

T.C.
GEBZE TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

FİRMALARIN NAKİT TUTMA DÜZEYLERİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER: BİST'TE SEKTÖRLER ARASI BİR
KARŞILAŞTIRMA

BOĞAÇHAN SERTUĞ GÜMRÜKÇÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DANIŞMAN: DOÇ. DR. İLHAN ÇAM

HAZİRAN 2024

T.C.
GEBZE TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

FİRMALARIN NAKİT TUTMA DÜZEYLERİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER: BİST'TE SEKTÖRLER ARASI BİR
KARŞILAŞTIRMA

BOĞAÇHAN SERTUĞ GÜMRÜKÇÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DANIŞMAN: DOÇ. DR. İLHAN ÇAM

HAZİRAN 2024

T.R.
GEBZE TECHNICAL UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL

**FACTORS AFFECTING THE CASH HOLDING LEVELS OF
COMPANIES: A COMPARISON BETWEEN SECTORS IN BIST**

BOĞAÇHAN SERTUĞ GÜMRÜKÇÜ

A THESIS OF MASTER OF SCIENCE
DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION

ADVISOR: DOÇ. DR. İLHAN ÇAM

JUNE 2024

YÜKSEK LİSANS JÜRİ ONAY FORMU

GTÜ Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yönetim Kurulunun 04/07/2024 tarih ve 2024/34 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 16/07/2024 tarihinde tez savunma sınavı yapılan Boğaçhan Sertuğ GÜMRÜKÇÜ'nün tez çalışması İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE

(TEZ DANIŞMANI) : Doç. Dr. İlhan ÇAM

ÜYE

: Doç. Dr. Gökçen ARKALI OLCAY

ÜYE

: Doç. Dr. Murat ÖZCAN

ONAY

Gebze Teknik Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yönetim Kurulunun

...../...../..... tarih ve/..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

ÖZET

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da listelenen farklı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörleri analiz etmeyi hedeflemektedir. Araştırma, firmaların nakit yönetimi stratejilerini etkileyen içsel ve dışsal faktörlerin sektörel farklılıklarını incelemektedir. Bu kapsamda, firma büyüklüğü, karlılık, likidite, borç düzeyleri ve yatırım harcamaları gibi içsel faktörler ile ekonomik belirsizlik dönemleri ve sektörel farklılıklar gibi dışsal faktörlerin nakit tutma düzeyleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmanın örneklemini 2000-2022 yılları arasında toplam 383 firma ve 4393 firma-yılı gözleminden oluşmaktadır. Analiz yöntemi olarak, değişen varyans ve otokorelasyon probleminin yanı sıra yatay kesitsel bağımlılık problemi durumunda da sapmasız ve tutarlı sonuçlar ortaya koyabilen Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar panel veri tahmin yöntemi kullanılmıştır. Genel örneklem üzerinde elde edilen bulgulara göre, Türkiye'de finans sektörü dışındaki firmaların, ortalama olarak, kârlılık, PD/DD, likidite, satış büyümesi, dağıtılmayan kâr oranları arttıkça nakit tutma düzeyleri de artmaktadır. Ayrıca firmalar pandemi döneminde nakit rezervlerini artırmışlardır. Bununla birlikte, firmaların, ortalama olarak, büyüklük, kaldırma, çalışma sermayesi ve sabit sermaye yatırımları arttıkça da nakit tutma düzeyleri azalmaktadır. Son olarak, tez çalışmasının temel amacı doğrultusunda döngüsel tüketici ürünleri, döngüsel olmayan tüketici ürünleri, elektrik, gaz ve su hizmetleri, endüstriyel üretim, enerji, gayrimenkul, sağlık, teknoloji ve temel materyaller sektörleri bazında ayrı ayrı yapılan analizlerde yukarıda sayılan bazı faktörler sektörlerle göre anlamlılıklarını devam ettirirken bazı sektörler de ise istatistiksel olarak anlamlılıklarını kaybetmişlerdir. Bu durum, sektörlerle göre nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerin farklılık göstermesi açısından çalışmanın önemli bulgusu olarak dikkat çekmektedir. Sektör bazında yapılan bu analizler, her sektörün kendine özgü dinamiklerinin ve piyasa koşullarının, firmaların nakit tutma stratejilerini nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır. Genel olarak, tez çalışmasının sonuçları, firmaların nakit yönetimi stratejilerinin belirleyicilerinin sektörlerle göre değişebileceğini göstermektedir. Bu bulgular, finans yöneticileri ve yatırımcılar için önemli çıkarımlar sunmakta ve sektörel bazda yapılacak olan nakit yönetimi stratejilerinin önemini vurgulamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Nakit tutma, Sektörel farklılıklar, Borsa İstanbul, Panel veri analizi

ABSTRACT

This study aims to analyze the factors affecting the cash holding levels of firms in different sectors listed on Borsa Istanbul. The research examines the sectoral differences of internal and external factors influencing the cash management strategies of firms. In this context, the effects of internal factors such as firm size, profitability, liquidity, debt levels, and investment expenditures, as well as external factors such as periods of economic uncertainty and sectoral differences on cash holding levels, have been investigated. The sample of the study consists of a total of 383 firms and 4393 firm-year observations between the years 2000-2022. As the analysis method, the Driscoll-Kraay robust standard errors panel data estimation method, which can provide unbiased and consistent results in the presence of heteroscedasticity, autocorrelation, and cross-sectional dependence problems, was used. According to the findings obtained from the general sample, on average, the cash holding levels of firms outside the financial sector in Turkey increase as profitability, market-to-book ratio, liquidity, sales growth, and retained earnings ratios increase. Additionally, firms have increased their cash reserves during the pandemic period. However, on average, as firm size, leverage, working capital, and fixed capital investments increase, the cash holding levels decrease. Finally, in line with the main purpose of the thesis, the analyses conducted separately by sectors such as cyclical consumer goods, non-cyclical consumer goods, utilities, industrial production, energy, real estate, healthcare, technology, and basic materials indicate that while some factors continue to be statistically significant in some sectors, they lose their statistical significance in others. This situation highlights the significant finding of the study that the factors affecting cash holding levels vary by sector. These sector-based analyses reveal how the unique dynamics and market conditions of each sector influence the cash holding strategies of firms. Overall, the results of the thesis demonstrate that the determinants of firms' cash management strategies can vary by sector. These findings provide important insights for financial managers and investors and emphasize the importance of sector-based cash management strategies.

Keywords: Cash holding, Sectoral differences, Borsa Istanbul, Panel data analysis.

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde, değerli bilgilerini benimle paylaşan, kullandığı her kelimenin hayatıma kattığı önemini asla unutmayacağım saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. İlhan Çam'a, çalışmam boyunca benden bir an olsun yardımlarını esirgemeyen annem Serap Yıldızeli'ye, hayatımın her evresinde bana destek olan çok değerli büyüklerim Engin İpek, Fugen İpek ve Nurdan Sirman'a, çalışma süresince tüm zorlukları benimle göğüsleyen eşim Nur Arzu Gümrükçü'ye sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
TEŞEKKÜR	vii
İÇİNDEKİLER	viii
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
TABLolar DİZİNİ	xii
1. GİRİŞ	1
1.1 Araştırma Sorusu	1
1.2 Araştırmanın Amacı ve Özgünlüğü	2
1.3 Çalışmanın Yöntemi	2
1.4 Çalışmanın Sonuçları	3
1.5 Çalışmanın Bölümleri	5
2. NAKİT TUTMA KAVRAMI	7
2.1 Nakit Kavramı	7
2.2 Nakit Tutma ve Nedenleri	8
2.3 Nakit Tutma Teorileri	10
3. NAKİT TUTMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	14
3.1 Nakit Tutma Belirleyicileri	16
3.1.1 Likidite İhtiyacı ve Nakit Akışı	18
3.1.1.1 Firma Özelinde Likidite İhtiyacının Belirlenmesi	18
3.1.1.2 Piyasa Koşullarının Nakit Akışına Etkisi	19
3.1.1.3 Nakit Akışının Mevsimsel ve Dönemsel Değişkenlikleri	19
3.1.2 Finansal Maliyetler ve Faiz Oranları	20
3.1.2.1 Faiz Oranlarının Nakit Tutma Kararlarına Etkisi	20
3.1.2.2 Kredi ve Borçlanma Maliyetlerinin Değerlendirilmesi	20
3.1.2.3 Finansman Kaynaklarının Maliyet-Yarar Analizi	20
3.1.3 Piyasa Koşulları ve Risk Algısı	21
3.1.3.1 Piyasa Volatilitésinin Nakit Yönetimine Etkisi	21
3.1.3.2 Ekonomik Belirsizliklerin Nakit Tutma Kararlarına Etkisi	21
3.1.3.3 Sektörel ve Endüstriyel Risk Faktörlerinin Gözden Geçirilmesi	22
3.1.4 Firma Büyüklüğü ve Operasyonel Riskler	22
3.1.4.1 Büyüklük ve Ölçek Ekonomilerinin Nakit Yönetimine Etkisi	22
3.1.4.2 Firma İçi ve Dışı Operasyonel Risklerin Değerlendirilmesi	23
3.1.4.3 İşletme Çeşidi ve Nakit İhtiyacının Farklılıkları	23
3.1.5 Vergi Politikaları ve Yasal Düzenlemeler	23
3.1.5.1 Vergi Politikalarının Nakit Akışına Etkisi	23
3.1.5.2 Yasal Düzenlemelerin Nakit Tutma Stratejilerine Etkisi	24
3.1.5.3 Vergi Optimizasyonu ve Nakit Yönetimi Arasındaki İlişki	24
3.1.6 Rekabet ve Endüstri Dinamikleri	25
3.1.6.1 Rekabet Seviyesinin Nakit Tutma Kararlarına Etkisi	25
3.1.6.2 Endüstriyel Yeniliklerin ve Teknolojik Değişimlerin Nakit Akışına Etkisi	25
3.1.6.3 Pazarın ve Müşteri Taleplerinin Nakit İhtiyacı Üzerine Etkisi	26

3.2 Nakit Tutma İle ilgili Literatür Taraması	26
4. YÖNTEM	33
4.1 Örneklem	33
4.2 Araştırma Modeli ve Değişkenler	35
5. BULGULAR	41
6. SONUÇLAR	64
KAYNAKLAR	68
ÖZGEÇMİŞ	74
TEZ ÇALIŞMASI KAPSAMINDA YAPILAN YAYINLAR	75
EKLER	76

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

BIST: Borsa İstanbul

ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 3.1: Nakit Tutmayı Etkileyen İçsel Faktörler	14
Şekil 3.2: Nakit Tutmayı Etkileyen Dışsal Faktörler	15

TABLÖLAR DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 2.1: İşletmelerin Nakit Tutma Nedenleri	9
Tablo 2.2: Nakit Tutma Teorileri	11
Tablo 3.1: Nakit Tutma Belirleyicileri	16
Tablo 3.2: Literatüre Ait Çalışmalar	26
Tablo 4.1: Yıllara Göre Örneklem Dağılımı	33
Tablo 4.2: Sektörlere Göre Örneklem Dağılımı	34
Tablo 4.3: Değişkenlerin Tanımları ve Açıklamaları	35
Tablo 4.4: Tanımlayıcı İstatistikler	37
Tablo 4.5: Korelasyon Matrisi	38
Tablo 4.6: Panel Veri Tahmin Modeli Belirleme Test Sonuçları	39
Tablo 4.7: Sabit Etkiler Panel Veri Tahmin Modelinin Varsayım Sapma Test Sonuçları	40
Tablo 5.1: Bütün Örneklem için Panel Veri Analizi Sonuçları	44
Tablo 5.2: Döngüsel Tüketici Ürünleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	45
Tablo 5.3: Döngüsel Olmayan Tüketici Ürünleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	47
Tablo 5.4: Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	48
Tablo 5.5: Endüstriyel Üretim Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	50
Tablo 5.6: Enerji Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	52
Tablo 5.7: Gayrimenkul Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	53
Tablo 5.8: Sağlık Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	55
Tablo 5.9: Teknoloji Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	56
Tablo 5.10: Temel Materyaller Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları	58
Tablo 5.11: Sektörlere Göre Analiz Sonuçlarının Toplu Gösterimi	59

1. GİRİŞ

İşletmeler kuruluş süreçlerinin ardından kâr etmek ve büyümek için çeşitli stratejiler geliştirirler. Bu kapsamda ortaya çıkan stratejiler içinde işletmelerin var olan nakit paralarını nasıl kullanacakları ve şirket içinde nakit tutma süreçleri önemli bir konudur. Nitekim bu kapsamda yapılacak analizler şirketlerin sahip olduğu iç ve dış operasyon süreçleri üzerine de fikirler edinilmesini sağlar.

Nakit para akışı, bu akışın yönetilmesi ve işletmedeki nakit tutma faktörleri her şirketin kendine özgünlüğü çerçevesinde ön plana çıkmakta ve yıllar içinde çeşitli faktörlere bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Yücel (2018: 103), Keynes’e göre optimal nakit tutma seviyesinin “nakit tutmanın fırsat maliyeti ile nakit yetersizliği durumunda oluşabilecek maliyetlerin dengelendiği nokta olarak tanımladığı”nı belirtmiştir. Bu bağlamda işletmeler için kritik bir süreç olan nakit tutmaya yönelik yapılan bu çalışmanın alan araştırmalarına katkısı olacağı düşünülmektedir.

Araştırmada, BIST’te faaliyet gösteren farklı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörleri belirlemek amaçlanmıştır. Bu bağlamda, farklı sektörlerde yer alan şirketlerin nakit yönetim stratejilerini ve nakit tutma düzeylerini etkileyen özgün faktörleri karşılaştırarak sektörler arasında yer alan benzerlikler ve farklılıklar tespiti hedeflenmiştir. Araştırmanın odaklandığı temel problem, “Firmaların BIST’teki sektörlerine göre nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörler nasıl farklılık göstermektedir?” olarak belirlenmiştir.

Bu kapsamda araştırma sorusuna cevap aranırken işletmelerin operasyonel gereksinimleri, finansal yapıları, büyüklükleri, rekabet koşulları ve diğer ilgili faktörler de analiz edilmiştir.

1.1 Araştırma Sorusu

Bu çalışmada ana araştırma sorusu, Borsa İstanbul’da listelenen çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların nakit tutma düzeylerini hangi faktörlerin etkilediği üzerinedir. Bu soru kapsamında, içsel ve dışsal faktörlerin nakit tutma düzeyleri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

1.2 Araştırmanın Amacı ve Özgünlüğü

Çalışmanın amacı, firma büyüklüğü, karlılık, likidite, borç düzeyleri, yatırım harcamaları gibi içsel faktörler ile ekonomik belirsizlikler ve sektörel farklılıklar gibi dışsal faktörlerin nakit tutma üzerindeki etkilerini kapsamlı bir şekilde incelemektir. Bu amaç doğrultusunda, farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların nakit yönetimi stratejileri arasındaki benzerlikler ve farklılıklar detaylı bir şekilde analiz edilecektir. Çalışma, özellikle sektörel farklılıkları derinlemesine ele alarak, her sektörün kendine özgü dinamiklerini ve bu dinamiklerin nakit tutma kararlarına nasıl yansıdığını ortaya koymayı hedeflemektedir.

Araştırma, literatürdeki mevcut boşlukları doldurmayı amaçlayarak, hem teorik hem de pratik açıdan önemli katkılar sunmayı hedeflemektedir. Bu bağlamda, içsel ve dışsal faktörlerin nakit tutma üzerindeki etkilerinin sadece genel bir çerçevede değil, sektörel bazda da incelenmesi, çalışmanın özgünlüğünü ve değerini artırmaktadır. Ayrıca, ekonomik belirsizlikler döneminde firmaların nakit tutma eğilimlerindeki değişikliklerin analiz edilmesi, kriz dönemlerinde firmaların nasıl pozisyon aldıklarına dair önemli bilgiler sağlayacaktır. Bu analizler, finans yöneticileri, yatırımcılar ve politika yapıcılar için değerli çıkarımlar sunacak ve nakit yönetimi stratejilerinin sektör bazında nasıl optimize edilebileceğine dair yol gösterici olacaktır.

Sonuç olarak, çalışmanın özgünlüğü, sektörel farklılıkları ve ekonomik belirsizlik dönemlerini detaylı bir şekilde ele alarak, nakit yönetimi literatürüne yeni ve derinlemesine bir bakış açısı kazandırmasından kaynaklanmaktadır. Bu kapsamlı yaklaşım, firmaların nakit tutma stratejilerini daha iyi anlamalarına ve bu stratejileri optimize etmelerine yardımcı olacaktır.

1.3 Çalışmanın Yöntemi

Analiz verisi hem zaman (yıllar) hem de yatay-kesit (firmalar) boyutuna sahip olmasından ötürü panel veri formatına sahiptir. Bu yüzden araştırma analizleri panel veri tahmin yöntemleri kullanılarak gerçekleştirilecektir. Bunun için öncelikli olarak panel veri setinin hangi panel veri tahmin modeline daha uygun olduğunu belirlemek amacıyla panel veri tahmin modeli belirleme testleri gerçekleştirilmiştir. Bu analizler F (Chow) Testi, Breusch-Pagan LM Testi ve Hausman Testidir. Sonrasında ise elde

edilen analiz bulgularının yansız ve etkin sonuçlar olup olmadıklarını değerlendirebilmek amacıyla ampirik modelin otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık testleri yapılmıştır. Araştırma modelinde otokorelasyon, değişen varyans veya yatay kesitsel bağımlılık problemleri tespit edildiği için sapmasız ve tutarlı sonuçlar elde edebilmek amacıyla Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar panel veri tahmin yöntemi kullanılmıştır. Driscoll-Kraay yöntemi, otokorelasyon ve heteroskedastisite gibi sorunlara karşı dayanıklıdır ve yatay kesitsel bağımlılık durumlarında da tutarlı tahminler sağlar. Bu yöntem, modelin hata terimlerinde görülen bu sorunlara rağmen güvenilir sonuçlar elde etmeyi mümkün kılar.

1.4 Çalışmanın Sonuçları

Genel örneklem üzerinde elde edilen bulgular, Türkiye'de finans sektörü dışındaki firmaların nakit tutma davranışlarının çeşitli içsel ve dışsal faktörler tarafından etkilendiğini göstermektedir. İlk olarak, kârlılık, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), likidite, satış büyümesi ve dağıtılmayan kâr oranları arttıkça firmaların nakit tutma düzeylerinin de arttığı gözlemlenmiştir. Kârlı firmalar, gelecekteki yatırım fırsatlarını finanse edebilmek ve finansal belirsizliklere karşı kendilerini koruyabilmek amacıyla daha fazla nakit tutma eğilimindedir. Yüksek PD/DD oranı, firmanın piyasada yüksek bir değerle değerlendirildiğini gösterir ve bu firmalar, yatırımcı güvenini korumak ve fırsatları değerlendirmek amacıyla nakit rezervlerini artırır. Likidite oranı yüksek olan firmalar, kısa vadeli borçlarını rahatlıkla ödeyebilecek durumda oldukları için daha fazla nakit tutma eğilimindedir. Satışları hızla artan firmalar, büyüme fırsatlarını finanse edebilmek için nakit tutma ihtiyacı duyarlar. Dağıtılmayan kâr oranları, firmanın gelecekteki büyüme ve yatırım faaliyetleri için kullanılabilecek içsel fonlarını artırır ve bu nedenle nakit tutma düzeyini yükseltir. Ayrıca firmaların büyüklüğü, kaldıraç oranları, çalışma sermayesi ve sabit sermaye yatırımları arttıkça nakit tutma düzeylerinin azalması, çeşitli nedenlere dayanmaktadır. Büyük firmalar, finansal piyasalara daha kolay erişim sağlayarak ani nakit ihtiyaçlarını karşılayabilirler ve bu nedenle daha az nakit tutma ihtiyacı duyarlar. Kaldıraç oranı yüksek firmalar, borç geri ödemeleri ve faiz yükümlülükleri nedeniyle nakitlerini borç servisine yönlendirirler ve likidite ihtiyaçlarını azaltırlar. Yüksek çalışma sermayesi, firmanın günlük operasyonlarını finanse edebilme yeteneğini artırarak kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını

minimize eder. Sabit sermaye yatırımları ise, firmaların nakit rezervlerini uzun vadeli büyüme ve yatırım fırsatlarına yönlendirmesine olanak tanır, bu da nakit tutma düzeylerini düşürür.

Pandemi dönemi, ekonomik belirsizliklerin ve risklerin arttığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde firmalar, operasyonel faaliyetlerini sürdürebilmek ve beklenmedik harcamalarla başa çıkabilmek için nakit rezervlerini artırmışlardır. Bu durum, firmaların kriz dönemlerinde likidite risklerini minimize etme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Pandemi döneminde nakit rezervlerinin artışı, firmaların finansal sağlığını koruma ve operasyonel esnekliğini artırma çabalarının bir yansıması olarak değerlendirilebilir.

