerinde geçerli değildir. Elde edilen bulgulara göre yatırım düzeyi ve nakit tutma davranışı arasındaki ters yönlü ilişki kısmen doğrulanmaktadır. Literatürde yer alan çalışmalarda da sermaye harcamaları ve nakit düzeyi arasında ters yönlü ilişki gözlenmektedir (Diaw, 2021; Tekin vd., 2021)

MTB oranı ve nakit tutma düzeyi arasındaki ilişki pozitifdir. Büyüme olanaklarına sahip firmalar bu tip olanaklara ilişkin fırsatları kaçırmamak adına nakit tutabilirler (Ozkan & Ozkan, 2004). Bu durum hem uzun vadeli yatırımlar için ihtiyaten nakit tutma ile kısa vadeli yatırım fırsatları için spekülative maksatlı nakit tutma motivasyonu ile ilişkilendirilebilir. Elde edilen bulgu literatürle örtüşmektedir (Batuman vd., 2022).

LIQ değişkeni, nakit varlıklar dışında kalan dönen varlıklar üzerinden hesaplanan işletme sermayesi oranıdır. Kolaylıkla nakde ikame edilebilen varlıklara karşılık gelir. Dengeleme teorisine göre nakde ikame olarak tutulan varlıkların miktarı arttıkça nakit düzeyi düşer (Batuman vd., 2022). Elde edilen bulgular bahsedilen teorik çıkarsamayı desteklemektedir.

CF firmaların nakit akış düzeyleridir. Nakit akışları ve nakit tutma oranı arasındaki ilişki pozitifdir. Elde edilen bu bulgu finansal hiyerarşi teorisine göre tutarlıdır. İç finansmana öncelik veren firmalar nakit akışlarını firmada bekleterek nakit düzeyini yükseltebilir. Bu bulgu literatürde yer alan birçok çalışma ile örtüşmektedir (Batuman vd., 2022; Ozkan & Ozkan, 2004; Yiğit, 2020).

SD_SG değişkeni firmaların satışlarındaki değişimine ait üç yıllık standart sapmadır. Satışlardaki dalgalanmalar firmaların ihtiyaten nakit tutma güdülerini harekete geçirebilir. Ancak elde edilen bulgular bu argümanı sadece statik modelde desteklemektedir.

Lev değişkeni firmaların yabancı kaynak kullanım oranıdır. Lev ve nakit tutma ilişkisi işletme sermayesi yönetimi açısından ele alınabilir. Özellikle likidite güçlüğü çekilen dönemlerde firmalar faaliyet döngülerini aksatmamak adına yabancı kaynak kullanarak işletme sermayesini finanse edebilirler. Ayrıca yabancı kaynak maliyetlerinin düşük olduğu dönemlerde firmalar spekülative amaçlar için ihtiyaç duydukları nakit varlıkları borçla finanse edebilirler. Bahsedilen iki olası senaryoda finansal kaldıraç nakit oranını artırır. Diğer taraftan artan yükümlülükler firmaların net işletme sermayesini düşürür ve nakit varlıklar azalır. Alternatif bakış açısı ise Guney vd. (2007) tarafından ihtiyathılık motivasyonu üzerinden açıklanmaktadır. Firmalar iflas riskiyle yüzleşmemek için borçlarına karşılık nakit tutma yoluna gidebilir. Dolayısıyla yabancı