Sektörel analizlerde, döngüsel tüketici ürünleri, döngüsel olmayan tüketici ürünleri, elektrik, gaz ve su hizmetleri, endüstriyel üretim, enerji, gayrimenkul, sağlık, teknoloji ve temel materyaller sektörleri bazında yapılan değerlendirmelerde, yukarıda belirtilen faktörlerin bazı sektörlerde anlamlılıklarını koruduğu, bazı sektörlerde ise istatistiksel olarak anlamlılıklarını kaybettiği görülmüştür. Bu durum, her sektörün kendine özgü dinamikleri ve finansal yapıları nedeniyle nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerin farklılık gösterebileceğini ortaya koymaktadır.

Örneğin, büyüklük değişkeni, bazı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeyleri üzerinde negatif bir etkiye sahipken, döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründe pozitif bir etkiye sahiptir. Karlılık, genel olarak pozitif bir etki gösterirken, endüstriyel üretim ve enerji sektörlerinde negatif bir etkiye sahiptir. Kaldıraç oranları, genel örnekleme ve döngüsel tüketici ürünleri ile teknoloji sektörlerinde negatif bir etki gösterirken, diğer sektörlerde istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. PD/DD oranı, genel örnekleme ve döngüsel olmayan tüketici ürünleri, sağlık ve teknoloji sektörlerinde negatif bir etkiye sahiptir. Likidite, tüm sektörlerde pozitif bir etkiye sahiptir, satış büyümesi sadece teknoloji sektöründe negatif bir etkiye sahiptir. Çalışma sermayesi, tüm sektörlerde negatif bir etki gösterirken, sabit sermaye yatırımları da genel olarak negatif bir etkiye sahiptir.

Bu bulgular, firmaların nakit tutma davranışlarının sektörel farklılıklar ve ekonomik belirsizlikler gibi dışsal faktörlere ve içsel faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Çalışmanın bulguları, nakit yönetimi stratejilerinin geliştirilmesinde ve optimize edilmesinde önemli yol gösterici olabilir. Firmaların

nakit yönetimi stratejilerini belirlerken, sektörel dinamikleri ve ekonomik koşulları dikkate almaları gerekmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde nakit rezervlerinin artırılması, firmaların likidite risklerini minimize etmeleri açısından kritik öneme sahiptir. Yatırımcılar, firmaların nakit tutma politikalarını değerlendirirken, sektörlerle özgü faktörleri ve ekonomik belirsizliklerin etkilerini göz önünde bulundurmalarıdır. Firmaların nakit yönetimi stratejileri, yatırım kararlarını etkileyebilir ve firmaların finansal sağlığını yansıtan önemli bir göstergedir. Ekonomik belirsizlikler döneminde firmaların nakit yönetimi stratejilerini destekleyecek politikaların geliştirilmesi, firmaların sürdürülebilirliği ve ekonomik istikrar açısından önemlidir. Bu bağlamda, nakit yönetimi ve finansal esneklik konularında rehberlik sağlanması, firmaların krizlere karşı dayanıklılığını artırabilir. Sonuç olarak, bu çalışma, nakit tutma davranışlarının belirleyicilerini ve sektörel farklılıklarını detaylı bir şekilde inceleyerek literatüre önemli katkılar sağlamaktadır. Elde edilen bulgular, firmaların finansal stratejilerini optimize etmelerine ve ekonomik belirsizliklerle başa çıkmalarına yardımcı olacak değerli içgörüler sunmaktadır. Bu kapsamlı analizler, nakit yönetimi literatürüne yeni ve derinlemesine bir bakış açısı kazandırmakta ve firmaların nakit yönetimi stratejilerini daha iyi anlamalarına olanak tanımaktadır.

1.5 Çalışmanın Bölümleri

Çalışma yedi ana bölümden oluşmaktadır: Giriş, Nakit Tutma Kavramı, Nakit Tutmayı Etkileyen Faktörler, Literatür, Yöntem, Bulgular, Tartışma ve Sonuç.

Bu çalışmadaki bölümler kimi noktalarda bölümü detaylandırmaya yönelik bazı alt başlıklara da ayrılmıştır. Birinci bölümünde çalışmanın giriş bölümü yer almaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde araştırmanın kavramsal çerçevesi ve teorik boyutu ele alınmıştır. Bu bölümde yer alan nakit kavramı ile nakit tutma teorileri incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde işletmelerin nakit tutma durumlarını etkileyen faktörler literatür çerçevesinde açıklanmıştır. Bu kapsamda nakit tutma durumu ile etkileşim halinde olan hususlar ve ilişkili konular detaylı olarak belirtilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde araştırma çerçevesine uygun ulusal ve uluslararası düzeyde ampirik araştırmalara yer verilmiştir. Bu çalışmaların kapsamı, örnekleme ve yapıldıkları ülkeler tablolastırılmasının yanı sıra detaylı olarak sıralanmıştır.

Çalışmanın beşinci bölümünde, araştırmanın yöntem detayları açıklanmış, çalışmada yer verilen panel veri analizi tanıtılmış ve altıncı bölümde örneklem şirketleri üzerinde gerçekleştirilen araştırma bulgularına yer verilmiştir.

Son bölümde ise araştırma sonuçlarının literatür kapsamında tartışıldığı ve ilgili kapsamda sonuçlara yer verildiği tartışma ve sonuç bulunmaktadır.

2. NAKİT TUTMA KAVRAMI

Bu bölümde araştırmanın kavramsal çerçevesi oluşturulmaya çalışılmıştır.

2.1 Nakit Kavramı

Nakit, temelde işletmelerin organizasyonel çerçevede tüm iktisadi faaliyetlerin temeli olarak tanımlanabilir. Bu kapsamda işletme içinde belirli ilerlemelerin sağlanabilmesi ve süreçlerin sürdürülebilirliğine yönelik bir dizi değer bütünü ifade etmektedir (Güzel, 2012). Bu kapsamda söz konusu değerler dizisi gelir ve gider dengesine katkı sağlayan tüm faaliyetleri içinde barındırmakta ve bu bakımdan işletmenin kârlılık, büyüme, yeni fırsatları değerlendirme, iş birlikleri ve olası zararların her noktasında yer almaktadır.

Nakit, bir işletme veya bireyin elinde bulunan fiziksel para, kâğıt paralar ve madeni paraları, aynı zamanda hızlı likiditeye sahip finansal varlıkları ifade eder. Nakit, anında harcanabilir ve genellikle herhangi bir işlem veya alışveriş için hemen kullanılabilir. Nakit, likiditeyi temsil eden bir kavramdır; yani, hemen paraya çevrilebilme ve harcama gücüne dönüşebilme özelliğine sahiptir. İşletmeler için nakit, günlük işletme faaliyetlerini sürdürebilmek, ödemeleri gerçekleştirebilmek ve beklenmedik durumlarla başa çıkabilmek adına kritik bir varlıktır (Tüfekçi ve Karaca, 2019). Nakit, işletmelerin operasyonel süreçlerini düzenli bir şekilde yürütebilmeleri ve finansal istikrarlarını sürdürebilmeleri açısından büyük bir öneme sahiptir.

Nakit varlıklarının durumu ve işleyiş bakımından işletmenin tüm operasyonel süreçlerinde nakit yönetimini sağlıklı bir şekilde gerçekleştirebilmek önemlidir. Nakit yönetimi de kimi stratejilerin varlığıyla gerçekleştirilebilir. Bu stratejilerin birkaçını genel olarak şöyle sıralamak mümkündür (Aygün ve İç, 2009):

- Beklenmedik durumlar için ya da yeni fırsatlar için nakit rezervlerini tutma
- İşletmenin geleceğe yönelik akit akışını tahmin etme
- Tedarik süreçlerini optimize etme
- Alacak tahsilatı süreçlerini iyileştirme
- Tedarikçilerle iyi ilişkiler geliştirme
- Doğru ve zamanında faturalandırma, bu süreçlerin yönetimi

- Kısa vadeli yatırımlarla nakit gelir elde etme
- Gereksiz harcamaları kontrol etme ve azaltma
- İhtiyaca bağlı kredi/borç kullanımı

Yukarıda sıralanan maddelerin her işletmenin kendine özgü durumuna, sektörüne ve işletme hedeflerine yönelik farklılık gösterebileceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Nakit aynı zamanda bir finansal kavram olarak bilanço hesaplamalarında da yer alır. Nakit ve nakit benzeri varlıklar, bir işletmenin likidite durumunu değerlendirmek için kullanılan önemli finansal göstergelerden biridir (Kısakürek ve Tüfekçi, 2022). Bu kavram, işletmelerin finansal sağlıklarını değerlendirirken ve mali stratejilerini planlarken dikkate alınan temel unsurlardan biridir.

2.2 Nakit Tutma ve Nedenleri

Nakit kavramının işletmeler için ne derecede önemli olduğundan hareketle bir nakit yönetimi stratejisi olarak nakit tutma/nakit rezervlerini tutma da önemli bir kavram olarak karşımıza çıkar.

İşletmelerin nakit yönetiminin bir parçası olarak nakit tutma stratejilerini gerçekleştirmelerinin pek çok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerden öne çıkan ve literatürde geleneksel yaklaşım kapsamında üzerinde durulan unsur, işletmelerin belirli risk durumları karşısında kendi nakit akışlarını korumak istemeleri olarak ifade edilmektedir (Opler vd. 1999). Modern nakit tutma yaklaşımında ise sektörel süreçlerin etkileri ve değişimleri ön plana çıkmaktadır (Schoubben ve Hulle, 2012). “Klasik yaklaşım çerçevesinde geliştirilen modeller, optimum nakit tutarının belirlenmesinde nakit tutmadan kaynaklanan fırsat maliyeti ve nakit yetersizliğinin neden olduğu işlem maliyetini dikkate alan modellerdir. Modern yaklaşım çerçevesinde geliştirilen modeller ise, firmaların piyasa değerini arttırmak amacıyla nakit tutma düzeyini belirlemektedir” (Kutlu Furtuna, 2017). Her iki yaklaşım da işletmelerin temelde belirli nakit tutma gereksinimlerini belirlediğini ifade etmektedir. Geleneksel ve modern yaklaşımlar arasındaki farklar, nakit yönetimi stratejilerinin temelini oluşturan faktörlere odaklanmada yatmaktadır. “*The General Theory of Employment, Interest, and Money*” (İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi) adlı eser çerçevesinde bu gereksinimlerin üç temel motife dayandığı Keynes (1936)’in bakış açısından hareketle şöyle ifade edilebilir:

Tablo 2.1: İşletmelerin Nakit Tutma Nedenleri

İşlem Motifi	İşlem, işletme içindeki tüm finansal işlemleri ifade etmektedir. Dolayısıyla alım satım, ödeme, yeni girişim ve fırsatlara yönelik hareketlilikler gibi konular işlem bağlamında organizasyonel süreçler kapsamında ortaya çıkar (Harford vd., 2008).
Tedbir Motifi	İşletmeler nakit tutmayı yalnızca çeşitli işlemler gerçekleştirmek için değil aynı zamanda olası riskleri ortadan kaldırma ve önlem nedeniyle de tercih ederler. Bu bağlamda işlem nedeniyle nakit tutma ve riskten kaçınmak için nakit tutma arasında ters orantı olduğu görülecektir. Bu kapsamda olası risklerden ve problemlerden kaçınmak isteyen işletmeler için bu konu oldukça önemlidir (Ramirez ve Tadesse, 2009).
Spekülatif Motif	Zaman zaman pazarda ortaya çıkan belirsizlikler işletmelerin operasyonel süreçlerinde farklılıklara neden olabilir. Bu kapsamda bazı işletmeler nakit tutmayı tercih edebilirler. Pazar belirsizliği nedeniyle nakit tutma tercihi işletmelerin daha çok likiditeyi artırmak amacıyla ortaya çıkmaktadır (Al-Najjar, 2013).

İşlem motifiinde, nakit tutma nedeni genellikle günlük işletme faaliyetlerini desteklemek ve operasyonel ihtiyaçları karşılamaktır. İşletmeler, tedarik zinciri süreçlerini sürdürebilmek, acil ödemeleri karşılamak veya günlük operasyonel giderleri finanse etmek için nakit rezervleri bulundurabilir. Bu, işletmelerin işlem süreçlerini sorunsuz bir şekilde yürütebilmeleri ve likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için önemli bir nedeni temsil eder. Tedbir motifiinde, nakit tutma nedeni genellikle belirsizliklere ve risklere karşı korunma amacını içerir. İşletmeler, ekonomik belirsizlikler, kriz durumları veya beklenmeyen olaylar karşısında finansal güvenliklerini artırmak ve olası risklere karşı tedbir almak için nakit rezervleri oluşturabilirler. Bu, işletmelerin finansal esneklik sağlamalarına ve belirsizliklere

karşı daha dirençli olmalarına yardımcı olur. Spekülatif motifte, nakit tutma nedeni genellikle fırsat maliyetini minimize etmek ve olası yatırım fırsatlarına hızlı bir şekilde tepki verebilmektir. İşletmeler, uygun yatırım fırsatları ortaya çıktığında hızlı bir şekilde hareket edebilmek ve piyasa şartlarına uyum sağlayabilmek için likit nakit rezervleri bulundurabilirler. Bu, işletmelerin rekabet avantajı elde etmelerine ve pazar dinamiklerine hızlı bir şekilde uyum sağlamalarına yardımcı olabilir. Her üç motif de işletmelerin nakit yönetim stratejilerini belirlerken rol oynar, ancak hangi motifin öne çıkacağı işletmenin özelliklerine, endüstri koşullarına ve stratejik hedeflerine bağlı olarak değişebilir.

Tablo 2.1’de yer alan nedenler çerçevesinde nakit tutma durumunun olumlu ve olumsuz etkileri ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda olumlu etkileri şöyle sıralamak mümkündür (Şeyhoğlu, 2021):

- Beklenmedik durumlara hazırlıklı olmak
- Kontrol sağlayabilmek
- Planlanmamış ani ödemeler için likit bulunması (ceza, zarar vb)
- Büyümeye katkı sağlamak

Nakit tutmanın olumsuz etkilerini ise şöyle sıralamak mümkündür (Şeyhoğlu, 2021):

- Eldeki nakdin âtıl olarak durması
- Fırsat maliyetini karşılayamama
- Piyasadan kopukluk

Nakit tutmada olumlu etkiler, işletmelerin nakit yönetimi stratejilerini dikkatlice planlamaları ve özelleştirmeleri gerektiğini vurgular. Her işletme, spesifik ihtiyaçlarına ve hedeflerine uygun bir nakit tutma stratejisi benimsemelidir. Bu kapsamda olumsuz etkiler ise, işletmelerin nakit yönetimi stratejilerini dikkatlice dengelemeleri gerektiğini gösterir. İşletmeler, likidite ihtiyaçlarına uygun bir şekilde nakit tutmayı planlamalı ve fırsat maliyetleri ile riskleri dikkate almalıdır.

2.3 Nakit Tutma Teorileri

İşletmelerin çeşitli nedenlerle ve farklı stratejilerle nakit tutma durumları incelendiğinde literatürde bazı teoriler ortaya çıkmıştır. Bu teoriler, nakdi tutmanın farklı yönlerden ele alınarak kendi iç operasyonel analizlerini ifade eder. Aynı

zamanda likiditenin doğru ve avantajlı tutulabilmesi için belirli unsurların göz önünde tutulması ve dikkat edilmesi bakımından söz konusu teoriler önem arz etmektedir. Bu bağlamda Tablo 2.2’de şirketlerin likidite durumlarının analiz çerçevesini oluşturan nakit tutma teorilerine yer verilmiştir:

Tablo 2.2: Nakit Tutma Teorileri

Dengeleme Teorisi	Dengeleme teorisi nakit tutmanın marjinal fayda ve maliyet dengesini ifade eder (Opler vd., 1999). Bu kapsamda “işletmeler hem fırsat maliyetini minimize etmek hem de maliyetli nakit yetersizliği riskini azaltmak amacıyla optimal bir nakit tutma düzeyi belirlerler” (Özevin, 2023). Bu teoriyi Kraus ve Litzenberger geliştirmiştir. Bu teoriye göre işletmenin olabilecek en iyi sermayesinin borçlara bağlı vergiler ve iflas arasındaki bir noktada yer aldığı düşünülmektedir (Kraus ve Litzenberger, 1973). Dolayısıyla bir işletmedeki nakit giriş ve çıkışları dengede tutma amacını ifade eden bu teoride işletmeler, faaliyetlerini devam ettirebilmek, yatırımlarındaki sürdürülebilir süreçler ve ödemeleri hakkındaki çeşitli finans hareketleri için belirli düzeyde likiditeye sahip olmalıdır. Bu nakit rezervlerinin sağlıklı ve dengeli tutulabilmesi için de teori kapsamında yeterli ölçüde likidite varlığı ile nakit yatırımlar ön plana çıkmaktadır.
Finansal Hiyerarşi Teorisi	Finansal Hiyerararşi teorisi Myers ve Majluf tarafından geliştirilmiştir. Bu teori, İşletmelerin organizasyonel stratejilerinde önce iç kaynaklardan daha sonra da gereksinimleri ölçüsünde dış kaynaklardan faydalanmalarını ifade eder (Myers ve Majluf, 1984). “Bu teori, şirketlerin finansman tercihlerini, riskleri minimize etmek, maliyetleri düşürmek ve kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket etmek gibi faktörlerle ilişkilendirir” (Özevin, 2023).

Tablo 2.2: Nakit Tutma Teorileri (Devamı)

Finansal Hiyerarşi Teorisi	“Mesela sınırlı yatırım fırsatları olan kârlı firmalar düşük borç oranlarına sahip olurken, daha fazla yatırım fırsatları olan ancak firmada yaratılan fonları yetersiz olan firmalar ise daha yüksek borç oranlarına sahip olmaktadır” (Burucu ve Öndeş, 2015). Bu bağlamda şirketler nakit tutma eğilimlerinde belirli bir öncelik sırası takip ederler. Böylece riskler en aza inmiş olur. Dolayısıyla, iç kaynakların kullanımı, kısa vadeli borçlar ile işletmeye nakit sağlama, gerekliyse uzun vadeli borçlanmalar ile kontrollü bir sürdürülebilirliğin sağlanması ve eğer gerekliyse öz sermayenin kullanılabilmesi gibi öncelik esasına dayalı kaynak kullanımını içerir. Dolayısıyla işletme maliyetleri en aza indirilerek risk ve maliyetler dengede tutularak her işletmenin kendine özgü işleyişini zenginleştirmek ön plana çıkar.
Serbest Nakit Akım Teorisi	Nakit akışının çıkarlar kapsamında değerlendirilmesini ve buna bağlı olarak nakit tutmayı ifade eder (Jensen, 1986). Ayrıca “Serbest nakit akışı teorisi, yönetim kontrolünün önemini vurgular ve şirketlerin nakit fazlalarını etkili bir şekilde kullanmak için iyi bir kurumsal yönetim yapısına ve hissedarların denetim mekanizmalarına sahip olmaları gerektiğini öne sürer” (Özevin, 2023). Bir başka ifade ile bu teoriye göre serbest nakit akışı işletmenin varlıklarını korumayı amaçlar. Serbest nakit akım teorisi, işletmelerin nakit yönetimi, yatırım ve finansman kararlarını entegre bir şekilde ele almalarına yardımcı olarak işletme değerini artırmayı hedefler. Bu teori, işletmelerin finansal performanslarını ve rekabet avantajlarını artırmak için serbest nakit akışlarını etkili bir şekilde yönetmelerini önerir. Fakat bu kapsamda nakit akışı arttıkça yöneticiler ve karar verici konumundaki hissedarlar arasında rekabet ve çatışma artar. Dolayısıyla bu akış zaman zaman avantajları olmasının yanında dezavantajların olmasına da neden olmaktadır.

Nakit tutma teorileri, işletmelerin nakit yönetimine ve finansal karar alma süreçlerine rehberlik etmeye yönelik çeşitli yaklaşımları içerir (Yiğit, 2020; Gül ve Şahin, 2022). Dengeleme teorisi, işletmelerin nakit ihtiyaçları ile nakit tutma maliyetleri arasında bir

denge kurmaları gerektiğini savunur. İşletmeler, nakit ihtiyaçlarını karşılamak ve aynı zamanda nakit tutma maliyetlerini en aza indirmek uygun bir noktada bulunmalıdır. Buna karşılık finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin finansman kaynaklarını belirlerken belirli bir hiyerarşi takip ettiğini öne sürer. İşletmeler genellikle iç kaynakları kullanmaya başlar, ardından kısa vadeli borçları tercih eder ve daha sonra uzun vadeli borçlara yönelir. Serbest nakit akım teorisinde ise, işletmelerin nakit akışlarını etkin bir şekilde yöneterek hissedar değerini yükseltmesini vurgular.

Bu teoriler genellikle işletmelerin maliyetleri minimize etmeye, likiditeyi sağlamaya ve hissedar değerini artırmaya yönelik çeşitli stratejiler geliştirmelerine yardımcı olur. Ancak her işletmenin durumu farklı olduğu için, nakit yönetimi stratejileri her zaman işletmenin spesifik ihtiyaçlarına ve hedeflerine uygun ortaya konulmalıdır.

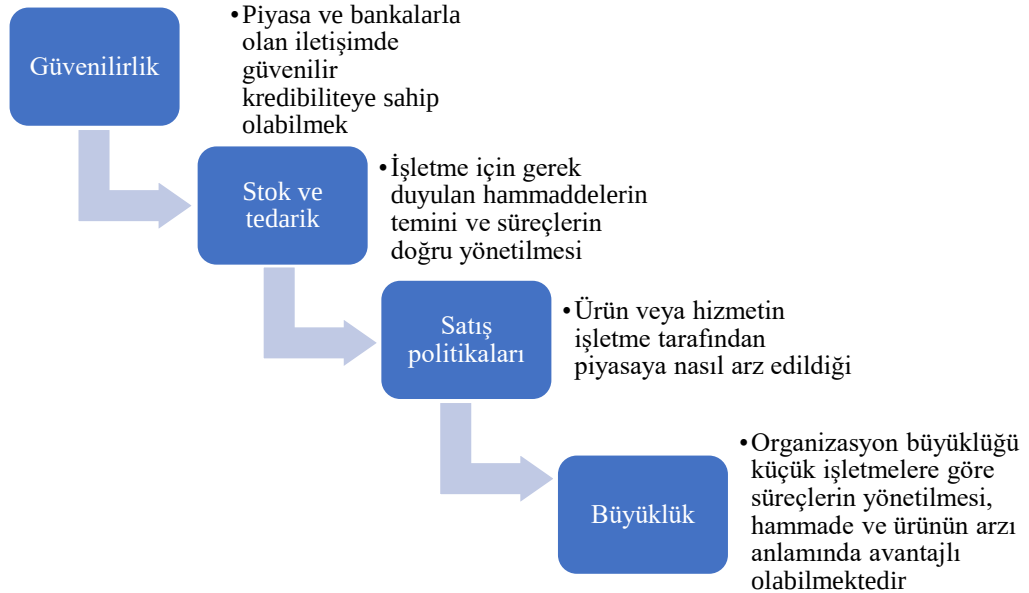
3. NAKİT TUTMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Nakit tutma durumu işletmelerin stratejileri ve büyüme hedefleri kapsamında şirketlerin özgün değerleri çerçevesinde değişkenlik gösterebilmektedir. Bu bağlamda nakit tutma düzeyini etkileyen pek çok faktörden söz etmek mümkündür.

İşletmelerde nakit tutma durumunun temelinde işletmenin elindeki likit akışını en efektif şekilde değerlendirmesi hedefi yer aldığından (Baum vd., 2007) elbette işletmeleri organizasyonların iç çerçevesini ifade eden içsel faktörler ve organizasyonun dış etkenlerle etkileşimini ifade eden dışsal faktörler çerçevesinde değerlendirmek oldukça önemlidir.

İşletmeler genellikle çeşitli kapsamlardaki nakit belirleyicilerini dikkate alarak optimal bir nakit yönetimi stratejisi oluştururlar. Nakit tutma düzeyi, işletmenin hedeflerine, sektör dinamiklerine ve genel ekonomik koşullara bağlı olarak değişebilir.

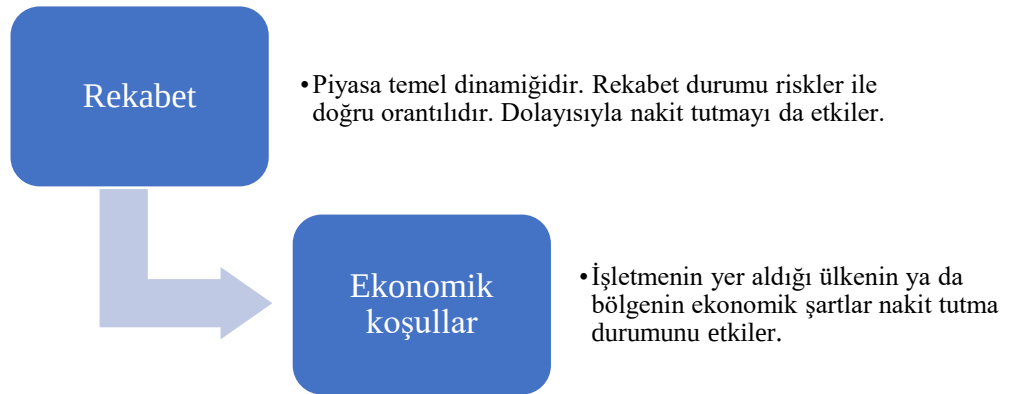
Borges ve Farihna (2017), nakit tutmayı etkileyen içsel faktörleri organizasyonun güvenilirliği, organizasyon stokları ve tedarik koşulları, organizasyonun satış politikaları ve organizasyonun büyüklüğü olarak sıralamaktadır. Bu faktörler şekil 3.1’de detaylandırılabilir:



Şekil 3.1: Nakit Tutmayı Etkileyen İçsel Faktörler

Nakit yönetimi, işletmelerin içsel dinamikleri ve operasyonel süreçleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. İçsel faktörler, işletmenin kendi yapısal ve operasyonel özelliklerini kapsar. İlk olarak, işletme büyüklüğü ve faaliyet gösterdiği sektör, nakit yönetimini etkileyen temel unsurlardan biridir. Büyük ölçekli işletmeler, genellikle daha karmaşık finansal yapıya sahip olduklarından, nakit akışlarını daha dikkatli yönetme ihtiyacı duyabilirler. Ayrıca, sektörel dinamikler ve rekabet koşulları, işletmelerin ödeme alışkanlıkları ve nakit ihtiyaçları üzerinde belirleyici bir rol oynar. İkinci önemli içsel faktör, işletmenin finansal performansıdır. Karlılık düzeyi, gelir ve gider dengesi, işletmenin finansal sağlığı ve kârlılık durumu, nakit rezervlerinin belirlenmesinde etkili olan kritik unsurlardır. Borç ve kredi durumu da içsel bir faktördür; işletmenin borçlanma seviyesi, finansman maliyetleri ve kredi erişimi, nakit yönetimini büyük ölçüde etkiler. Öte yandan, işletmelerin içsel süreçleri ve operasyonel verimliliği de nakit tutma stratejilerini etkileyen faktörlerdir. Ödeme süreçleri, tedarik zinciri yönetimi ve stok kontrolü, nakit döngüsü üzerinde doğrudan etkiye sahip olan içsel operasyonel faktörlerdir. İşletmelerin içsel kontrol mekanizmaları, bütçe yönetimi ve mali analiz yetenekleri, nakit yönetiminde başarılı olabilmeleri için kritik öneme sahiptir.

Şeyhoğlu (2021) de nakit tutmayı etkileyen dışsal faktörleri rekabet koşulları ve ekonomik koşullar olarak şekil 3.2’de tasnif etmiştir:



Şekil 3.2: Nakit Tutmayı Etkileyen Dışsal Faktörler

Nakit yönetimi, işletmeleri etkileyen içsel faktörlerin yanında bir dizi dışsal faktörle şekillenir. Bunlar genellikle işletmelerin kontrolü dışındaki ekonomik, politik, teknolojik ve çevresel koşulları içerir. Öncelikle, genel ekonomik durum ve mali politikalar, nakit yönetimini etkileyen belirleyici unsurlardan biridir. Faiz oranları,

enflasyon düzeyi ve merkez bankası politikaları gibi ekonomik faktörler, işletmelerin nakit akışlarını ve nakit tutma stratejilerini önemli ölçüde etkiler. Politik çevre ve düzenleyici değişiklikler, işletmelerin nakit yönetimini etkileyen bir diğer dışsal faktördür. Vergi politikaları, finansal düzenlemeler ve ticaret politikaları, işletmelerin nakit akışlarını ve finansal performansını etkiler (Polat vd., 2021). Uluslararası ticaretteki değişiklikler ve gümrük düzenlemeleri, küresel bir ekonomide faaliyet gösteren işletmelerin nakit yönetimi üzerinde önemli bir etki yaratabilir. Yücel (2016) çalışmasında literatürde yer alan çalışmaların kapsamının da yukarıdaki çerçeveyi destekler nitelikte olduğunu vurgulamaktadır.

Teknolojik gelişmeler, özellikle finansal teknoloji alanında, nakit yönetimini dönüştürebilir. Dijital ödeme sistemleri, online bankacılık ve finansal analiz araçları, işletmelere daha etkili nakit yönetimi stratejileri geliştirmelerinde yardımcı olabilir. Pazar koşulları ve rekabet düzeyi de dışsal faktörler arasında yer alır. Talep dalgalanmaları, müşteri ödeme alışkanlıkları ve işletmenin rekabet avantajı, nakit ihtiyacını ve nakit rezervlerini belirleyen kritik faktörlerdir. Çevresel faktörler de nakit yönetimini etkileyebilir. Özellikle doğal afetler, politik istikrarsızlık veya küresel salgınlar gibi beklenmedik olaylar, işletmelerin nakit akışlarını etkileyebilir ve acil durum planlamalarını gerektirebilir.

3.1 Nakit Tutma Belirleyicileri

Tablo 2.2’de yer alan teoriler kapsamında işletmelerin nakit tutma durumları değerlendirildiğinde bazı nakit tutma belirleyicilerine değinmek yerinde olacaktır. Bu çerçevede Batuman (2020) nakit tutma belirleyicilerini şöyle sıralamaktadır:

Tablo 3.1: Nakit Tutma Belirleyicileri

Firmaya Özel Değişkenler	Nakit Tutma
	AR-GE Harcamaları
	Büyüme Fırsatı
	Yatırım
	Firma Büyüklüğü
	Kaldıraç

Tablo 3.1: Nakit Tutma Belirleyicileri (Devamı)

Firmaya Özel Değişkenler	Kâr payı Borç yapısı Nakit akım Nakit akım değişkenliği Net işletme sermayesi Varlık getirisi Özsermaye kârlılığı Likidite Sermaye
Makroekonomik Değişkenler	Enflasyon Özel Sektöre Sağlanan Yurtiçi Kredi (GSYH Oranı) GSYH Yıllık Büyüme Oranı Hukukun Üstünlüğü Endeksi Toplam Piyasa Değeri Kurumsal Yönetişim Değişkenleri Kültür

Tablo 3.1’de sıralanan firmaya özel değişkenleri ve makroekonomik değişkenleri şu alt başlıklar halinde incelemek de mümkündür:

- İşletme Büyüklüğü:* Genellikle büyük ölçekli işletmeler, daha fazla operasyonel faaliyeti yönetmek ve finansal esneklik sağlamak amacıyla daha yüksek nakit rezervleri tutabilirler.
- Endüstri ve Sektör:* Endüstri koşulları ve sektörel dinamikler, işletmelerin nakit yönetimini etkiler. Örneğin, hızlı değişen teknoloji sektöründe faaliyet gösteren işletmeler, belirsizliği azaltmak adına daha yüksek nakit rezervleri tutabilirler.
- Finansal Performans:* İşletmenin finansal durumu, nakit tutma düzeyini etkiler. Karlı bir işletme, nakit akışlarını artırabilir ve bu da daha yüksek nakit rezervlerine olanak tanır.

- d. *Borç ve Kredi Durumu:* İşletmenin borç seviyesi ve krediye erişim yeteneği, nakit yönetimini etkiler. Düşük borçlu işletmeler genellikle daha az nakit rezervi tutabilirler, çünkü finansman ihtiyaçları daha düşüktür.
- e. *Pazar Koşulları:* Pazar koşulları, talep dalgalanmaları, rekabet düzeyi ve müşteri ödeme alışkanlıkları gibi faktörler, işletmelerin nakit ihtiyaçlarını etkiler. Belirsiz pazar koşulları, işletmeleri daha fazla nakit rezervi tutmaya yönlendirebilir.
- f. *Faiz Oranları:* Faiz oranları, işletmelerin alternatif yatırım getirilerini etkiler. Yüksek faiz oranları, işletmeleri nakitlerini banka hesaplarında tutmaya yönlendirebilir, çünkü bu durumda faiz getirisi daha yüksek olabilir.
- g. *Vergi Politikaları:* Vergi politikaları, işletmelerin nakit yönetimini etkileyebilir. Vergi avantajları veya cezalar, nakit tutma stratejilerini etkileyebilir.
- h. *Mali Politikalar:* Genel ekonomik durum ve mali politikalar, işletmelerin nakit tutma kararlarını etkiler. Enflasyon, döviz kuru dalgalanmaları ve diğer makroekonomik faktörler nakit yönetimini etkileyebilir.
- i. *Teknolojik Gelişmeler:* Teknolojik gelişmeler, işletmelerin finansal süreçlerini ve ödeme sistemlerini etkileyerek nakit yönetimini şekillendirebilir.

Yukarıdaki maddeler genel çerçeve oluşturması bakımından önemlidir. Fakat bu unsurların tamamının operasyonel değişkenleri ve şirket özelinde değerlendirilmesi gereken özellikleri bulunmaktadır (Yıldız, 2020). Bu bakımdan söz konusu belirleyicileri ayrı ayrı tartışmak yerinde olacaktır.

3.1.1 Likidite İhtiyacı ve Nakit Akışı

3.1.1.1 Firma Özelinde Likidite İhtiyacının Belirlenmesi

Her firmanın yapısının gerektirdiği ihtiyaçlar kapsamında likidite ihtiyaçlarını belirlenmesi gerekmektedir. Likidite ihtiyacı aynı zamanda işletmelerin hem kuruluş hem de sürdürülebilirlik aşamalarında değerlidir. Örneğin “işletmelerin çalışma sermayelerini uygun seviyede tutmaları, likidite, kârlılık, hissedar getirileri ve firma değeri açısından önem arz etmektedir” (Toraman ve Sönmez, 2021: 386). Dolayısıyla likidite ve bu kapsamdaki ihtiyaçların belirlenmesi firmanın tüm çalışma süreçlerinde gereklidir. Firma özelinde likidite ihtiyacının belirlenmesi genellikle firmanın günlük işletme faaliyetlerini sürdürmek için gereken minimum nakit miktarının tespitiyle

başlar. Bu, günlük harcamaları, personel maaşlarını, malzeme alımlarını, kira ödemelerini ve diğer işletme giderlerini karşılamak için gereken miktardır. Ancak, likidite ihtiyacı sadece günlük işletme faaliyetlerini finanse etmekle sınırlı değildir. Firma özelinde likidite ihtiyacı, beklenmedik olaylar veya kriz durumları için de hesaba katılmalıdır. Örneğin, beklenmedik bir pazar daralması, önemli bir müşterinin iflası veya doğal afet gibi durumlar, firmanın ani nakit ihtiyacını artırabilir. Bu nedenle, bir firmanın likidite ihtiyacını belirlerken, beklenen ve beklenmeyen harcamaların yanı sıra kriz durumları da dikkate alınmalıdır.

3.1.1.2 Piyasa Koşullarının Nakit Akışına Etkisi

Piyasa koşullarının nakit akışına etki durumu bir firmanın nakit akışı üzerinde finansal piyasalardaki değişikliklerin nasıl bir etkiye sahip olduğunu ifade eder. Finansal piyasalardaki dalgalanmalar, faiz oranlarındaki değişiklikler, döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve diğer makroekonomik faktörler, bir firmanın nakit akışını doğrudan etkileyebilir. Bu nedenle, bir firmanın nakit yönetimi stratejileri oluştururken ve nakit akışını yönetirken, piyasa koşullarının dikkate alınması büyük önem taşır. Örneğin “Yatırımcıların davranışsal yanlılıklarının yanı sıra riske bakış açıları da yatırım kararlarını etkilemektedir. Piyasaya gelen bir haberin yatırımcı tarafından nasıl yorumlandığı ve bu yorum karşısında nasıl bir risk olarak yatırım yapacağı” (Çiftçi ve Reis, 2020) gibi hususlar doğrudan piyasa koşullarının nakit akışına etkisi ile ilişkilidir.

3.1.1.3 Nakit Akışının Mevsimsel ve Dönemsel Değişkenlikleri

Bu konu, bir firmanın belirli dönemlerde veya mevsimsel olarak yaşadığı nakit giriş ve çıkışlarının değişkenliklerini ifade eder. Bu durum, firmaların işletme faaliyetlerinin doğası, sektörleri veya ekonomik faktörler nedeniyle belirli dönemlerde nakit akışlarında değişiklikler yaşadıkları anlamına gelir. Örneğin, birçok perakende işletmesi için tatil sezonu, genellikle artan satışlarla birlikte gelen yüksek nakit girişlerine yol açar. Bu dönemde, müşteri talebi artar ve firmalar bu artan talebi karşılamak için stoklarını artırabilirler. Bu durum, perakende işletmelerinin tatil döneminde daha yüksek nakit akışlarına sahip olmalarına neden olabilir (Çelik, 2022). Ancak, tüm sektörler veya işletmeler için mevsimsel veya dönemsel değişkenlikler

aynı olmayabilir. Bu nedenle, bir firmanın nakit akışının mevsimsel ve dönemsel değişkenliklerini anlamak, nakit yönetimi stratejilerini planlamak ve uygulamak için önemlidir. Özellikle işletmenin nakit akışını dengelemek için mevsimsel zirve ve durgunluk dönemlerinde uygun önlemler almak önemlidir. Bu önlemler arasında, nakit rezervlerini oluşturmak, kredi tesis etmek veya işletme giderlerini düzenlemek gibi yöntemler yer alabilir.

3.1.2 Finansal Maliyetler ve Faiz Oranları

3.1.2.1 Faiz Oranlarının Nakit Tutma Kararlarına Etkisi

Bir firmanın nakit yönetimi stratejilerini belirlerken ve uygularken faiz oranlarının nasıl bir rol oynadığı da önemlidir. Faiz oranları, borçlanma maliyetlerini ve alternatif yatırım getirilerini etkilediği için, bir firmanın nakit tutma kararlarını doğrudan etkileyebilir (Furtuna, 2017; Yıldırım, 2021). İşletmeler borçlanırken, farklı yatırımlar hedeflediklerinde ya da çeşitli projelerde yer almak istediklerinde faiz oranlarındaki değişiklikler, bir firmanın nakit yönetimini etkileyebilir ve nakit tutma kararlarını belirleme konusunda etkiye sahiptir.

3.1.2.2 Kredi ve Borçlanma Maliyetlerinin Değerlendirilmesi

Genellikle kredi faiz oranları, borçlanma maliyetleri, geri ödeme koşulları ve işletme için uygun finansman kaynaklarını belirleme sürecini içerir. İşletmeler, uygun bir şekilde borçlanma maliyetlerini değerlendirerek, nakit akışlarını etkilemeyecek ve işletme likiditesini tehlikeye atmayacak şekilde finansman sağlamayı hedefler. Bu süreç aynı zamanda işletmenin finansal yapısını da etkileyebilir (Kaya vd., 2018). Örneğin, yüksek faiz oranlarına sahip bir borçlanma, işletmenin gelecekteki nakit akışlarını olumsuz etkileyebilir ve likidite sorunlarına neden olabilir. Bu nedenle, işletmeler borçlanma maliyetlerini değerlendirirken, mevcut nakit akışlarını, gelecekteki nakit ihtiyaçlarını ve risk toleranslarını dikkate almalıdır.

3.1.2.3 Finansman Kaynaklarının Maliyet-Yarar Analizi

Finansman kaynaklarının maliyet-yarar analizi oldukça önemlidir. Bir işletmenin nakit akışını dengelemek için kullanabileceği farklı finansman kaynaklarını belirleme ve bu

kaynakların maliyetlerini değerlendirme sürecini ifade eder. Bu analiz, işletmelerin likidite ihtiyaçlarını karşılamak için uygun finansman kaynaklarını seçmesine ve bu kaynakların getirdiği maliyetler ve faydalar arasında bir denge kurmasına yardımcı olur (Ergen, 2021). Örneğin, işletme nakit akışını artırmak için kredi alabilir veya sermaye artırımını yapabilir. Ancak, her iki seçenek de işletme için farklı maliyetler ve riskler içerir. Kredi almak, faiz ödemeleri ve geri ödeme taahhütleriyle birlikte gelirken, sermaye artırımını, hisse senedi sahipleriyle kar payı paylaşımı anlamına gelir. Dolayısıyla, işletme, finansman kaynaklarının maliyet ve yararlarını dikkate alarak en uygun stratejiyi belirlemelidir. Bu analiz, işletmenin nakit durumunu iyileştirmek ve likiditeyi artırmak için doğru finansman kararlarını vermesine yardımcı olur.

3.1.3 Piyasa Koşulları ve Risk Algısı

3.1.3.1 Piyasa Volatilitésinin Nakit Yönetimine Etkisi

Piyasa volatilitésinin nakit yönetimine etkisi, finansal piyasalardaki oynaklığın veya değişkenliğin bir işletmenin nakit yönetimi stratejilerini nasıl etkilediğini ifade eder. Piyasa volatilitési, fiyatların veya faiz oranlarının hızla ve belirgin şekillerde değişmesini tanımlar. Örneğin Çam vd. (2023)'nın araştırmasında petrol fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar firmaların optimal nakit bulundurma hedeflerine uyum hızını artırmaktadır. Buna ek olarak olası riskler karşısında ve belirsizlik durumunda firmaların nakit bulundurmaya daha eğilimli olduğu tespit edilmiştir.