kaynak kullanımı ve nakit düzeyi arasındaki ilişkinin yönü dönemsel farklılıklar gösterebilir. Araştırmada elde edilen bulgular borçlanmanın nakit düzeyine pozitif etkisini göstermektedir. Elde edilen bulgu literatürden farklılaşmaktadır (Batuman vd., 2022; Tekin vd., 2021). Araştırma periyodunda, özellikle Covid-19 sonrası dönemde, Türkiye’de izlenen faiz politikası firmalara düşük maliyetli dış kaynak temin edebilme olanağı vermiştir. Kaldıraç ve nakit oranı arasındaki pozitif ilişki makro ekonomik konjonktürle açıklanabilir. Ayrıca yukarıda değinilen CF ve nakit oranı ilişkisine dair bulgular finansal hiyerarşi teorisi kapsamında tutarlı olarak değerlendirilmiştir. Diğer taraftan finansal kaldıraç ve nakit oranı arasındaki ilişkinin pozitif olması iki durum arasında çelişkiye işaret eder. Ancak nakit bulundurmanın maliyeti ve yabancı kaynak maliyeti arasındaki farkın yabancı kaynak maliyeti lehine dönüşmesi durumunda firmalar tercihlerini yabancı kaynak kullanmaktan yana yapabilirler. Bu olası durum finansal hiyerarşi teorisin temel argümanı ile olan çelişkiyi kısmen açıklayabilir.

Size değişkeni firma büyüklüğünü yansıtmaktadır. Sistem GMM analizlerine ait bulgulara göre firma büyüklüğü ve nakit tutma arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Büyük ölçekli firmalar daha az nakit tutmaktadır. Büyük ölçekli firmaların finansman kısıtlarına daha az maruz kalmaları ve vekalet problemlerini asgari düzeye indiren kurumsal yönetim uygulamaları bu ilişkiyi açıklayan mekanizmalardır. Literatürde firma büyüklüğü ve nakit düzeyi arasındaki ilişkiye dair bulgular farklılaşmaktadır (Batuman vd., 2022; Magerakis vd., 2020). Diğer taraftan Kakhbod vd. (2025) yapılan çalışmanın bulguları firma büyüklüğü ve nakit düzeyi arasındaki ilişkiyi netleştirmek adına önemlidir. Kakhbod vd. (2025) yaklaşık 11,2 milyon küçük ölçekli firma için firma büyüklüğü ve nakit düzeyi ilişkisini araştırmıştır. Araştırmanın bulgularına göre firmalar büyümeye gösterdikçe daha az nakit tutma eğilimi gösterirler.

Araştırmanın özet istatistiklerinde belirtildiği Covid-19 pandemisinin başlangıcı olan 2019 yılı birçok değişkende kırılmalara sebep olmuştur. Bu sebeple analizler Covid-19 öncesi ve sonrası için tekrarlanmıştır.

Tablo 6 Covid-19 Öncesi ve Sonrasına İlişkin Bulgular

	2015-2018	2019-2022
DDIV	0,009 (0.007)	0,026*** (0.009)
INV	-0,088 (0.115)	-0,141* (0.081)
MTB	0,001 (0.001)	0,0001*** (0.000)
LIQ	-0,469*** (0.088)	-0,474*** (0.055)
CF	0,213** (0.098)	0,089** (0.039)
SD_SG	-0,001 (0.001)	0,001 (0.003)
Lev	0,057 (0.066)	0,061 (0.038)
Size	-0,021 (0.022)	-0,011 (0.015)
Sabit	0,661 (0.413)	0,460 (0.286)
R ²	0,29	0,32

1) Her iki analiz de zaman etkisini içermektedir.

2) Zaman boyutu kısa olduğu için AR(1) değerleri hesaplanamamış bu yüzden GMM analizi raporlanmamıştır. 3) Standart hatalar firma düzeyinde kümelenmiş dirençli standart hata değerleridir.

4) Driscoll-Kraay standart hatalarına göre yapılan analiz bulguları, firma düzeyinde kümelenmiş standart hata değerlerine paraleldir. Ancak zaman boyutunun kısalması Driscoll-Kraay standart hatalarının güvenilirlik derecesini düşürmektedir (bakınız: Stata programı “*help xtsc*” komutu). Bu yüzden Driscoll-Kraay bulgularına tabloda yer verilmemiştir.