3.1.3.2 Ekonomik Belirsizliklerin Nakit Tutma Kararlarına Etkisi

Ekonominin belirsiz olduğu dönemlerde işletmeler, gelecekteki nakit akışlarını öngörmekte zorlanabilirler. Bu durum, işletmelerin nakit yönetim stratejilerini ve likidite politikalarını yeniden değerlendirmelerini gerektirebilir. Özellikle ekonomik belirsizlik dönemlerinde, işletmeler genellikle daha temkinli bir yaklaşım benimserler ve likidite riskini azaltmak için daha fazla nakit rezervi tutabilirler. Ekonomik belirsizlikler aynı zamanda işletmelerin yatırım kararlarını da etkileyebilir. Belirsizlik dönemlerinde işletmeler, yeni projelere veya genişlemelere yatırım yapmaktan kaçınabilirler ve mevcut yatırımları erteleyebilirler. Bu da işletmelerin nakit yönetimini etkileyebilir ve nakit tutma kararlarını değiştirebilir. Bu bağlamda Dinçergök (2023) araştırmasında ekonomi politikası belirsizliğinin nakit oranına etkisi

üzerine bir araştırma yapmış ve araştırma sonucunda sadece finansal kısıtı göreceli olarak daha az olan firmalarda, ekonomi politikası belirsizliği ve nakit oranları arasındaki pozitif ilişkinin istatistiki açıdan anlamlı olduğunu tespit etmiştir.

3.1.3.3 Sektörel ve Endüstriyel Risk Faktörlerinin Gözden Geçirilmesi

Risk faktörleri çerçevesinde yapılan çalışmalar, bir işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve endüstriyel faktörlerin, işletmenin nakit yönetimi üzerindeki potansiyel etkilerinin incelenmesini ifade eder. Bu faktörler, işletmenin nakit akışını ve likiditesini etkileyebilir ve dolayısıyla nakit yönetimi stratejilerini belirlemede önemli bir rol oynar (Yalçınkaya ve Karakaya, 2023). Örneğin, rekabetin yoğun olduğu bir sektörde faaliyet gösteren bir işletme, fiyatlandırma baskılarıyla karşılaşabilir ve kar marjlarını daraltabilir. Bu durum, işletmenin nakit akışını olumsuz etkileyebilir ve nakit rezervlerini tüketmesine neden olabilir. Benzer şekilde, bir endüstrideki teknolojik değişimler veya tedarik zinciri sorunları gibi faktörler de işletmenin nakit akışını etkileyebilir ve nakit yönetimini zorlaştırabilir. Bu faktörlerin nakit açısından yorumlanması, işletmenin nakit yönetimi stratejilerinin belirlenmesinde kritik bir öneme sahiptir. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet düzeyi, endüstriyel dönüşümler, regülasyonlar ve diğer faktörler, işletmenin nakit akışını etkileyebilir ve işletmenin likiditesini etkileyen riskler oluşturabilir.

3.1.4 Firma Büyüklüğü ve Operasyonel Riskler

3.1.4.1 Büyüklük ve Ölçek Ekonomilerinin Nakit Yönetimine Etkisi

Büyüklük ve ölçek ekonomileri, bir işletmenin üretim veya faaliyetlerini artırmasıyla ortaya çıkan maliyet avantajlarıdır. Bu avantajlar genellikle işletmenin maliyetlerini düşürür ve verimliliğini artırır. Büyüklük ekonomileri, işletmenin üretim miktarı arttıkça ortaya çıkan maliyet avantajlarına işaret ederken, ölçek ekonomileri, işletmenin faaliyetleri genişledikçe maliyetlerin düşmesiyle ilgili avantajları ifade eder. Bu kapsamda lojistik firmalarına odaklanan çalışmada Arı ve ark (2022), “lojistik firmalarının kârlılıklarını artırabilmeleri için büyüme odaklı stratejiler yerine, riskten daha uzak ve daha öngörülü hareketler sergilemeleri, alacak yöntemine önem

vermeleri ve kısa vadeli yükümlölüklerini yerine getirmede sıkıntı çekmeyecek şekilde likidite yönetimi gerçekleştirmeleri” gerektiğini ifade etmişlerdir.

3.1.4.2 Firma İçi ve Dışı Operasyonel Risklerin Değerlendirilmesi

Firma içi ve dışı operasyonel risklerin değerlendirilmesi, bir işletmenin hem iç hem de dış faktörlerden kaynaklanan riskleri tanımlayıp analiz etmesini ifade eder. Firma içi operasyonel riskler, işletmenin kendi kontrolü altındaki unsurlardan kaynaklanırken, dış operasyonel riskler işletmenin kontrolü dışındaki faktörlerden kaynaklanır. Bu risklerin değerlendirilmesi, işletmenin likidite yönetimi stratejilerini belirlemesine yardımcı olur. Çünkü operasyonel riskler, nakit akışını ve likidite durumunu etkileyebilir. Yaşar ve Sayın (2020) yapmış oldukları çalışmada işletmenin karşılaşmış olduğu firma içi ve dışı operasyonel risklere karşı aldığı kararların fayda sağladığını ve bunun yanı sıra iş verimliliğini de artırdığını tespit etmişlerdir.

3.1.4.3 İşletme Çeşidi ve Nakit İhtiyacının Farklılıkları

İşletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörler, iş modeli, büyüklük, pazarlama stratejileri ve operasyonel yapıları gibi birçok faktör, nakit ihtiyaçlarını etkileyebilir. Bu nedenle, işletmeler arasında nakit ihtiyacı ve kullanımı konusunda önemli farklılıklar bulunabilir. İşletmenin nakit tutma durumunu örneğin aile şirketi olması yüksek oranda etkileyebildiği (Yücel, 2016) gibi sektördeki ihtiyaç çerçevesi de etkileyebilmektedir. Örneğin hızlı nakit dönüşümüne sahip perakende işletmeleri ile büyük miktarda yatırımlar gerektiren teknoloji işletmeleri işletme çeşitlerine paralel bir nakit ihtiyacına sahip olmaktadır. Bu da işletmelerin daha sonraki işletme ve likidite ihtiyaçlarını etkileyecek stratejilerin çıkış noktası anlamına gelmektedir.

3.1.5 Vergi Politikaları ve Yasal Düzenlemeler

3.1.5.1 Vergi Politikalarının Nakit Akışına Etkisi

Vergi politikalarının nakit akışına etkisi, işletmelerin vergi yükümlölükleri ve ödemeleri üzerindeki değişiklikler aracılığıyla gerçekleşir. Vergi politikaları, işletmelerin kar marjlarını, nakit akışını ve finansal performanslarını önemli ölçüde etkileyebilir. Yıldız vd. (2023)’ın gıda sektöründeki firmalarda kurumlar vergisi

bağlamında yaptıkları araştırma sonuçlarına göre işletmelerin net karlılığı ile duran varlık yatırımları ve vergi tutarları arasında uzun dönemde bir ilişki olmadığı, fakat net karlılık ile vergi oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu kapsamda vergi oranları, vergi teşvik ve indirimleri, vergi iadesi ve ertelemeler, vergi planlamaları, vergi ödemelerinin zamanlaması gibi hususlar ön plana çıkmaktadır.

3.1.5.2 Yasal Düzenlemelerin Nakit Tutma Stratejilerine Etkisi

Yasal düzenlemeler işletmelerin nakit tutma stratejilerine doğrudan ve dolaylı olarak etki edebilir. İşletmeler, yasal düzenlemelerin gereksinimlerini ve etkilerini dikkatle analiz etmeli ve nakit yönetimi stratejilerini buna uygun olarak ayarlamalıdır (Yıldız, 2020). Örneğin, Yasal düzenlemeler, işletmelerin serbest nakit akışını ve kar dağıtım politikalarını etkileyebilir. Vergiler dışında devlet tarafından işletmelere belirli miktarda nakit tutma zorunluluğu getirebilir veya karın belirli bir yüzdesini şirket içinde tutma gerekliliği getirebilir. Bu tür zorunluluklar, işletmelerin nakit dağıtım stratejilerini etkileyebilir ve serbest nakit akışını azaltabilir. Bir başka yönden de yasal düzenlemeler gerçekleştirildiğinde, işletmelerin çalışma koşulları ve işçi haklarına uyum sağlamasını gerektirebilir. İşletmelerin işçilere ödeme yapma zorunlulukları veya emeklilik planları gibi sosyal haklar, işletmelerin nakit akışını etkileyebilir ve nakit tutma stratejilerini etkileyebilir.

3.1.5.3 Vergi Optimizasyonu ve Nakit Yönetimi Arasındaki İlişki

Vergi optimizasyonu ve nakit yönetimi arasındaki ilişki, işletmelerin vergi yükümlülüklerini minimize etmek için vergi planlaması stratejileri geliştirirken aynı zamanda nakit akışını etkin bir şekilde yönetme ihtiyacından kaynaklanır (Konak ve Çelik, 2023). İşletmelerin nakit yönetimi stratejileri, hem günlük işletme ihtiyaçlarını karşılamak için gerekli nakit akışını sağlamak hem de vergi yükümlülüklerini en aza indirmek amacıyla optimize edilirken başarılı operasyonel süreçlerde bazı vergi optimizasyonu stratejileri ile işletme likiditesi doğru planlanabilir. Böylece işletmeler rekabet avantajı da elde edebilirler.

3.1.6 Rekabet ve Endüstri Dinamikleri

3.1.6.1 Rekabet Seviyesinin Nakit Tutma Kararlarına Etkisi

Rekabet seviyesinin nakit tutma kararlarına etkisi, işletmelerin rekabet ortamındaki değişikliklerin nakit yönetimi stratejilerini etkileyebileceği bir dizi faktörden kaynaklanır:

- Fiyatlandırma tercihleri
- Yatırımlar
- Büyüme Kararları
- Pazarlama Stratejileri
- Reklam Maliyetleri
- Stokların Yönetimi

“Bir işletme, işletme düzeyinde stratejiler ile rakipleri karşısında kendisini en iyi şekilde konumlandırarak rekabet avantajını en üst düzeye çıkarabilir” (Bay ve Karabulut, 2024). Bu nedenle işletmelerin var olma süreçlerinin teminatı olan likiditeye doğrudan etki eder. İşletmeler, rekabetçi bir ortamda faaliyet gösterirken, rekabet seviyesi ve rekabetçi baskılar, nakit akışını ve likiditeyi etkileyebilir.

3.1.6.2 Endüstriyel Yeniliklerin ve Teknolojik Değişimlerin Nakit Akışına Etkisi

Endüstriyel yenilikler ve teknolojik değişimler, işletmelerin nakit akışını çeşitli şekillerde etkileyebilir. Yeni teknolojik altyapıya yapılan yatırımlar, başlangıç maliyetleri ve geri dönüş süreleri nedeniyle nakit akışını olumsuz etkileyebilirken, uzun vadede operasyonel verimliliği artırarak ve maliyetleri azaltarak pozitif etki sağlayabilir. Ayrıca, yenilikler işletmelerin ürün ve hizmet portföylerini genişleterek ve rekabet güçlerini artırarak yeni pazar fırsatları yaratabilir. Ancak, yeni ürünlerin geliştirilmesi ve pazara sunulması maliyetli olabilir ve bu da nakit akışını etkileyebilir. Öte yandan, teknolojik yenilikler risk yönetimini iyileştirerek belirli riskleri azaltabilir ve işletmelerin uzun vadeli rekabet avantajı elde etmelerini sağlayabilir (Taşel, 2020). Sonuç olarak, işletmelerin endüstriyel yeniliklere ve teknolojik değişimlere uyum

sağlamak için nakit yönetimi stratejilerini dikkatle planlamaları ve uygulamaları önemlidir. Bu, rekabet avantajı elde etmelerine ve finansal sağlıklarını korumalarına yardımcı olabilir.

3.1.6.3 Pazarın ve Müşteri Taleplerinin Nakit İhtiyacı Üzerine Etkisi

Pazarın ve müşteri taleplerinin nakit ihtiyacı üzerinde önemli bir etkisi vardır. İşletmeler, pazarın ve müşteri taleplerinin değişkenliğine ve dalgalanmalarına yanıt olarak nakit akışlarını yönetmek zorundadırlar (Yenisu ve Yenice, 2022). Örneğin, talep sezona göre değişken olabilir ve işletmeler bu dönemlerde talebi karşılamak için ek nakit akışına ihtiyaç duyabilirler. Bununla birlikte, talep artışları veya ani büyüme fırsatları, işletmelerin üretim kapasitesini artırmak veya yeni stoklar satın almak için ek nakit akışına ihtiyaç duymalarına neden olabilir. Bu durumda, işletmelerin nakit rezervlerini ve kredi erişimini dikkatle yönetmeleri önemlidir. Ayrıca, müşteri taleplerindeki değişiklikler, tahsilat sürelerini etkileyebilir ve işletmelerin alacaklarını tahsil etme sürecinde nakit sıkıntısı yaşamalarına neden olabilir. Sonuç olarak, işletmelerin pazarın ve müşteri taleplerinin değişkenliğini dikkate alarak esnek nakit yönetimi stratejileri geliştirmeleri ve uygulamaları önemlidir. Bu, işletmelerin nakit ihtiyaçlarını karşılamak ve finansal sağlıklarını korumak için gereken likiditeye erişimlerini sağlayabilir.

3.2 Nakit Tutma İle ilgili Literatür Taraması

Literatürde nakit tutma ile ilgili pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar Tablo 3.2’de gösterilmiştir:

Tablo 3.2: Literatüre Ait Çalışmalar

Araştırmacı	Araştırmanın Yılı	Çalışmanın Odağı
Ames	2015	İngiltere odaklı yapılan çalışmada kurumsal nakit rezervlerine odaklanılmıştır.
Alomran ve Alsubaiei	2022	Karşılaştırmalı bir çalışma kapsamında petrol fiyatları üzerinden yapılan çalışmada likidite dengesinin doğrudan petrol fiyatları, rezervi ve ihracatı gibi konularla ilişkili olduğunu vurgulamaktadır.

Tablo 3.2: Literatüre Ait Çalışmalar (Devamı)

Araştırmacı	Araştırmanın Yılı	Çalışmanın Odağı
Chen vd.	2020	Çin odaklı gerçekleştirilen araştırma, şirket içindeki iç kontrol sisteminin risk yönetimindeki önemine odaklanır.
Duong vd.	2020	Bu çalışmada ABD'deki işletmelerdeki maddi sınırlılıkların nakit tutma stratejisini doğrudan etkilediği tespit edilmiştir.
Joseph vd.	2019	Araştırma, küresel krizin başında likiditesi yüksek İngiltere KOBİ'lerinin yatırım davranışlarına odaklanmıştır.
Lian vd.	2011	Çin firmalarının nakit tutma nedenlerine yer verilmiştir.
Loncan vd.	2020	Araştırma yabancı yatırımcıların işletmenin finans yapısı üzerinde olumlu etkisi olduğuna odaklanmıştır.
Wang ve Xu	2020	Çin'e odaklanan çalışma, nakit tutma ve bunun niteliğinin işletmenin değerini de belirlediğine odaklanır.
Yun vd.	2021	Araştırmada nakit rezervleri ile firma performansı arasındaki ilişkiye odaklanılmıştır.
Zhang vd.	2020	Araştırma Çinli işletmelerdeki belirsizlik ve risk yapısının nakit tutma durumundan da kaynaklanabileceğini vurgulamaktadır.
Batuman	2020	Bu çalışmada belirsizliklerin arttığı dönemlerde şirketlerin daha fazla nakit bulundurma eğiliminde olduğunu göstermektedir.
Batuman vd.	2022	Nakit tutma oranını etkileyen faktörlere odaklanılmıştır.
Demir	2021	Bu araştırmanın sonuçlarına göre sektörlerin ortalama getirilerinin pandemi öncesi dönem ile karşılaştırıldığında düştüğü görülmüştür.
Konak ve Çelik	2023	Bu araştırma işletmedeki nakit yönetiminin firma performansına etkisine odaklanmaktadır.
Özevin	2023	Bu çalışma kurumsal yönetim değişkenleri ile nakit tutma oranı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.
Şahin ve Gül	2022	Bu araştırma para politikasının firma nakit tutma durumu üzerinde etkili olmadığına odaklanmaktadır.
Şeyhoğlu	2021	Bu çalışmada enflasyon ile gayrisafi yurtiçi hasılanın nakit tutma oranı üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Tekin vd.	2021	Bu çalışmada küresel kriz durumu ve likidite ilişkisine dikkat çekilmektedir.
Ulusoy vd.	2019	Bu çalışmada işletmelere ait nakit giriş çıkışının nakit tutma ve nakit yönetimine dönük dengesinin önemi vurgulanmaktadır.

Tablo 3.2: Literatüre Ait Çalışmalar (Devamı)

Araştırmacı	Araştırmanın Yılı	Çalışmanın Odağı
Yıldız	2020	İşletmelerin nakit bulundurma politikalarına etki eden faktörlere odaklanılmıştır.
Yılmaz	2017	Bu çalışmada seçim yılları ile seçimden önceki yıllarda firmaların nakit tutma oranlarının arttığı sonucuna ulaşılmıştır.
Yiğit	2020	Bu çalışmada nakit tutma oranının belirlenmesinde de önemli finansal faktörler olduğunu vurgulanmıştır.
Yücel	2018	Bu çalışmada BIST'te yer alan imalat firmalarının nakit tutma düzeylerine yer verilmiştir.

Ames (2015) çalışmasında kurumsal nakit rezervleri çerçevesinde iki temel konuya odaklanmıştır. Bunları ihtiyat nedeni ve şirket durumu olarak açıklar. İhtiyat çerçevesi likitide hakkında konuları ve bu nakidin yatırım amaçlarıyla tutulmasını; bunun da sermaye piyasasından nasıl etkilendiğini açıklar. Şirket durumu olarak ifade edilen ikinci perspektifte yöneticiler tarafından kötüye kullanılan nakit sermayeden söz edilir ve bu konunun en önemli çıkış noktasının iyi bir kurumsal yönetim olduğu vurgulanır.

Joseph vd. (2019) yapmış oldukları çalışmada küresel krizin başlangıcında nakit varlığa sahip olan kobilerin yatırım davranışlarını incelemişlerdir. Nakit tutumunun kriz sürecini rahatlıkla atlattıkları konusunda destekleyici olduğunun vurgulanmasının yanı sıra nakit tutumunun bu süreçten olumsuz etkilenen diğer KOBİ'lere göre nakit tutan kobilerin süreçten büyüyerek çıktıkları sonucuna ulaşmıştır. Çünkü bu KOBİ'ler süreçte ellerindeki nakit ile avantaj sahibi durumdadırlar. Büyütme etkisi özellikle genç KOBİ'ler için belirgin olmuştur.

Chen vd. (2020) Çin'de gerçekleştirdikleri çalışmada iç kontrol sisteminin risk yönetimindeki önemini ortaya koymuşlardır. Bu kapsamda daha yüksek iç kontrol kalitesi olan işletmelerin nakit tutma süreçlerinde dengeliliğin de ortaya çıkabileceği; olası nakit tutma anomalilerinin de ortadan kaldırılabilceğini kanıtlamışlardır. Ayrıca bu çalışmada nakit tutma etkisinin kurumsal yönetim kalitesi tarafından yönlendirilmediğini ortaya koymaktadır.

Yun vd. (2021) ise nakit rezervleri ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu araştırma sonucunda nakit rezervleri ile firma performansı arasındaki ilişkinin devlet sahipliği, kurumsal yönetim özellikleri, aile sahipliği ve

sahiplik yoğunluğu gibi birkaç firma özgü faktör tarafından düzenlendiğini göstermektedir.

Loncan (2020) araştırmasında yabancı yatırımcıların daha verimli ve değer artırıcı bir nakit politikasına katkıda bulunması nedeniyle yerel işletmelere yabancı firmaların ilgili işletmelerin finans yapısı üzerinde faydalı etkileri olduğunu göstermektedir.

Bu çalışmalar, kurumsal nakit yönetiminin çeşitli boyutlarını ve etkileyen faktörleri anlamamıza ışık tutmaktadır. Ames'in ihtiyat nedeni ve şirket durumu perspektiflerine odaklanması, nakit rezervlerinin likidite ve yatırım amaçlarına yönelik rolünü açıklamaktadır. Joseph vd. küresel kriz bağlamında yaptığı çalışma, nakit rezervine sahip olan KOBİ'lerin krizi daha iyi atlattığını ve büyüme eğiliminde olduklarını göstererek nakit tutumunun stratejik bir avantaj sağlayabileceğini vurgulamaktadır. Chen vd., iç kontrol sisteminin önemini vurgulayarak, yüksek iç kontrol kalitesine sahip işletmelerin nakit yönetiminde denge ve etkinlik sağlama konusunda avantajlı olduğunu belirtmektedir. Yun vd., nakit rezervleri ile firma performansı arasındaki ilişkinin firma özellikleri tarafından düzenlendiğini ortaya koymaktadır. Loncan'ın çalışması, yabancı yatırımcıların yerel işletmelere olumlu etkilerini vurgulayarak, finansal yapı üzerindeki olumlu katkılarını ele almaktadır. Bu bağlamda, bu çalışmalar bir araya getirildiğinde, kurumsal nakit yönetiminin karmaşıklığı ve çeşitliliği üzerinde derinlemesine bir anlayış elde edilir. İhtiyat, kriz direnci, iç kontrol etkinliği, firma performansı ve yabancı yatırımcı etkisi gibi faktörlerin birbirleriyle etkileşimi, işletmelerin nakit politikalarını şekillendirirken dikkate alınması gereken önemli unsurları belirlememize yardımcı olur.

Yılmaz (2017), *“Türkiye’de Kurumsal Nakit Tutmayı Belirleyen Faktörler”* adlı yüksek lisans tezinde Türkiye’deki kurumsal nakit tutmayı belirleyen faktörler, halka açık firmalar üzerinden incelenmiştir. Araştırmaya göre net işletme sermayesi ve nakit tutma arasında negatif ve belirgin bir ilişki olduğu, kaldıraç oranı düşerken nakit tutma seviyesinin arttığı, firma büyüklüğünün nakit tutma üzerinde hem negatif hem de belirgin bir etkisinin olduğu, kârlılık ve nakit tutma kararı arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür. Buna göre durum kârlı firmaların daha fazla nakit bulundurduğunu göstermektedir. Aynı zamanda Türkiye’deki parlamenter seçimlerin nakit tutma kararı üzerindeki etkisi de incelenmiş ve parlamenter seçim bir belirsizlik ölçüsü olarak kabul edilmiştir. Buna göre seçim yılları ile seçimden önceki yıllarda firmaların nakit tutma oranlarının arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Kaldıraç oranı

düşükçe nakit tutma seviyesinin artması, borçlanmanın azaldığında nakit rezervlerinin arttığını gösterir.

Yücel (2018) *“İmalat Sanayi Firmalarının Nakit Tutma Dinamikleri”* adlı çalışmada BİST’e kayıtlı imalat sanayi firmalarında nakit tutmayı etkileyen faktörleri ve optimal nakit seviyesini araştırmış, imalat sanayinde sektörel farklılıklar olduğunu ve firmaların borç finansmanını nakit tutma yerine değerlendirdiklerini tespit etmiştir.

Ulusoy ve ark. (2019) *“Spor işletmelerinde Nakit Yönetimi: BİST’te bir uygulama”* adlı çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören bir spor kulübü üzerinden 2012-2017 yılları arasındaki verilerden hareketle kulüp nakit akışı ve bu kapsamda dikkat edilmesi gereken hususlara detaylıca değinmişlerdir.

Yıldız (2020), *“Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: BİST KOBİ Sanayi Endeksi Firmaları Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”* adlı çalışmasında BİST KOBİ Sanayi endeksinde işlem gören firmaların nakit bulundurma politikalarına etki eden faktörleri tespit ederken 2008-2019 yılları arasındaki verilerden yararlanmıştır. Bu araştırma kapsamında elde edilen bulgulara göre firmaların nakit bulundurma politikaları üzerindeki en önemli faktör karlılık oranıdır.

Yiğit (2020) *“Nakit Tutma Oranının Finansal ve Kurumsal Belirleyicileri: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme”* adlı çalışmasında, Türkiye’deki şirketlerin nakit tutma oranının finansal ve kurumsal belirleyicilerini 2010 ve 2019 yılları arasındaki döneme ilişkin verileri kapsamında incelemiştir. Bu çerçevede işletmelerin büyüme fırsatları olarak ifade ettiği unsurların aynı zamanda nakit tutma oranının belirlenmesinde de önemli finansal faktörler olduğunu vurgulamıştır.

Batuman (2020), *“2008 Kriz Sonrası Türkiye ve Doğu Avrupa Şirketlerinde Nakit Tutma Belirleyicileri”* adlı doktora tezinde 2008 krizine kadar sürekli azalan nakit tutma oranlarının, kriz sonrası her yıl arttığını tespit etmiştir. Bu durum, belirsizliklerin arttığı dönemlerde şirketlerin daha fazla nakit bulundurma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Şeyhoğlu (2021) *“2008 Küresel Ekonomik Kriz Sonrası Türk Bankacılık Sektöründe Nakit Tutma Oranlarının Seçili Finansal Göstergeler İle İlişkisi”* adlı yüksek lisans tezinde bankacılık sektörünün türkiyede 2008 sonrasındaki nakit tutma davranışlarını incelemiştir. Bu bağlamda enflasyon ile gayrisafi yurtiçi hasılanın nakit tutma oranı üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir. Enflasyon ve gayrisafi yurt içi hasılanın nakit

tutma oranları üzerindeki etkisinin tespiti, ekonomik göstergelerin nakit yönetimi stratejilerini şekillendirebileceğini ortaya koymaktadır.

2008 Ekonomik krizi yapılan çalışmalarda önemli süreci ifade etmekte ve özel bir çalışma çerçevesini oluşturmaktadır. BIST endeksleri çerçevesinde farklı değişkenlerle yapılmış pek çok araştırma bulunmaktadır. Tekin ve ark. (2021) “*Küresel Finansal Kriz ve Nakit Tutma Ayarlama Hızı*” adlı çalışmada küresel finansal kriz (2008-2009) ve sonrasında BIST’te işlem gören finansal olmayan firmaların nakit varlıklarını ayarlama hızını 2003-2018 tarihleri arasındaki veriler kapsamında incelemiştir. Bu analiz kapsamında küresel finansal kriz sırasında ve sonrasında işletmelerin nakit varlığı ayarlama hızının arttığı tespit edilmiştir.

Demir (2021), “*Covid-19 Salgınının BIST Sektör Endeksleri Üzerine Etkisinin Analizi*” adlı yüksek lisans tezinde koronavirüs pandemisinin BIST sektör endeksleri üzerine olan etkileri incelenmiş ve araştırma sonuçlarına göre sektörlerin ortalama getirilerinin pandemi öncesi dönem ile karşılaştırıldığında düştüğü görülmüş; buna ek olarak sektörlerin etkilenme derecelerinin de farklı olduğu tespit edilmiştir. Çalışma, salgının sektörler arasında farklı etkiler yarattığını ve ortalama getirilerin pandemi öncesine göre düştüğünü göstermektedir.

Şahin ve Gül (2022), “*Corporate Cash Holding and Monetary Policy*” adlı çalışmada Türkiye’de borsada işlem gören finansal olmayan firmalara ait analiz yapmışlardır. Bu analiz sonucunda para politikalarının bilinenin aksine firmaların nakit tutma durumları üzerinde etkili olmadığı ve bu nedenle söz konusu ilişkiselliğin genellenebilir olmadığı sonucuna varmışlardır.

Konak ve Çelik (2023) “*Turizm İşletmelerinde Nakit Yönetimi ve Nakit Akımlarının Firma Performansına Etkisi*” adlı çalışmada BIST’te yer alan yedi turizm işletmesinin 2012-2021 yılları arasındaki verileriyle nakit yönetiminin firma performansına etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Bu çalışmaya göre işletmeye ait faaliyetlerden sağlanan nakit akışı özkaynak karlılığı üzerinde etkilidir.

Özevin (2023), “*Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin İngiltere Firmalarının Nakit Tutma Oranına Etkisi: GMM Dinamik Panel Veri Analizi*” adlı çalışmada İngiltere’deki borsa şirketlerinin kurumsal yönetim değişkenleri ile nakit tutma oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu çalışmanın bağımsız değişkenleri kurumsal sürdürülebilirlik performans skoru, çevre sosyal yönetim skoru, yönetim kurulu

büyüklüğü, yönetim kurulundaki kadın üye oranı ve yönetim kurulu bağımsız üye oranıdır. Bu araştırmanın sonucunda kadın üye oranı ile nakit tutma oranı arasında negatif ilişki bulunurken, bağımsız üye oranıyla nakit tutma oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiş olup; diğer değişkenlerle nakit tutma oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Bu çalışmalar, farklı dönemlerdeki ekonomik olaylar, krizler ve belirsizliklerin kurumsal nakit tutma stratejilerini nasıl etkileyebileceğini gösteren önemli bulgular sunmaktadır.

Türkiye'deki kurumsal nakit tutma davranışlarına odaklanan çeşitli akademik çalışmalar, şirketlerin nakit politikalarını belirleyen faktörlerin anlaşılmasında ve bu politikaların ekonomik çevrelerle olan ilişkisinin değerlendirilmesinde önemli içgörüler sunmaktadır.

4. YÖNTEM

4.1 Örneklem

Bu çalışmada BİST'te sektörler arası bir karşılaştırma yapılacak olup söz konusu sektörlerden hareketle firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörler incelenecektir. Çalışmada, halka açık olan firmaların finansal tablo verileri çerçevesinde BİST şirketlerinin sektörlere göre nakit tutma davranışlarının belirleyicileri incelenmiştir. Bu kapsamda mali sektör dışında yer alan 9 farklı sektördeki firmaların verileri Refinitive Eikon veritabanından elde edilmiştir. Firmaların sektörel ayrımları, Thomson Reuters İşletme Sınıflandırmasına (Thomson Reuters Business Classification) göre yapılmıştır. Buna göre firmalar temel materyaller, döngüsel tüketici ürünleri, döngüsel olmayan tüketici ürünleri, enerji, sağlık, endüstriyel üretim, teknoloji, gayrimenkul ve elektrik, gaz ve su hizmetleri sektörlerine ayrılmıştır. Örneklemde yer alan firmaların isimleri ve hangi sektöre dâhil oldukları EK 1’de sunulmuştur.

Çalışma kapsamında kullanılan bütün değişkenlere ait bilgiler Refinitiv Eikon veri tabanından elde edilmiştir. Örneklemden eksik veriler de çıkartıldıktan sonra, çalışmanın örneklemini 2000-2022 yılları arasında toplam 383 firma ve 4393 firma-yılı gözleminden oluşmuştur. Son olarak verilerdeki uç değerlerin etkisini ortadan kaldırabilmek için değişkenlerin her birisi için alt uç değerler yüzde 2,5. değere ve üst uç değerler ise yüzde 97,5. değere denk gelen gözlemlere eşitlenmiştir.

Tablo 4.1: Yıllara Göre Örneklem Dağılımı

Yıllar	Gözlem Sayısı	%	NAKIT Ortalama
2000	8	0,18	0,108
2001	12	0,27	0,085
2002	31	0,71	0,079
2003	53	1,21	0,099
2004	62	1,41	0,097
2005	160	3,64	0,101
2006	170	3,87	0,102
2007	170	3,87	0,114
2008	168	3,82	0,115
2009	169	3,85	0,115
2010	185	4,21	0,103

Tablo 4.1: Yıllara Göre Örneklem Dağılımı (Devamı)

Yıllar	Gözlem Sayısı	%	NAKIT Ortalama
2011	200	4,55	0,101
2012	231	5,26	0,099
2013	247	5,62	0,107
2014	256	5,83	0,087
2015	262	5,96	0,090
2016	264	6,01	0,095
2017	263	5,99	0,107
2018	267	6,08	0,139
2019	270	6,15	0,148
2020	275	6,26	0,133
2021	320	7,28	0,108
2022	350	7,97	0,201

Tablo 4.1’de işletmelerin gözlem sayısı ve nakit oranlarının yıllara göre değişimi yer almaktadır. Bu kapsamda yıl bazında gözlem sayısının arttığı ve özellikle 2022 yılında nakit oranının artış gösterdiği görülmektedir. Bu da firmaların zaman içerisinde daha fazla nakit tutma eğilimine sahip olduklarının önemli bir göstergesidir.

Tablo 4.2: Sektörlere Göre Örneklem Dağılımı

Yıllar	Gözlem Sayısı	%	NAKIT Ortalama
Döngüsel Tüketici Ürünleri	1,174	26,7	0,090
Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri	620	14,1	0,080
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri	147	3,35	0,074
Endüstriyel	643	14,6	0,127
Enerji	118	2,69	0,197
Gayrimenkul	437	9,95	0,111
Sağlık	88	2,00	0,137
Teknoloji	271	6,17	0,166
Temel Materyaller	895	20,3	0,115

Tablo 4.2, sektörler bazında nakit tutma oranlarına yer vermiştir. Bu kapsamda işletmelerin sektörlere göre finansal davranışlarında farklılıklar olduğunu söylemek mümkün olup bu durum, sektörel ihtiyaçlar ve stratejiler bakımından da doğaldır. Bu tabloya göre enerji sektörü en yüksek nakit oranına sahip görünürken döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektörü en düşük nakit oranına sahip görünmektedir. Ayrıca

en yüksek gözlem sayısına sahip sektör döngüsel tüketici ürünleri sektörüyken en düşük gözlem sayısına sahip sektör sağlık sektörü olarak tespit edilmiştir.

4.2 Araştırma Modeli ve Değişkenler

BİST şirketlerinin sektörlere göre nakit tutma davranışlarının belirleyicilerinin incelenebilmesi amacıyla aşağıdaki model oluşturulmuştur.

$$NAKİT_{it} = \alpha + \beta_1 BUYUKLUK_{it} + \beta_2 KARLILIK_{it} + \beta_3 KALDIRAC_{it} + \beta_4 PDDD_{it} + \beta_5 LIKIDITE_{it} + \beta_6 SATIS_{it} + \beta_7 C_SERMAYE_{it} + \beta_8 YATIRIM_{it} + \beta_9 ARGE_{it} + \beta_{10} TEMETTU_{it} + \beta_{11} DAGTLMYN_KAR_{it} + \beta_{12} RISKLILIK_{it} + \beta_{13} ZARAR_{it} + \beta_{14} KRIZ_BANKACILIK_t + \beta_{15} kRIZ_KURESEL_t + \beta_{16} KRIZ_COVID_t + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

Modeldeki i ve t indisleri sırasıyla firmaları ve yılları ifade etmektedir. Bu değişkenlerin ayrıntılı tanımları Tablo 4.3'te gösterilmektedir. Son olarak ε_{it} ise hata terimidir.

Tablo 4.3: Değişkenlerin Tanımları ve Açıklamaları

Değişkenler	Değişkenlerin Açıklamaları
NAKIT	Nakit = Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar/Toplam Varlıklar Oranı
BUYUKLUK	Büyüklik = Toplam varlıkların doğal logaritması
KARLILIK	Kârlılık = Net Kâr / Toplam Varlıklar
KALDIRAC	Kaldıraç = Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar
PDDD	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı = (Toplam varlıklar - Öz kaynaklar + Piyasa Değeri) / Toplam Varlıklar
LIKIDITE	Likidite = Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
SATIS	Satış Büyümesi = (Toplam Satışlar - Önceki Dönem Toplam Satışlar) / Önceki Dönem Toplam Satışlar
C_SERMAYE	Net Çalışma Sermayesi = (Dönen Varlıkları - Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar - Kısa Vadeli Yükümlülükler) / Toplam Varlıklar
YATIRIM	Sermaye Yatırımları = Uzun Vadeli Duran Varlık Yatırımları / Toplam Varlıklar
AR-GE	Ar-Ge Yatırım Oranı = Araştırma Geliştirme Giderleri / Toplam Varlıklar
TEMETTU	Temettü Dağıtma Durumu = Temettü ödemesi yapan firmalar için 1, yapmayan firmalar için ise 0 değerine alan kukla değişken
D_KAR	Dağıtılmayan Kâr Oranı = Dağıtılmayan Kârlar / Toplam Varlıklar

Tablo 4.3: Değişkenlerin Tanımları ve Açıklamaları (Devamı)

Değişkenler	Değişkenlerin Açıklamaları
RISKLİLİK	Firma Riski = Net kârdaki bir önceki yıla göre yüzdesel değişim ile bu değişimin ortalaması arasındaki mutlak farkın doğal logaritması
ZARAR	Zarar Değişkeni = Net zarar açıklayan firmalar için 1, net kâr açıklayan firmalar için ise 0 değerine sahiptir
KRIZ_2001	Bankacılık Krizi Değişkeni = 2001 yılı için 1, diğer yıllar için ise 0 değerine sahip kukla değişken
KRIZ_2008	Küresel Finansal Kriz Değişkeni = 2008 yılı için 1, diğer yıllar için ise 0 değerine sahip kukla değişken
KRIZ_COVID	Pandemi Değişkeni = 2020 ve 2021 yılları için 1, diğer yıllar için ise 0 değerine sahip kukla değişken

Firmaların çeşitli finansal göstergelerine dair ortalama, standart sapma, medyan ve diğer istatistiksel bilgiler Tablo 4.4’de yer almaktadır. Bu tablo, firmaların genel finansal durumu hakkında geniş bilgi sunmaktadır. Ortalama nakit oranı 0.109 olarak gözlenmektedir. Bu da genel olarak firmaların varlıklarının yaklaşık %10’unu nakit olarak tuttuklarını ifade eder. Karlılık oranının ortalaması 4,73 olup, bazı şirketlerin zarar ettiğini (minimum değer %12,9 negatif) gösterirken, bazılarının oldukça yüksek karlılık oranlarına (maksimum 1578) sahip olduğunu göstermektedir. Kaldıraç oranı ortalama %20’dir. Düşük kaldıraç, şirketlerin borç yerine nakit kullanmayı tercih ettikleri anlamına gelmektedir. Bu da finansal esneklikleri olduğunu göstermektedir. Likidite oranı, şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama durumlarını göstermektedir. Ortalama %23.97 likidite oranı, şirketlerin genel olarak iyi bir likidite durumuna sahip olduğunu, dolayısıyla yüksek likiditeye sahip şirketlerin daha az nakit tutma ihtiyacı hissedebileceğini ifade etmektedir. Satışların ortalama artışı %32.4 olarak görülmektedir. Satışları artan şirketler, elde ettikleri nakit akışını genişlemeye veya borç ödemeye yönlendirebilirler, bu da nakit tutma oranlarını doğrudan etkileyebilecek bir sonuçtur. Yatırım yapma oranının ortalama %4,8 olması, şirketlerin genellikle varlıklarının küçük bir kısmını yatırıma yönlendirdiklerini göstermektedir. Buna göre yüksek yatırım yapan şirketler daha az nakit tutabilir. Bu tabloya göre araştırma ve geliştirme harcamaları çok düşük bir ortalama (%0,2) ile gösterilmiş, bu da çoğu şirketin bu alana çok az kaynak ayırdığını belirten bir veridir. AR-GE’ye yatırım yapan şirketler genellikle nakit rezervlerini korumak isteyebilir, denilebilir.

Tablo 4.4: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem S.	Ortalama	St. Sapma	Medyan	Minimum	Maksimum
NAKIT	4,393	0,109	0,124	0,066	0,001	0,576
BUYUKLUK	4,393	19,94	1,826	19,79	15,58	23,65
KARLILIK	4,393	4,731	85,76	0,044	-0,129	1578
KALDIRAC	4,393	0,211	0,184	0,180	0,000	0,654
PDDD	4,393	1,554	1,072	1,197	0,492	5,590
LIKIDITE	4,393	2,397	2,531	1,513	0,489	11,67
SATIS	4,393	0,324	0,635	0,170	-0,642	3,007
C_SERMAYE	4,393	0,062	0,182	0,045	-0,324	0,491
YATIRIM	4,393	0,048	0,056	0,030	0,000	0,273
AR-GE	4,393	0,002	0,005	0,000	0,000	0,024
TEMETTU	4,393	0,371	0,483	0,000	0,000	1,000
D_KAR	4,393	0,110	0,316	0,131	-0,911	0,695
RISKLILIK	4,393	2,220	4,235	0,778	-2,671	13,21
ZARAR	4,393	0,239	0,427	0,000	0,000	1,000

Tablo 4.5’de ise değişkenler arasındaki ilişkiler gösterilmiştir. Korelasyon katsayıları, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi ölçer ve -1 ile 1 arasında değer alır. Pozitif bir korelasyon, bir değişkenin artmasıyla diğerinin de arttığını gösterirken, negatif bir korelasyon bir değişkenin artmasıyla diğerinin azaldığını gösterir. İşaretler (*, **, ***) ise bu korelasyonların istatistiksel anlamlılığını belirtir. Bağımlı değişken Nakit ile bağımsız değişkenler arasında ilişki değerlendirilecek olursa; nakit ile büyüklük, kârlılık, piyasa değeri / defter değeri oranı (PDDD), likidite, satışlar, temettü ödemeleri ve dağıtılmamış karlar arasında pozitif ve anlamlı bir korelasyon vardır, bu da ilgili değişkenlerin artmasıyla nakit miktarının da arttığını gösterir. Diğer taraftan nakit ile kaldıraç, çalışma sermayesi, yatırım, risklilik ve zarar değişkenleri arasında negatif ve anlamlı bir korelasyon vardır, bu da ilgili değişkenlerin artmasıyla nakit miktarının da azaldığını gösterir. Son olarak Ar-Ge harcamaları ile nakit arasında anlamlı bir korelasyon katsayı değeri bulunmamaktadır.