5) ***p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tablo 6’da yer alan bulgular iki periyot arasında DDIV, INV ve MTB değişkenleri açısından farklılıklar göstermektedir. Temettü ödemelerinin nakit düzeyine etkisi pandemi sonrası dönemde daha güçlüdür. Sermaye harcamaları ve nakit düzeyi arasındaki ilişki ise pandemi sonrası dönemde anlamlıdır. Pandemi öncesinde yatırımlar nakit rezervlerini anlamlı bir şekilde etkilememekte iken pandemi sonrasında tam tersi durum gözlenmektedir. MTB ve nakit düzeyi arasındaki ilişki ise pandemi sonrası dönemde istatistiki olarak

anlamlıdır. Büyüme olanakları, firmaların nakit tutma düzeylerini pandemi sonrası dönemde istatistiki olarak anlamlı etkilemektedir.

5. Sonuç

Bu araştırmada, Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların nakit tutma düzeyini etkileyen faktörler 2015–2022 dönemi için incelenmiştir. Bulgular, temettü ödemeleri, nakit dışı işletme sermayesi unsurlarının likiditesi, nakit akış oranı, finansal kaldıraç, firma büyüklüğü ve büyüme olanaklarının nakit tutma düzeyini anlamlı biçimde etkilediğini göstermektedir. Buna karşılık, satışlardaki dalgalanmalar ve yatırımların nakit tutma düzeyi üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilmemiştir. Elde edilen bulgular literatürle büyük ölçüde örtüşmektedir (Batuman vd., 2022; Diaw, 2021). Ancak literatürdeki genel eğilimin aksine, finansal kaldıraç değişkeni ile nakit tutma düzeyi arasındaki ilişkinin pozitif olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, araştırma döneminde yaşanan Covid-19 salgını ve sonrasında ortaya çıkan makroekonomik gelişmeler ile ilişkilendirilebilir.

Araştırmada Sistem GMM tahmincisi kullanılarak dinamik panel regresyon analizi uygulanmıştır. Bu yöntem, dengeleme teorisinin test edilmesine ve optimal nakit tutma düzeyine uyum (ayarlanma) hızına ilişkin bilgi sunmaktadır. Bulgular, dengeleme teorisinin geçerli olduğuna işaret etmektedir. Nakit ayarlama hızı 0,40 olarak tahmin edilmiştir ve bu değer görece düşük kabul edilebilir. Bu durum, nakit döngüsünde yaşanan aksaklıklarla açıklanabilir. Ayrıca firmaların bu dönemde daha fazla nakit tutma gereksinimi duymaları, ayarlama hızının düşmesine neden olmuş olabilir.

Araştırma döneminde Borsa İstanbul'daki firmalar çok sayıda sistematik riske maruz kalmıştır. Bu dönemde yaşanan politik riskler ve Covid-19 pandemisi, firmaların yatırım, temettü ve finansman politikaları üzerinde etkili olmuştur. Araştırma, bu dönemde yaşanan gelişmelerin nakit tutma dinamikleri üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır.

Araştırmaya ilişkin birtakım kısıtlar söz konusudur. Araştırmada test edilen model yalnızca finansal faktörleri içermektedir. Diğer taraftan literatür incelendiğinde, makroekonomik değişkenlerin ve firma düzeyindeki finansal olmayan değişkenlerin nakit tutma düzeyi üzerindeki etkisinin de araştırıldığı görülmektedir. Gelecek araştırmalarda bu kısıtlar gözetilerek, Borsa İstanbul'da nakit tutma dinamikleri daha geniş bir perspektiften incelenebilecektir.

Kaynakça

- Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2019). CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.11.006>
- Alam, A. W., Farjana, A., Houston, R., & Sanchez, B. (2025). Cautious or calculated? State-level policy uncertainty and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106688>
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77-88. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- Aras, G., Furtuna, O. K., & 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), 192-205. <https://doi.org/DOI:10.17261/Pressacademia.2019.1150>
- Batuman, B., Yildiz, Y., & Karan, M. B. (2022). The impact of the global financial crisis on corporate cash holdings: Evidence from Eastern European countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 678-687. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.002>
- Behera, M., & Mahakud, J. (2025). Geopolitical risk and cash holdings: evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Economic Policy*, 17(1), 132-156. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2024-0056>
- Bui, D. G., Chou, R. K., Lin, C. Y., & Lu, C. L. (2025). CEO neuroticism and corporate cash holdings: Evidence from CEOs' tweets. *Journal of Empirical Finance*, 80. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2024.101566>
- Chen, Y. R., Ho, K. Y., & Yeh, C. W. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101577>
- Das, B. C., Hasan, F., & Sutradhar, S. R. (2024). The impact of economic policy uncertainty and inflation risk on corporate cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(3), 865-887. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01224-6>
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269. <https://doi.org/https://doi.org/10.1093/rfs/hhp031>
- Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139-148. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.005>
- Dinçergök, B. (2023). Ekonomi politikası belirsizliğinin nakit oranlarına etkisi: BİST 100 endeksindeki firmalarda bir uygulama. *Business & Management Studies: An International Journal*, 11(3), 1206-1225. <https://doi.org/10.15295/bmij.v11i3.2277>