Tablo 4.5: Korelasyon Matrisi

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
NAKIT	1	1,00													
BUYUKLUK	2	0,08***	1,00												
KARLILIK	3	0,03*	-0,02	1,00											
KALDIRAC	4	-0,24***	0,22***	-0,01	1,00										
PDDD	5	0,22***	-0,11***	-0,03**	-0,15***	1,00									
LIKIDITE	6	0,47***	-0,20***	-0,01	-0,46***	0,11***	1,00								
SATIS	7	0,05***	0,16***	0,03**	-0,02	0,15***	-0,04***	1,00							
C_SERMAYE	8	-0,06***	-0,26***	0,00	-0,39***	0,04***	0,36***	-0,04***	1,00						
YATIRIM	9	-0,01***	0,06***	0,05***	0,14***	0,15***	-0,12***	0,02	-0,10***	1,00					
AR-GE	10	0,09	0,00	0,01	-0,08***	0,07***	0,02	-0,04***	0,12***	0,08***	1,00				
TEMETTU	11	0,16***	0,34***	0,01	-0,11***	0,02	0,04**	-0,05***	0,05***	0,03**	0,00	1,00			
D_KAR	12	0,29***	0,37***	0,02	-0,26***	0,11***	0,24***	0,08***	0,19***	0,07***	0,08***	0,39***	1,00		
RISKLILIK	13	-0,06***	0,09***	0,06***	-0,03*	-0,03*	-0,03*	-0,01	0,05***	0,01	0,06***	0,07***	0,05***	1,00	
ZARAR	14	-0,23***	-0,23***	-0,03**	0,24***	-0,11***	-0,15***	-0,16***	-0,18***	-0,04***	-0,06***	-0,28***	-0,49***	-0,01	1,00

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Örnekleme yer alan firmalara ait finansal veriler panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. “Panel veri analizi ülkeler bölgeler firmalar vb. gibi kesit gözlemleri ile zaman serileri gözleminin birlikte analiz edilmesi yöntemidir. Panel veri analizinde ilk olarak klasik model, tesadüfî etkiler ve sabit etkiler modellerinden hangisinin seçileceğine karar verilmesi gerekmektedir” (Akyol ve Demez, 2020). Nitekim, “Panel veri analizlerinde diğer ekonometrik modellerde olduğu gibi hata terimleri üzerine varsayımlar regresyon katsayılarının yorumlanabilmesi açısından önem arz etmektedir. Panel çalışmalarında hem zaman serisine ait sapmalar hem de yatay kesit analizlerine ait sapmalar dikkate alınmaktadır” (Bulut ve Yenipazarlı, 2020).

Tablo 4.6: Panel Veri Tahmin Modeli Belirleme Test Sonuçları

Test	F-Değeri	P> z	χ^2	P> z	χ^2	P> z	Karar
F (Chow) Testi	11,49	0,000					Sabit Etkiler
Breusch-Pagan LM Testi			4990	0,000			Rastsal Etkiler
Hausman Testi					93,62	0,000	Sabit Etkiler

Tablo 4.6, farklı panel veri modelleri arasından hangisinin uygun olduğunu tespit etmek için kullanılmıştır. Sabit ve rastsal etkiler arasındaki karar için yapılan F (Chow) testi ve Hausman testi gibi istatistiksel testler, çalışmanın model seçiminde önemli rol oynamıştır. F (Chow) testi sonuçları bu modelde sabit etkilerin önemli olduğunu ifade etmektedir. Rastlantısal etkilerin modelde var olup olmadığını test eden Breysch-Pagan LM Testi sonuçları incelendiğinde χ^2 değeri 4990 ve p-değeri 0.0000 olduğundan rastsal etkilerin modelde önemli olabileceğini göstermektedir. Hausman testindeki χ^2 değerinin 9362 ve p-değeri 0.0000 olması sonucu sabit etkiler modelinin rastsal etkiler modeline göre daha uygun olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 4.7: Sabit Etkiler Panel Veri Tahmin Modelinin Varsayım Sapma Test Sonuçları

Test	F-Değeri	P> z	χ^2	P> z	CD Değeri	P> z	Karar
Wooldridge Panel Veri Otokorelasyon Testi	183,8	0,000					Otokorelasyon Var
Değişen Varyans için Değiştirilmiş Wald Testi			2,7e+34	0,000			Değişen Varyans Var
Pesaran Yatay Kesitsel Bağımlılık Testi					321,6	0,000	Yatay Kesitsel Bağımlılık Var

Tablo 4.7’de sabit etkiler modeli için varsayım sapmalarını ve olası problemleri ifade etmektedir. Panel verilerde otokorelasyonu test eden Wooldridge Panel Veri Otokorelasyon Testi sonucuna göre modelde otokorelasyon sıkıntısı olduğu tespit edilmiştir. Değişen varyans için değiştirilmiş wald testi ise modeldeki değişen varyansları test etmektedir. Bu testin χ^2 değeri yaklaşık 27e+34 ve p-değeri 0.0000, modelde heteroskedastik sapmaların olduğunu gösterir. Pesaran yatay kesitsel bağımlılık testi sonuçları ise modeldeki gözlemler arasında bağımlılık olup olmadığını kontrol eder. Buna göre χ^2 değeri 3216 ve p-değeri 0.0000 ile yatay kesitsel bağımlılık bulunmaktadır. Bu kapsamda sabit etkilerin tercih edilmesi, zaman içindeki değişkenlerin firmalar arası etkilerden daha baskın olduğunu göstermektedir.

5. BULGULAR

Bir önceki bölümde de görüldüğü gibi panel veri analizinde değişen varyans (heteroskedastisite), otokorelasyon ve yatay kesitsel bağımlılık problemleri ile karşılaşmıştır. Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar yöntemi, bu üç problemin de varlığında sapmasız ve tutarlı tahminler elde edebilmek için geliştirilmiştir. Bu yöntem, panel veri analizlerinde yatay kesitsel bağımlılığı, değişen varyansı ve otokorelasyonu dikkate alarak tahmin edilen standart hataları düzeltir (Hoechle, 2007). Yapılan analizlerde bu yöntemin kullanılması, değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesitsel bağımlılık problemlerinin etkilerini minimize ederek, tahmin edilen regresyon katsayılarının standart hatalarının daha doğru ve güvenilir olmasını sağlar. Bu sayede, elde edilen analiz sonuçları daha sağlam ve güvenilir hale gelir. Bu çalışmada da Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar panel veri tahmin yöntemi kullanılmış ve elde edilen analiz sonuçları tablolastırılarak sunulmuştur.

Tablo 5.1’de analiz edilen firmalarda herhangi bir sektör ayrımı yapılmadan bütün halka açık finans sektörü dışındaki firmalar analize dahil edilmiştir. Bu kapsamda elde edilen bulguların literatürdeki diğer çalışmalarla benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Tablo 5.1’de yer alan veriler incelendiğinde firma büyüklüğü değişkeninin katsayısı -0,006 ve t-istatistiği -2,65 olarak bulunmuştur. Bu katsayı, firma büyüklüğündeki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %0,6’lık bir azalmaya yol açtığını göstermektedir. T-istatistiğinin anlamlılığı, bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade eder. Bu durum, büyük firmaların nakit rezervlerine daha az ihtiyaç duyduğunu veya daha iyi likidite yönetimi uyguladıklarını ortaya koymaktadır. Literatürde, büyük firmaların genellikle daha fazla kaynak erişimine sahip oldukları ve bu nedenle nakit tutma oranlarının düşük olduğu sıkça vurgulanmakta ve bu doğrultuda bulgular elde edilmektedir (Gounopoulos ve Zhang, 2024; Magerakis vd., 2020; Seifert ve Gonenc, 2018; Tran, 2024).

Karlılık değişkeninin katsayısı 0,000 ve t-istatistiği 3,12’dir. Bu katsayı, firmanın karlılığı arttıkça nakit tutma oranının da arttığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu belirtir. Kârlı firmaların, likidite sağlamak ve ani fırsatları değerlendirmek için daha fazla nakit tutmayı tercih etmeleri olağandır. Ayrıca, kârın yüksek olduğu firmaların yatırım ve

operasyonel ihtiyaçları için daha fazla nakit ayırdığı gözlemlenebilir. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Demir ve Ersan, 2017; Dinçergök, 2023; nal ve Yıldız, 2021).

Kaldıraç değişkeninin katsayısı -0,030 ve t-istatistiği -4,62 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, finansal kaldıraç oranındaki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %3'lk bir azalmaya yol açtığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Yüksek kaldıraç oranına sahip firmalar, genellikle borç ykmllklerini yerine getirmek için daha az nakit tutar. Bu durum, firmaların borçlarını finanse etmek için nakit rezervlerini kullanmak zorunda kaldığını veya borç yükümlülüklerinin yüksek olması nedeniyle likidite yönetiminde daha dikkatli olmaları gerektiğini gösterir. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Demir ve Ersan, 2017; Dinçergök, 2023; Seifert ve Gonenc, 2018; Yiğit, 2020).

PDDD değişkeninin katsayısı 0,004 ve t-istatistiği 2,09'dur. Bu katsayı, piyasa değeri/defter değeri oranının artmasıyla birlikte firmaların daha fazla nakit tuttuğunu göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu belirtir. Bu durum, yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip firmaların daha fazla nakit rezervi bulundurdıklarını ve bu rezervleri olası yatırım fırsatları veya operasyonel ihtiyaçlar için kullanmayı tercih ettiklerini gösterir. Nitekim Myers ve Majluf'un (1984) bilgi asimetrisi teorisi, bu firmaların yatırım fırsatlarını değerlendirme potansiyeline sahip olduğunu ve nakit rezervlerini artırarak bu fırsatları değerlendirmeye daha yatkın olduklarını ne sürer. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Demir ve Ersan, 2017; Gounopoulos ve Zhang, 2024; Güneysu, 2023; Magerakis vd., 2020).

Likidite değişkeninin katsayısı 0,025 ve t-istatistiği 18,67 olarak bulunmuştur. Bu katsayı, likidite seviyesindeki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %2,5'lik bir artışa yol açtığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Yüksek likidite seviyesine sahip firmalar, daha fazla nakit tutarak ani finansal ihtiyaçlarını karşılamak ve risklerini minimize etmek istiyor olabilirler. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Nurul Hoque vd., 2022).

Satışlar değişkeninin katsayısı 0,004 ve t-istatistiği 1,82'dir. Bu katsayı, satışlardaki artışın firmaların nakit tutma oranını artırdığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu

ilişkinin %10 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Artan satışlar, firmaların operasyonel nakit akışlarını artırarak daha fazla nakit rezervi bulundurmalarını sağlayabilir. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Seifert ve Gonenc, 2018).

Çalışma sermayesi değişkeninin katsayısı -0,282 ve t-istatistiği -27,25 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, çalışma sermayesi seviyesindeki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %28,2'lik bir azalmaya yol açtığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Yüksek çalışma sermayesi, firmaların operasyonel ihtiyaçlarını karşılamak için daha az nakit tutmaya ihtiyaç duyacakları anlamına gelebilir. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Demir ve Ersan, 2017; Dinçergök, 2023; Gounopoulos ve Zhang, 2024; Tran, 2024; Yiğit, 2020).

Yatırım değişkeninin katsayısı -0,138 ve t-istatistiği -3,75 olarak bulunmuştur. Bu katsayı, yatırımlardaki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %13,8'lik bir azalmaya yol açtığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Yatırım harcamaları arttıkça, firmaların nakit rezervleri azalmaktadır. Bu bulgu literatürdeki önceki çalışmalarla da tutarlıdır (Dinçergök, 2023; Gounopoulos ve Zhang, 2024; Seifert ve Gonenc, 2018; Tran, 2024; Yiğit, 2020).

Dağıtılmayan kâr değişkeninin katsayısı 0,074 ve t-istatistiği 8,31 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, dağıtılmayan kâr oranındaki bir birimlik artışın nakit tutma oranında %7,4'lük bir artışa yol açtığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir.

Ar-Ge harcamaları, temettü ve firma riski değişkenlerinin nakit tutma oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmektedir.

2001 krizi değişkeninin katsayısı 0,039 ve t-istatistiği 6,11 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, 2001 krizinin firmaların nakit tutma oranını %3,9 oranında artırdığını göstermektedir. İlişki %1 düzeyinde anlamlıdır. Kriz dönemlerinde firmalar, finansal güvenliği sağlamak için daha fazla nakit tutma eğilimindedir. 2008 krizi değişkeninin katsayısı 0,002 ve t-istatistiği 1,29'dur. Bu katsayı, 2008 krizinin nakit tutma oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir. COVID-19 krizi değişkeninin katsayısı 0,022 ve t-istatistiği 21,93 olarak bulunmuştur. Bu sonuç, COVID-19

krizinin firmaların nakit tutma oranını %2,2 oranında artırdığını göstermektedir. Anlamlılık düzeyi bu ilişkinin %1 anlamlılık düzeyinde olduğunu belirtir. Küresel pandemi, firmaların likidite ihtiyaçlarını artırmıştır.

Tablo 5.1: Bütün Örneklem için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,006*** (-2,65)
KARLILIK	0,000*** (3,12)
KALDIRAC	-0,030*** (-4,62)
PDDD	0,004*** (2,09)
LIKIDITE	0,025*** (18,67)
SATIS	0,004* (1,82)
C_SERMAYE	-0,282*** (-27,25)
YATIRIM	-0,138*** (-3,75)
ARGE	-0,413 (-1,22)
TEMETTU	0,009 (1,39)
D_KAR	0,074*** (8,31)
RISKLILIK	-0,000 (-0,15)
ZARAR	-0,018*** (-8,38)
KRIZ_2001	0,039*** (6,11)
KRIZ_2008	0,002 (1,29)
KRIZ_COVID	0,022*** (21,93)
Sabit Terim	0,174*** (3,81)
Gözlem Sayısı	4.393
Firma Sayısı	383
R ² değeri	0,672
F - değeri	1.222***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.2'de, döngüsel tüketici ürünleri sektöründeki firmaların nakit değişkeni üzerinde çeşitli bağımsız değişkenlerin etkileri incelenmiştir. Sonuçlar, döngüsel tüketici ürünleri sektöründeki firmaların nakit yönetiminde çeşitli faktörlerin önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle karlılık, PDDD, likidite ve dağıtılmayan kâr gibi değişkenler, şirketlerin nakit miktarını artırıcı yönde etkilerken, büyüklük, kaldıraç, çalışma sermayesi, yatırım, Ar-Ge ve zarar gibi değişkenler nakit miktarını azaltıcı etkiye sahiptir. Bu durum, döngüsel tüketici ürünleri sektöründeki firmaların büyüme ve yatırım stratejilerini planlarken dikkatli olmaları gerektiğini, nakit yönetimi açısından likiditeyi korumanın önemini vurgulamaktadır. Ayrıca, ekonomik kriz dönemlerinde nakit pozisyonlarının nasıl etkilendiği de görülmektedir; 2001 ve COVID-19 krizleri sırasında şirketlerin nakit pozisyonlarını artırdığı, ancak 2008 krizinde bu etkinin belirgin olmadığı anlaşılmaktadır. Bu bulgular, şirketlerin kriz dönemlerinde nakit yönetimine özel önem vermeleri gerektiğini ve farklı krizlerin farklı nakit yönetim stratejileri gerektirdiğini göstermektedir.

Tablo 5.2: Döngüsel Tüketici Ürünleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,010** (-2,22)
KARLILIK	0,000*** (3,98)
KALDIRAC	-0,063* (-1,94)
PDDD	0,014*** (4,51)
LIKIDITE	0,028*** (10,81)
SATIS	0,006 (0,93)
C_SERMAYE	-0,335*** (-10,07)
YATIRIM	-0,165*** (-4,47)
ARGE	-2,214*** (-4,69)
TEMETTU	-0,004 (-0,99)
D_KAR	0,092*** (6,59)

Tablo 5.2: Döngüsel Tüketici Ürünleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları
(Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
RISKLİLİK	0,000 (0,15)
ZARAR	-0,012*** (-4,91)
KRİZ_2001	0,050*** (3,09)
KRİZ_2008	0,003 (0,68)
KRİZ_COVID	0,016*** (4,49)
Sabit Terim	0,258*** (2,83)
Gözlem Sayısı	1.174
Firma Sayısı	94
R ² değeri	0,670
F - değeri	6.166***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.3'te, döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründeki firmaların nakit değişkeni üzerinde çeşitli bağımsız değişkenlerin etkileri incelenmiştir. Sonuçlar, döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründeki firmaların büyüklük, likidite ve dağıtılmamış karlar değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan PDDD ve çalışma sermayesi değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2001, 2008 ve 2020 krizlerinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründe elde edilen sonuçlar, firmaların nakit yönetiminde dikkate almaları gereken önemli faktörleri ortaya koymaktadır. Büyüklük, likidite, dağıtılmamış karlar ve kriz dönemlerinde nakit pozisyonlarının artması, bu sektör firmalarının büyüme, likidite ve kar dağıtım politikalarını dikkatli bir şekilde yönetmeleri gerektiğini göstermektedir. Özellikle 2001, 2008 ve COVID-19 krizleri sırasında nakit pozisyonlarının artması, bu sektör firmalarının kriz dönemlerinde nakit rezervlerini artırmaya yönelik stratejiler geliştirmeleri gerektiğini vurgulamaktadır.

Tablo 5.3: Döngüsel Olmayan Tüketici Ürünleri Sektörü için Panel Veri Analizi
Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	0,010* (1,90)
KARLILIK	0,028 (0,39)
KALDIRAC	-0,002 (-0,10)
PDDD	-0,015** (-2,57)
LIKIDITE	0,030*** (10,38)
SATIS	0,002 (0,15)
C_SERMAYE	-0,249*** (-11,67)
YATIRIM	-0,085 (-1,31)
ARGE	-0,436 (-0,23)
TEMETTU	0,014 (1,31)
D_KAR	0,064*** (5,01)
RISKLILIK	0,000 (0,02)
ZARAR	-0,013 (-1,20)
KRIZ_2001	0,057*** (3,71)
KRIZ_2008	0,007* (1,90)
KRIZ_COVID	0,020** (2,31)
Sabit Terim	-0,145 (-1,34)
Gözlem Sayısı	620
Firma Sayısı	49
R ² değeri	0,619
F - değeri	1.832***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.4 elektrik, gaz ve su hizmetleri sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, elektrik, gaz ve su hizmetleri sektöründeki firmaların karlılık, PDDD, kikiidite, Ar-Ge harcamaları değişkenlerinin artmasının

nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan büyüklük, ve çalışma sermayesi değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2001 krizinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler elektrik, gaz ve su hizmetleri sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre elektrik, gaz ve su hizmetleri sektöründe, nakit yönetimi açısından karlılık, PDDD, likidite, Ar-Ge harcamaları ve kriz dönemlerindeki nakit yönetimi stratejilerinin önemi vurgulanmaktadır. Özellikle karlılık ve likidite gibi faktörlerin nakit miktarını artırıcı etkisi, sektör firmalarının finansal stabiliteyi korumak için bu faktörleri dikkatle izlemeleri gerektiğini göstermektedir. Büyüklük ve çalışma sermayesi gibi faktörlerin ise nakit miktarını azaltıcı etkisi olduğu için, bu faktörlerin de dikkatle yönetilmesi gerekmektedir. Öte yandan, anlamsız bulunan değişkenlerin nakit yönetimi açısından belirgin bir etkisinin olmaması, bu faktörlerin nakit yönetiminde ikinci planda tutulabileceğini ya da başka faktörlerle birlikte ele alınması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 5.4: Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,006* (-1,93)
KARLILIK	0,000*** (10,76)
KALDIRAC	-0,014 (-0,23)
PDDD	0,005* (2,00)
LIKIDITE	0,010*** (5,09)
SATIS	0,007 (1,15)
C_SERMAYE	-0,121*** (-3,32)
YATIRIM	-0,057 (-1,12)
ARGE	78,342*** (3,34)
TEMETTU	0,013 (1,05)

Tablo 5.4: Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları
(Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
D_KAR	0,009 (0,18)
RISKLİLİK	0,003 (0,80)
ZARAR	-0,001 (-0,10)
KRİZ_2001	0,251*** (11,92)
KRİZ_2008	-0,019 (-1,04)
KRİZ_COVID	0,005 (1,41)
Sabit Terim	0,165* (2,06)
Gözlem Sayısı	147
Firma Sayısı	19
R ² değeri	0,694
F - değeri	6,1e+08***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.5 endüstriyel üretim sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, endüstriyel üretim sektöründeki firmaların likidite ve dağıtılmayan kârlar değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan kârlılık, çalışma sermayesi, yatırım ve zarar değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2020 krizinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler endüstriyel üretim sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre endüstriyel üretim sektörü için yapılan panel veri analizi, sektörde faaliyet gösteren firmaların nakit yönetimi açısından dikkate almaları gereken kritik faktörleri ortaya koymaktadır. Pozitif etkili faktörler arasında likidite, dağıtılmamış karlar ve COVID-19 krizi döneminde nakit miktarının arttığı görülmektedir. Bu sonuçlar, sektör firmalarının likidite yönetimine ve kriz dönemlerindeki nakit pozisyonlarını güçlendirmeye odaklanmaları gerektiğini göstermektedir. Negatif etkili faktörler arasında ise çalışma sermayesi, yatırım, zarar ve kârlılık bulunmaktadır. Bu faktörlerin nakit miktarını azaltıcı etkisi, sektör firmalarının bu konularda dikkatli olmaları gerektiğini göstermektedir. Özellikle zarar ve kârlılık gibi faktörlerin nakit miktarı üzerindeki etkisinin olması, sektör firmalarının

kârlılık ve maliyet yönetimlerini dikkatle izlemeleri gerektiğini göstermektedir. Anlamsız bulunan değişkenlerin nakit yönetimi açısından belirgin bir etkisinin olmaması, bu faktörlerin nakit yönetiminde ikinci planda tutulabileceğini ya da başka faktörlerle birlikte ele alınması gerektiğini belirtmektedir.

Tablo 5.5: Endüstriyel Üretim Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,002 (-0,44)
KARLILIK	-0,000* (-1,82)
KALDIRAC	0,033 (1,22)
PDDD	-0,001 (-0,24)
LIKIDITE	0,029*** (4,64)
SATIS	0,002 (0,34)
C_SERMAYE	-0,275*** (-13,18)
YATIRIM	-0,090* (-1,81)
ARGE	-0,176 (-0,16)
TEMETTU	0,003 (0,24)
D_KAR	0,078*** (2,97)
RISKLILIK	-0,004 (-1,00)
ZARAR	-0,027*** (-3,30)
KRIZ_2001	0,012 (0,84)
KRIZ_2008	-0,005 (-1,27)
KRIZ_COVID	0,015*** (3,40)
Sabit Terim	0,141 (1,14)

Tablo 5.5: Endüstriyel Üretim Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları (Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
Gözlem Sayısı	643
Firma Sayısı	59
R ² değeri	0,683
F - değeri	316,2***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.6 enerji sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, enerji sektöründeki firmaların PDDD, likidite, dağıtılmayan kârlar, risklilik ve zarar değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan kârlılık ve çalışma sermayesi değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2020 pandemi krizinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler enerji sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Enerji sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarına göre, nakit yönetimini etkileyen faktörlerin diğer sektörlerden farklı olduğu görülmektedir. Özellikle PDDD, likidite, dağıtılmayan karlar, risklilik ve zarar değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığı belirtilmektedir. Bu durum, enerji sektöründeki firmaların finansal yapısının, özellikle piyasa değeri / defter değeri oranı, likidite durumu, dağıtılmayan karları, risk durumu ve zarar durumu gibi faktörlerin nakit miktarını artırmaya yönelik olduğunu göstermektedir. Öte yandan, kârlılık ve çalışma sermayesi değişkenlerinin ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilediği görülmektedir. Bu durum, enerji sektöründeki firmaların kârlılık düzeyi ve çalışma sermayesi yönetiminin, nakit yönetimi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Son olarak 2020 pandemi krizinde firmaların nakit rezervlerini artırdığı görülmektedir. Bu durum, enerji sektöründeki firmaların pandemi krizine karşı daha güçlü bir nakit pozisyonu oluşturduğunu ve finansal riskleri azaltmak için önlemler aldığını göstermektedir. Diğer değişkenlerin ise enerji sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilemediği belirtilmektedir. Bu durum, enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların nakit yönetiminde diğer sektörlerle göre daha spesifik faktörlere odaklanması gerektiğini göstermektedir.

Tablo 5.6: Enerji Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,009 (-0,66)
KARLILIK	-0,000*** (-3,47)
KALDIRAC	-0,060 (-1,01)
PDDD	0,025*** (7,68)
LIKIDITE	0,058*** (6,67)
SATIS	0,003 (0,60)
C_SERMAYE	-0,394** (-2,62)
YATIRIM	0,158 (0,72)
ARGE	-0,188 (-0,16)
TEMETTU	0,001 (0,04)
D_KAR	0,236*** (3,84)
RISKLILIK	0,009** (2,66)
ZARAR	0,032* (1,75)
KRIZ_2001	-0,026 (-1,42)
KRIZ_2008	0,015 (0,76)
KRIZ_COVID	0,028*** (3,67)
Sabit Terim	0,164 (0,58)
Gözlem Sayısı	118
Firma Sayısı	12
R ² değeri	0,871
F - değeri	2.411***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.7 gayrimenkul sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, gayrimenkul sektöründeki firmaların kârlılık, likidite ve Ar-Ge değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan büyüklük ve çalışma sermayesi değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif

olarak etkilemektedir. 2008 ve 2020 krizlerinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler gayrimenkul sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Bu bulgular gayrimenkul sektöründeki firmaların nakit yönetimi stratejilerinin analizmasına katkı sağlamaktadır. Öncelikle, kârlılık, likidite ve Ar-Ge yatırımlarındaki artışların nakit miktarını artırdığı sonucu, bu firmaların büyüme ve gelecekteki fırsatları değerlendirme konusundaki pozitif yaklaşımlarını yansıtabilir. Diğer yandan, büyüklük ve çalışma sermayesi artışının nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilediği sonucu, büyük firmaların ve daha fazla işletme sermayesi gerektiren firmaların nakit yönetimine daha dikkatli yaklaşması gerektiğini gösterebilir. Ayrıca, 2008 ve 2020 krizlerinde firmaların nakit rezervlerini artırdığı bulgusu, belirsizlik dönemlerinde firmaların nakit yönetimine daha fazla önem verdiklerini ve nakit akışlarını güçlendirmeye çalıştıklarını gösterebilir. Bu bulgular, gayrimenkul sektöründeki firmaların nakit yönetimi stratejilerini anlamak ve kriz dönemlerinde nasıl tepki verdiklerini analiz etmek açısından önemli ipuçları sunmaktadır.

Tablo 5.7: Gayrimenkul Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,037*** (-4,60)
KARLILIK	0,104** (2,26)
KALDIRAC	-0,048 (-1,07)
PDDD	0,000 (0,01)
LIKIDITE	0,011*** (8,85)
SATIS	0,005 (0,95)
C_SERMAYE	-0,231*** (-5,30)
YATIRIM	-0,166 (-0,69)
ARGE	74,689** (2,49)
TEMETTU	-0,003 (-0,21)
D_KAR	-0,014 (-0,49)

Tablo 5.7: Gayrimenkul Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları (Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
RİSKLİLİK	0,001 (0,27)
ZARAR	0,003 (0,22)
KRİZ_2001	0,000 0,000
KRİZ_2008	0,071*** (6,05)
KRİZ_COVID	0,026*** (3,36)
Sabit Terim	0,814*** (5,28)
Gözlem Sayısı	437
Firma Sayısı	40
R ² değeri	0,632
F - değeri	1.569***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.8 sağlık sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, sağlık sektöründeki firmaların kârlılık, likidite ve dağıtılmayan kâr değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan büyüklük, PDDD, çalışma sermayesi ve yatırım değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2020 krizinde firmalar nakit rezervlerini artırmışlardır. Diğer değişkenler sağlık sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre kârlılık, likidite ve dağıtılmayan kâr gibi artan değişkenlerin nakit miktarını artırdığı bulgusu, sağlık sektöründeki firmaların büyüme ve karlılık potansiyelini değerlendirme yaklaşımlarını yansıtabilir. Bununla birlikte, büyüklük, PDDD, çalışma sermayesi ve yatırım gibi diğer değişkenlerin nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilediği bulgusu, bu sektördeki firmaların nakit yönetiminde dikkatli olmaları gerektiğini gösterebilir. Özellikle, yatırım yaparken ve büyümeyi planlarken, nakit akışlarını iyi yönetmeleri gerekebilir. Ayrıca, 2020 krizinde firmaların nakit rezervlerini artırdığı bulgusu da diğer sektörlerde olduğu gibi sağlık sektöründeki firmaların da belirsizlik dönemlerinde nakit yönetimine daha fazla önem verdiklerini ve güçlü nakit pozisyonlarına odaklandıklarını gösterebilir. Bu bulgular, sağlık sektöründeki firmaların nakit yönetimi stratejilerini anlamak ve gelecekteki krizler veya belirsizliklerle nasıl başa çıkacaklarını anlamak açısından önemli ipuçları sunmaktadır.

Tablo 5.8: Sağlık Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,026** (-2,31)
KARLILIK	0,376*** (3,06)
KALDIRAC	-0,033 (-0,26)
PDDD	-0,008** (-2,31)
LIKIDITE	0,033** (2,80)
SATIS	-0,017 (-1,16)
C_SERMAYE	-0,675*** (-5,67)
YATIRIM	-0,337** (-2,39)
ARGE	3,025 (1,46)
TEMETTU	0,021 (1,08)
D_KAR	0,115** (2,42)
RISKLILIK	0,003 (0,54)
ZARAR	0,038 (1,19)
KRIZ_2001	0,000 0,000
KRIZ_2008	-0,007 (-0,64)
KRIZ_COVID	0,027*** (5,25)
Sabit Terim	0,568** (2,65)
Gözlem Sayısı	88
Firma Sayısı	12
R ² değeri	0,768
F - değeri	256***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.9 teknoloji sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, teknoloji sektöründeki firmaların likidite, Ar-Ge ve dağıtılmayan kâr değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan kaldıraç, PDDD, satış büyümesi, çalışma sermayesi ve risklilik değişkenleri ise nakit

tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2001 ve 2020 krizlerinde firmalar nakit rezervlerini artırırken, 2008 krizinde nakit rezervlerini azaltmışlardır. Diğer değişkenler teknoloji sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre likidite, Ar-Ge ve dağıtılmayan kâr gibi artan değişkenlerin nakit miktarını artırdığı bulgusu, teknoloji sektöründeki firmaların büyüme ve yenilikçilik potansiyelini değerlendirme yaklaşımlarını yansıtabilir. Ancak, kaldıraç, PDDD, satış büyümesi, çalışma sermayesi ve risklilik gibi diğer değişkenlerin nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilediği bulgusu, bu sektördeki firmaların da nakit yönetiminde dikkatli olmaları gerektiğini gösterebilir. Özellikle, büyüme stratejileri ve risk yönetimi konularında nakit akışlarını iyi yönetmeleri önemli olabilir. Ayrıca, 2001 ve 2020 krizlerinde firmaların nakit rezervlerini artırdığı ancak 2008 krizinde azalttığı bulgusu da dikkat çekicidir. Bu durum, teknoloji sektöründeki firmaların krizlere karşı farklı tepkiler verdiğini ve kriz türüne bağlı olarak nakit yönetim stratejilerini değiştirdiklerini gösterebilir. Bu bulgular, teknoloji sektöründeki firmaların nakit yönetimi stratejilerini anlamak ve krizlerle nasıl başa çıkacaklarını anlamak açısından önemli ipuçları sunmaktadır.

Tablo 5.9: Teknoloji Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	0,002 (0,48)
KARLILIK	-0,074 (-0,83)
KALDIRAC	-0,113** (-2,33)
PDDD	-0,011** (-2,49)
LIKIDITE	0,051*** (22,80)
SATIS	-0,023*** (-4,66)
C_SERMAYE	-0,408*** (-9,82)
YATIRIM	-0,109 (-0,43)
ARGE	1,041** (2,20)
TEMETTU	0,004 (0,38)

Tablo 5.9: Teknoloji Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları (Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
D_KAR	0,103*** (4,17)
RISKLİLİK	-0,007* (-1,91)
ZARAR	-0,013 (-0,89)
KRİZ_2001	0,078** (2,43)
KRİZ_2008	-0,020*** (-4,17)
KRİZ_COVID	0,010** (2,54)
Sabit Terim	0,081 (0,80)
Gözlem Sayısı	271
Firma Sayısı	27
R ² değeri	0,819
F - değeri	798,2***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.10 temel materyaller sektöründe yapılan panel veri analizi sonuçlarını raporlamaktadır. Sonuçlar, temel materyaller sektöründeki firmaların kârlılık, likidite ve dağıtılmayan kâr değişkenlerinin artmasının nakit miktarını artırdığını göstermektedir. Diğer taraftan kaldıraç, çalışma sermayesi, yatırım ve zarar değişkenleri ise nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. 2001 ve 2020 krizlerinde firmalar nakit rezervlerini artırırken, 2008 krizinde nakit rezervlerini azaltmışlardır. Diğer değişkenler temel materyaller sektöründeki firmaların nakit tutma düzeylerini istatistiksel olarak etkilememektedirler. Buna göre, kârlılık, likidite ve dağıtılmayan kâr gibi değişkenlerin nakit miktarını artırdığı bulgusu, temel materyaller sektöründeki firmaların büyüme ve karlılık potansiyelini değerlendirme yaklaşımlarını yansıtabilir. Ancak, kaldıraç, çalışma sermayesi, yatırım ve zarar gibi diğer değişkenlerin nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilediği bulgusu, bu sektördeki firmaların da nakit yönetiminde dikkatli olmaları gerektiğini gösterebilir. Özellikle, yatırım kararları ve zarar yönetimi konularında nakit akışlarını iyi yönetmeleri önemli olabilir. Ayrıca, 2001 ve 2020 krizlerinde firmaların nakit rezervlerini artırdığı ancak 2008 krizinde azalttığı bulgusu da dikkat çekicidir. Bu durum, teknoloji sektöründeki firmalarda olduğu gibi temel materyaller sektöründeki

firmaların da krizlere karşı farklı tepkiler verdiğini ve kriz türüne bağlı olarak nakit yönetim stratejilerini değiştirdiklerini gösterebilir. Bu bulgular, temel materyaller sektöründeki firmaların nakit yönetimi stratejilerini anlamak ve krizlerle nasıl başa çıkacaklarını anlamak açısından önemli ipuçları sunmaktadır.

Tablo 5.10: Temel Materyaller Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER	NAKİT
BUYUKLUK	-0,001 (-0,13)
KARLILIK	0,000*** (4,70)
KALDIRAC	-0,066** (-2,49)
PDDD	0,005 (1,39)
LIKIDITE	0,034*** (39,25)
SATIS	-0,002 (-0,32)
C_SERMAYE	-0,337*** (-11,17)
YATIRIM	-0,103* (-1,84)
ARGE	1,605 (1,67)
TEMETTU	0,024 (1,64)
D_KAR	0,073** (2,54)
RISKLILIK	0,002 (0,53)
ZARAR	-0,033*** (-5,20)
KRIZ_2001	0,021*** (8,63)
KRIZ_2008	-0,007** (-2,34)
KRIZ_COVID	0,027*** (9,77)
Sabit Terim	0,044 (0,45)

Tablo 5.10: Temel Materyaller Sektörü için Panel Veri Analizi Sonuçları (Devamı)

DEĞİŞKENLER	NAKİT
Gözlem Sayısı	895
Firma Sayısı	71
R ² değeri	0,720
F - değeri	1.327***

Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerleridir. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 5.11'de bütün örneklemden ve sektörlerden elde edilen bulgular toplu bir şekilde gösterilmiştir. Tabloya göre, nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerin sektörler arasında belirgin farklılıklar gösterdiği açıkça görülmektedir. Bu durum, her sektörün kendine özgü dinamiklerinin ve piyasa koşullarının firmaların nakit yönetim stratejilerini nasıl şekillendirdiğine dair önemli ipuçları sunmaktadır. Bulguları daha geniş bir perspektiften değerlendirmek gerekirse;

Tablo 5.11: Sektörlere Göre Analiz Sonuçlarının Toplu Gösterimi

	Bütün Örnekleme	Döngüsel Tüketici Ürünleri	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri	Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri	Endüstriyel	Enerji	Gayrimenkul	Sağlık	Teknoloji	Temel Materyaller
BUYUKLUK	-	-	+	-	Ø	Ø	-	-	Ø	Ø
KARLILIK	+	+	Ø	+	-	-	+	+	Ø	+
KALDIRAC	-	-	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	-	-
PDDD	+	+	-	+	Ø	+	Ø	-	-	Ø
LIKIDITE	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
SATIS	+	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	-	Ø
C_SERMAYE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YATIRIM	-	-	Ø	Ø	-	Ø	Ø	-	Ø	-
AR-GE	Ø	-	Ø	+	Ø	Ø	+	Ø	+	Ø
TEMETTU	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø
D_KAR	+	+	+	Ø	+	+	Ø	+	+	+
RISKLILIK	Ø	Ø	Ø	Ø	Ø	+	Ø	Ø	-	Ø
ZARAR	-	-	Ø	Ø	-	+	Ø	Ø	Ø	-
KRIZ_2001	+	+	+	+	Ø	Ø	Ø	Ø	+	+
KRIZ_2008	Ø	Ø	+	Ø	Ø	Ø	+	Ø	-	-
KRIZ_COVID	+	+	+	Ø	+	+	+	+	+	+

+ işareti değişkenin ilgili sektörde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif, - işareti değişkenin ilgili sektörde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ve Ø işareti ise ilgili değişkenin istatistiksel olarak anlamsız elde edildiğini göstermektedir.

Büyüklik: Genel olarak sektörlerde büyüklüğün nakit tutma üzerinde negatif etkisi bulunurken, döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründe bu etki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitiftir. Bu durum, büyük firmaların döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründe daha fazla nakit tuttuğunu ve belki de bu sektördeki rekabetin ve belirsizliğin büyük oyuncular için daha fazla nakit tutma eğilimine yol açabileceğini düşündürebilir.

Kârlılık: Genel olarak sektörlerde kârlılığın nakit tutma üzerinde pozitif etkisi olduğu görülmektedir. Ancak, endüstriyel üretim ve enerji sektörlerinde bu etki istatistiksel olarak negatiftir. Bu durum, kârlılığın sektörlere göre nakit tutma stratejilerini nasıl etkilediğini göstermektedir. Endüstriyel üretim ve enerji sektöründe kârlılığın nakit üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak negatif olması, bu sektördeki firmaların yüksek kârlılıklarını, firmaların yeni projelere, teknolojilere veya genişlemelere yatırım yapma kapasitesini artırmak için kullandıkları anlamına gelebilir.

Kaldıraç: Bazı sektörlerde kaldıraç oranının nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu da kaldıraçın nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını gösterebilir. Ancak, sektörlerde göre değişen işleyişler ve risk profilleri göz önüne alındığında, bu durumun farklı sektörler arasında değişebileceği unutulmamalıdır.

PDDD: Bütün örneklemin aksine döngüsel olmayan tüketici ürünleri, sağlık ve teknoloji sektörlerinde piyasa değerinin defter değerine oranının nakit tutma üzerinde negatif etkisi olduğu görülmektedir. Diğer sektörlerde ise bu etkinin pozitif ya da istatistiksel olarak anlamsız olduğu gözlemlenmektedir. Döngüsel olmayan tüketici ürünleri, sağlık ve teknoloji sektörlerindeki firmalar, yüksek piyasa değeri-defter değeri oranına sahip olduklarında, büyüme ve yatırım fırsatlarına daha fazla yöneliyor olabilirler. Bu durum, bu firmaların nakitlerini daha fazla projelere, araştırma ve geliştirmeye veya yeni ürün geliştirmeye yönlendirmelerine neden oluyor olabilir.

Likidite: Tüm sektörlerde likiditenin nakit tutma üzerinde pozitif etkisinin olduğu görülmektedir. Bu da likiditenin, nakit yönetimi stratejilerinde temel bir faktör olduğunu ve tüm sektörlerde benimsendiğini göstermektedir.

Satış: Satış büyümesinin çoğu sektörde nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu durum, satış büyümesinin nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını gösterebilir. Diğer taraftan satış

büyümesi sadece teknoloji sektöründe nakit tutma düzeyini negatif olarak etkilemektedir. Teknoloji sektörü, genellikle yüksek yenilikçilik gerektiren bir sektördür. Satış büyümesi, bu firmaların daha fazla yatırım yapmasını gerektirebilir. Yüksek satış büyümesi, firmaların bu yatırımlar için nakitlerini kullanmalarına neden oluyor olabilir, bu da nakit rezervlerini azaltır.

Çalışma Sermayesi: Çalışma sermayesinin nakit tutma üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Firmalar, çalışma sermayesini etkin bir şekilde yöneterek operasyonel verimliliği artırabilirler. Yeterli çalışma sermayesi, firmaların stokları, alacakları ve borçları daha iyi yönetmelerine olanak tanır, bu da operasyonel nakit akışlarının düzenli ve öngörülebilir olmasını sağlar. Bu durumda, firmaların fazla nakit tutma gereksinimi azalır.

Yatırım: Yatırım harcamalarının bazı sektörlerde nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu da yatırım harcamalarının nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını gösterebilir. Ancak, döngüsel tüketici ürünleri, endüstriyel üretim, sağlık ve temel materyaller sektörlerde yatırım harcamalarının nakit tutma üzerinde negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. Bu bulgu bu sektörlerdeki işletmelerin yatırımlarını nakit rezervleri ile finanse ettiklerini göstermektedir.

AR-GE: AR-GE harcamalarının bazı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini pozitif etkilerken bazı firmaların nakit tutma düzeyleri üzerinde ise herhangi bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Diğer taraftan sadece döngüsel tüketici ürünleri sektöründeki firmaların Ar-Ge harcamaları nakit rezervlerinin azalmasına sebep olmaktadır. Buna göre bu sektördeki firmalar Ar-Ge harcamalarını nakit rezervleri ile finanse etmektedirler.