- Driver, C., & Muñoz-Bugarin, J. (2019). Financial constraints on investment: Effects of firm size and the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 441-457. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.09.006>
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings:: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02022.x>
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). 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>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis*. Pearson Education Limited.
- Hoechle, D. (2007). Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. *The Stata Journal: Promoting communications on statistics and Stata*, 7(3), 281-312. <https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301>
- Hussain, A., Gavurova, B., Ahmed, M., Khan, M. A., & Popp, J. (2023). What Matters for Corporate Cash Holdings Board Governance, Financial Constraints, or Interactions? *SAGE Open*, 13(4). <https://doi.org/10.1177/21582440231210618>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jia, Z. T., & McMahon, M. J. (2019). Dividend payments and excess cash: an experimental analysis. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 83, 101458. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2019.101458>
- Kakhbod, A., Reppen, A. M., Umar, T., & Xing, H. (2025). Does the level of cash always increase with firm size? Theory and evidence from small firms. *Review of Finance*, 29(3), 661-683. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaf008>
- Keynes, J. M. (2018). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2>
- Khong, J. S., Foong, S. S., & Hooy, C. W. (2025). Domestic Economic Policy Uncertainty, US Macroeconomic Uncertainty and Corporate Cash Holdings: International Evidence. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 62(1). <https://doi.org/10.22452/MJES.vol62no1.3>
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335. <https://doi.org/10.2307/2331099>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

- Kutlu Furtuna, Ö. (2017). Nakit Bulundurma Düzeyinin Sektörel Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Reel Sektör Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(3), 615-630. <https://doi.org/10.17130/ijmeb.2017331323>
- Le, A. T., & Tran, T. P. (2022). Navigating through Political Risk in Vietnam: The Role of Corporate Cash Holdings. *International Journal of Public Administration*, 45(5), 427-441. <https://doi.org/10.1080/01900692.2021.2001525>
- Magerakis, E., Gkillas, K., Tsagkanos, A., & Siriopoulos, C. (2020). Firm Size Does Matter: New Evidence on the Determinants of Cash Holdings. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 163. <https://doi.org/10.3390/jrfm13080163>
- Mouline, B. (2021). A Literature Review On Corporate Cash Holdings Decisions. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(1), 143-154.
- Myers, S. C., & 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)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(99)00003-3)
- Ozkan, A., & 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>
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Tekin, H., Polat, A. Y., & Muğaloğlu, E. (2021). Küresel Finansal Kriz ve Nakit Tutma Ayarlama Hızı. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(4), 1099-1110. <https://doi.org/10.18506/anemon.888504>
- Uyar, A., & 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>
- Wasiuzzaman, S. (2014). Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), 118-135. <https://doi.org/10.1108/JABS-10-2012-0048>
- Yang, C. W., Hsieh, Y. S., & Hung, C. Y. (2024). Economic uncertainty and corporate cash holdings: Evidence from Taiwan. *North American Journal of Economics and Finance*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102183>

- Yiğit, E. (2020). Nakit Tutma Oranının Finansal ve Kurumsal Belirleyicileri: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34(3), 1127-1151. <https://doi.org/10.16951/atauniiibd.737981>
- Yücel, E. (2016). İmalat Sanayi Firmalarının Nakit Tutma Dinamikleri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(1), 103-117.