Temettü: Temettü politikasının nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu da temettü politikasının nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını göstermektedir.

Dağıtılmayan Kâr: Bazı sektörlerde dağıtılmayan kâr oranının nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülürken, genel olarak farklı sektörlerdeki işletmelerin dağıtılmayan kâr tutarlarındaki artış nakit rezevlerini artırmaktadır. Dağıtılmayan kâr, bir işletmenin kârından hissedarlara dağıtılmayan ve işletmede tutulan kısım olarak tanımlanır. Bu kârlar, işletmenin gelecekteki büyüme, yatırım ve

likidite ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılabilir. Dolayısıyla, dağıtılmayan kâr tutarlarının artması, işletmelerin nakit rezervlerini artırarak finansal esnekliklerini korumalarını sağlar.

Risklilik: Risklilik değişkeninin genel olarak çoğu sektörde anlamsız bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu da risklilik durumunun nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını gösterebilir. Ancak, risklilik nakit tutma düzeyi üzerinde enerji sektöründe pozitif ve teknoloji sektöründe ise negatif bir etkiye sahiptir. Bu bulgulara göre, enerji sektöründeki firmaların artan riskliliğe yanıt olarak daha yüksek nakit rezervleri tuttukları ifade edilebilecektir. Bu eğilim, enerji sektörünün volatil ve riskli doğasından kaynaklanabilir; bu sektördeki firmalar, belirsizliklerle başa çıkabilmek için daha fazla nakit tutmayı tercih edebilirler. Diğer taraftan teknoloji firmaları, genellikle yüksek büyüme potansiyeline sahip olduklarından, risklilik arttıka daha fazla yatırım yapma eğiliminde olabilirler. Yatırımlarını artırarak riskli projelere yönelmek, bu firmaların büyüme ve rekabet avantajı sağlama stratejilerinin bir parçası olabilir.

Zarar: Bazı sektörlerde zarar durumunun nakit tutma üzerinde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu da bu sektörlerde zarar durumunun nakit yönetimi stratejilerinde belirleyici bir faktör olmadığını gösterebilir. Ancak, d ng nsel tüketiciler ürünleri, endüstriyel üretim ve temel materyaller sektöründeki firmaların zarar durumlarını nakit rezervleri ile finanse ettikleri yorumu yapılabilir. Diğer taraftan enerji sektöründe ise zarar durumu nakit rezerv durumunu artırmıştır. Bu durum enerji sektörünün diğer sektörlere göre daha fazla regülasyonlara tabi olmasından ötürü kaynaklanmış olabilir.

Belirsizlik (Kriz): Sadece 2008 küresel finansal kriz döneminde teknoloji ve temel materyaller sektörü haricinde bütün sektörler kriz dönemlerinde genel olarak nakit rezervlerini artırmışlardır. Kriz dönemlerinde tüm sektörlerin genel olarak nakit rezervlerini artırmaları, firmaların belirsizlik ve finansal sıkıntılar karşısında temkinli davranma eğilimlerini yansıtır. Likidite güvencesi sağlamak, kriz dönemlerinde firmalar için kritik bir öneme sahiptir. Piyasa koşullarının belirsiz ve volatil hale geldiği bu dönemlerde, firmalar operasyonlarını sürdürebilmek, borç y k ml l klerini yerine getirebilmek ve ani finansal ihtiyaçlara karşı hazırlıklı olabilmek için daha fazla nakit rezervi tutmayı tercih ederler. Ayrıca, kriz zamanlarında kredi piyasalarının daralması ve borçlanma maliyetlerinin artması, firmaların dış finansman kaynaklarına

erişimini zorlaştırır. Bu nedenle, firmalar dış finansmana olan bağımlılıklarını azaltmak amacıyla nakit rezervlerini artırarak kendi kendilerini finanse etmeye çalışırlar.

Sonuç olarak, farklı sektörlerdeki firmaların nakit tutma stratejilerini etkileyen faktörlerin sektörlere göre farklılık gösterdiği ve bu faktörlerin sektör dinamikleri ve piyasa koşulları ile şekillendiğı görölmektedir. Bu nedenle, nakit yönetimi stratejilerinin belirlenmesi ve uygulanması sürecinde sektörel farklılıkların dikkate alınması önemlidir

Bu bulgular, firmaların nakit tutma stratejilerinin sektörel dinamiklere, piyasa koşullarına ve ekonomik belirsizliklere göre farklılaştığını göstermektedir. Finans yöneticileri ve yatırımcılar için bu farklılıkların göz önünde bulundurulması, daha bilinçli ve etkili kararlar alınmasına yardımcı olabilir. Her sektörün kendine özgü dinamikleri ve risk profilleri dikkate alındığında, nakit yönetimi stratejilerinin sektöre özgü olarak tasarlanması gerektiğı açıktır. Bu, firmaların sürdürülebilir büyüme ve finansal istikrar sağlamalarına katkıda bulunabilir.

6. SONUÇLAR

Bu araştırmada, BIST'te faaliyet gösteren çeşitli sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörler analiz edilmiştir. Araştırmanın bulguları nakit tutma teorileri ile önemli derecede paralellik göstermektedir. Literatürde yer alan Dengeleme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi gibi temel teoriler, firmaların likidite ihtiyaçları ile maliyetleri arasında denge kurma çabalarını ve iç kaynakları tercih etme eğilimlerini desteklemekte; modern yaklaşımlarla uyumlu olarak, firmaların piyasa değerini artırma amacıyla likidite yönetim stratejileri de bu araştırmanın bulgularıyla desteklenmektedir.

Çalışmanın sonucunda, BIST'te faaliyet gösteren çeşitli sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi hedeflenmiştir. Elde edilen bulgular, firma özellikleri ve makroekonomik koşulların, firmaların nakit tutma kararlarında önemli rol oynadığını göstermiştir. Bu bulgular, literatürdeki önceki çalışmalarla (Opler, 1999; Schoubben ve Hulle, 2012) uyumludur ve nakit tutma teorileri ile desteklenmektedir.

Genel örneklem üzerinde elde edilen bulgular, Türkiye'de finans sektörü dışındaki firmaların nakit tutma davranışlarının çeşitli içsel ve dışsal faktörler tarafından etkilendiğini göstermektedir. İlk olarak, kârlılık, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), likidite, satış büyümesi ve dağıtılmayan kâr oranları arttıkça firmaların nakit tutma düzeylerinin de arttığı gözlemlenmiştir. Kârlı firmalar, gelecekteki yatırım fırsatlarını finanse edebilmek ve finansal belirsizliklere karşı kendilerini koruyabilmek amacıyla daha fazla nakit tutma eğilimindedir. Yüksek PD/DD oranı, firmanın piyasada yüksek bir değerle değerlendirildiğini gösterir ve bu firmalar, yatırımcı güvenini korumak ve fırsatları değerlendirmek amacıyla nakit rezervlerini artırır. Likidite oranı yüksek olan firmalar, kısa vadeli borçlarını rahatlıkla ödeyebilecek durumda oldukları için daha fazla nakit tutma eğilimindedir. Satışları hızla artan firmalar, büyüme fırsatlarını finanse edebilmek için nakit tutma ihtiyacı duyarlar. Dağıtılmayan kâr oranları, firmanın gelecekteki büyüme ve yatırım faaliyetleri için kullanılabilecek içsel fonlarını artırır ve bu nedenle nakit tutma düzeyini yükseltir. Ayrıca firmaların büyüklüğü, kaldıraç oranları, çalışma sermayesi ve sabit sermaye yatırımları arttıkça nakit tutma düzeylerinin azalması, çeşitli nedenlere dayanmaktadır. Büyük firmalar, finansal piyasalara daha kolay erişim sağlayarak ani nakit ihtiyaçlarını karşılayabilirler ve bu

nedenle daha az nakit tutma ihtiyacı duyarlar. Kaldıraç oranı yüksek firmalar, borç geri ödemeleri ve faiz yükümlülükleri nedeniyle nakitlerini borç servisine yönlendirirler ve likidite ihtiyaçlarını azaltırlar. Yüksek çalışma sermayesi, firmanın günlük operasyonlarını finanse edebilme yeteneğini artırarak kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını minimize eder. Sabit sermaye yatırımları ise, firmaların nakit rezervlerini uzun vadeli büyüme ve yatırım fırsatlarına yönlendirmesine olanak tanır, bu da nakit tutma düzeylerini düşürür.

Pandemi dönemi, ekonomik belirsizliklerin ve risklerin arttığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde firmalar, operasyonel faaliyetlerini sürdürebilmek ve beklenmedik harcamalarla başa çıkabilmek için nakit rezervlerini artırmışlardır. Bu durum, firmaların kriz dönemlerinde likidite risklerini minimize etme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Pandemi döneminde nakit rezervlerinin artışı, firmaların finansal sağlığını koruma ve operasyonel esnekliğini artırma çabalarının bir yansıması olarak değerlendirilebilir.

Sektörel analizlerde, döngüsel tüketici ürünleri, döngüsel olmayan tüketici ürünleri, elektrik, gaz ve su hizmetleri, endüstriyel üretim, enerji, gayrimenkul, sağlık, teknoloji ve temel materyaller sektörleri bazında yapılan değerlendirmelerde, yukarıda belirtilen faktörlerin bazı sektörlerde anlamlılıklarını koruduğu, bazı sektörlerde ise istatistiksel olarak anlamlılıklarını kaybettiği görülmüştür. Bu durum, her sektörün kendine özgü dinamikleri ve finansal yapıları nedeniyle nakit tutma düzeylerini etkileyen faktörlerin farklılık gösterebileceğini ortaya koymaktadır.

Örneğin, büyüklük değişkeni, bazı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeyleri üzerinde negatif bir etkiye sahipken, döngüsel olmayan tüketici ürünleri sektöründe pozitif bir etkiye sahiptir. Karlılık, genel olarak pozitif bir etki gösterirken, endüstriyel üretim ve enerji sektörlerinde negatif bir etkiye sahiptir. Kaldıraç oranları, genel örnekleme ve döngüsel tüketici ürünleri ile teknoloji sektörlerinde negatif bir etki gösterirken, diğer sektörlerde istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. PD/DD oranı, genel örnekleme pozitif bir etkiye sahipken, döngüsel olmayan tüketici ürünleri, sağlık ve teknoloji sektörlerinde negatif bir etkiye sahiptir. Likidite, tüm sektörlerde pozitif bir etkiye sahipken, satış büyümesi sadece teknoloji sektöründe negatif bir etkiye sahiptir. Çalışma sermayesi, tüm sektörlerde negatif bir etki gösterirken, sabit sermaye yatırımları da genel olarak negatif bir etkiye sahiptir.

Bu bulgular, firmaların nakit tutma davranışlarının sektörel farklılıklar ve ekonomik belirsizlikler gibi dışsal faktörlere ve içsel faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Çalışmanın bulguları, nakit yönetimi stratejilerinin geliştirilmesinde ve optimize edilmesinde önemli yol gösterici olabilir. Firmaların nakit yönetimi stratejilerini belirlerken, sektörel dinamikleri ve ekonomik koşulları dikkate almaları gerekmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde nakit rezervlerinin artırılması, firmaların likidite risklerini minimize etmeleri açısından kritik öneme sahiptir. Yatırımcılar, firmaların nakit tutma politikalarını değerlendirirken, sektörlerle özgü faktörleri ve ekonomik belirsizliklerin etkilerini göz önünde bulundurmalarıdır. Firmaların nakit yönetimi stratejileri, yatırım kararlarını etkileyebilir ve firmaların finansal sağlığını yansıtan önemli bir göstergedir. Ekonomik belirsizlikler döneminde firmaların nakit yönetimi stratejilerini destekleyecek politikaların geliştirilmesi, firmaların sürdürülebilirliği ve ekonomik istikrar açısından önemlidir. Bu bağlamda, nakit yönetimi ve finansal esneklik konularında rehberlik sağlanması, firmaların krizlere karşı dayanıklılığını artırabilir. Sonuç olarak, bu çalışma, nakit tutma davranışlarının belirleyicilerini ve sektörel farklılıklarını detaylı bir şekilde inceleyerek literatüre önemli katkılar sağlamaktadır. Elde edilen bulgular, firmaların finansal stratejilerini optimize etmelerine ve ekonomik belirsizliklerle başa çıkmalarına yardımcı olacak değerli içgörüler sunmaktadır. Bu kapsamlı analizler, nakit yönetimi literatürüne yeni ve derinlemesine bir bakış açısı kazandırmakta ve firmaların nakit yönetimi stratejilerini daha iyi anlamalarına olanak tanımaktadır.

Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde genellikle belli başlı sektörler üzerine yoğunlaşıldığı görülmekte ve nakit tutma davranışlarının genellikle makroekonomik faktörlerle ilişkilendirildiği görülmektedir. Örneğin, Yücel (2018) çalışmasında, faiz oranlarının ve kredi maliyetlerinin nakit tutma üzerinde belirleyici olduğunu vurgulamıştır. Bu çalışmanın bulguları, literatürdeki tespitleri destekler nitelikte olup, faiz oranları ve kredi maliyetlerinin yanı sıra firma büyüklüğü ve sektörel risklerin de nakit tutma stratejileri üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir. Bu araştırma ise sektörel karşılaştırmalı bir analiz ortaya koyarak geniş kapsamlı bir perspektif oluşturmaktadır.

Bu araştırmanın sonucuna göre farklı sektörlerden firmaların farklı nakit tutma stratejileri ve davranışları olabilmektedir. Bu bağlamda firmaların nakit yönetimi stratejilerini geliştirmek adına önlem alarak risk yönetimi ve maliyet analizi yapmaları

gerekmektedir. Ekonomik belirsizlikler ve piyasa dalgalanmalarına karşı daha esnek nakit rezervlerinin oluşturulması gerektiği de bilinmekte, ayrıca kaçınılmaz gelişimin bir sonucu olan teknolojik yatırımlar ve finansal teknolojiler aracılığıyla nakit akış yönetimi optimize edilmelidir.

Çalışmanın ardından farklı sektörlerdeki firmalar üzerinde daha büyük örneklem gruplarıyla yapılan çalışmalar, nakit yönetimi üzerine dinamikleri daha derinlemesine anlamak için yardımcı olabilir. Ayrıca, makroekonomik değişkenlerin nakit tutma üzerindeki etkilerini detaylı inceleyecek çalışmalar da alan araştırmalarına katkı sağlayacaktır.

Bu tez, Türkiye'deki farklı sektörlerdeki firmaların nakit tutma düzeylerini ve bu düzeyleri etkileyen faktörleri kapsamlı bir şekilde analiz etmiştir. Çalışma, nakit yönetimi stratejilerinin geliştirilmesine yönelik geniş bir analiz çerçevesi oluşturmuş ve sektörel bazda politika önerileri geliştirilmesine katkıda bulunmayı amaçlamıştır. Ayrıca, nakit yönetimi konusunda kavramsal çerçevesi ve çok yönlü bakış açısıyla katkı literatüre somut katkılarda bulunmaya çalışmıştır.

Söz konusu bu araştırmanın bulguları, yöneticilere ve politika yapıcılara, risk yönetimi ve stratejik finansal planlama konularında rehberlik edebilir. Özellikle ekonomik belirsizlik dönemlerinde, firmaların nakit rezervlerinin yönetimi büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda bu araştırmanın ve bundan sonra gerçekleştirilecek karşılaştırmalı nakit tutma politikalarına yönelik araştırmaların sonuçları, firmaların daha etkin nakit yönetimi stratejileri geliştirmelerine yardımcı olabilecek bilgiler sunacaktır.

Bu araştırma, nakit tutma kararlarının karmaşıklığını ve çok yönlülüğünü ortaya koymaktadır. Sektörel özellikler ve ekonomik faktörler arasındaki etkileşimler, bu kararları şekillendirmede önemli rol oynamaktadır. Son olarak, bu tez çalışması, akademisyenler, finans profesyonelleri ve sektörel politika yapıcılar için değerli bir kaynak oluşturarak, nakit yönetimi üzerine daha geniş çaplı tartışmaları teşvik edebilir. Bu çalışmalar, daha dinamik ve dirençli finansal stratejilerin geliştirilmesine katkıda bulunabilir.

KAYNAKLAR

- Aksoy, T. (2020), “BİST’teki Ulaştırma Sektörü Firmalarının Verilerinin Modellenmesi ve Tahmini için Koşullu ve Koşulsuz Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelinin Performans Karşılaştırması”, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi.
- Akyol, M., Demez, S. (2020), “İnovasyonun yüksek teknoloji ürün ihracatı üzerindeki etkisi: yeni endüstrileşen ülkeler için panel veri analizi”, Yaşar Üniversitesi E-Dergisi, 15(57), 56-62.
- Al-Najjar, B. (2013), “The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets”, *International Business Review*, 22(1), 77-88.
- Alomran, A.A., Alsubaiei, B.J. (2022), “Oil Price Uncertainty and Corporate Cash Holdings: Global Evidence”, *International Review of Financial Analysis*, 1-23.
- Amess, K. (2015), “Corporate cash holdings: Causes and consequences”, *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Arı, G., Akbınar Dikici, Z.Y., Kayran, O., Çetiner, E.M. (2022), “Firmaların Kârlılık Belirleyicileri: Borsa İstanbul’a (BİST) Kayıtlı Lojistik Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Analizi”, *Journal Of Social, Humanities and Administrative Sciences*, 8(48):145-152.
- Aygün, M., İç, S. (2009), “Firma Nakit Mevcudunun Belirleyicileri”, *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 2(1), 84-102.
- Batuman, B. (2020), “2008 Kriz Sonrası Türkiye ve Doğu Avrupa Şirketlerinde Nakit Tutma Belirleyicileri”, *Doktora Tezi*, Hacettepe Üniversitesi.
- Batuman, B., Yıldız, 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.
- Baum, C. F., Caglayan M., Ozkan N., Talavera O. (2004), “The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Cash Holdings for Non-Financial Firms”, *ZEW Discussion Paper No. 04-10*, Mannheim.
- Bay, E., Karabulut, T. (2024), “Rekabet Stratejilerinin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisinde Risk Yönetimi Uygulamalarının Aracı Rolüne Yönelik Bir Araştırma”, *Denetim* (29), 1-20.
- BIST100, (2023). <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>, (Erişim Tarihi: 12/03/2023)
- Borges, A. R., Farinha, J. B. (2017), “Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: An Empirical Investigation of Portuguese Listed Companies”, *De Valores Mobiliarios*, 57, 8-34.

Bulut, E., Yenipazarlı, A. (2020), “Endüstri 4.0 ve Teknolojinin İstihdam Üzerindeki Etkisi, Panel Veri Analizi”, Pamukkale Journal of Eurasian Socioeconomic Studies, 7(2), 15-35.

Burucu, H., Öndeş, T. (2015), “Finansal Hiyerarşi ve Dengeleme Teorisinin Geçerliliğinin Türk İmalat Sanayi Firmalarında Test Edilmesi”, Sakarya İktisat Dergisi, 4(3), 61-76.

Chen, H., Yang, D., Zhang, J. H., Zhou, H. (2020), “Internal controls, risk management, and cash holdings”, Journal of Corporate Finance, 64, 101695.

Çam, İ., Özer, G., Kocaman, M., Çerez, S. (2023), “Petrol Fiyatı Volatilitesi ve Kurumsal Nakit Bulundurma Politikası: BIST’te Ampirik Bir Uygulama”, Maliye Dergisi, 184, 74-91.

Çelik, M. (2022), “Turizm işletmelerinde nakit yönetimi ve nakit akımlarının firma performansına etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi.

Çifçi, G., Reis, Ş. G. (2020), “Risk İştahı İle Piyasa Likiditesi Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, Ekonomi Politika Ve Finans Araştırmaları Dergisi, 5(2), 389-403.

Demir, C. (2021), “Covid-19 Salgısının BIST Sektör Endeksleri Üzerine Etkisinin Analizi”, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi.

Demir, E., Ersan, O. (2017), “Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries”, Emerging Markets Review, 33, 189-200.

Diaw, A. (2021), “Corporate cash holdings in emerging markets”, Borsa Istanbul Review, 21(2), 139-148.

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.

Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., Rhee, S. G. (2020), “Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings”, Journal of Corporate Finance, 62, 101607.

Ergen, Z. (2021), “Performans esaslı bütçe sisteminden program bazlı performans bütçe sistemine geçiş: yeni bütçe sistemi ile hedeflenenler”, Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14(1), 280-302.

Ferreira, M. A., Vilela, A. S. (2004), “Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries”, European Financial Management, 10(2), 295-319.

Furtana, Ö. K. (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.

Gounopoulos, D., Zhang, Y. (2024), “Temperature trend and corporate cash holdings”, *Financial Management*, Early View, 1-29.

Güneysu, Y. (2023), “Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Faaliyetlerinin Nakit Bulundurma Politikasındaki Rolü: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Örneği”, *Muhasebe Enstitüsü Dergisi*, 69, 45-56.

Güzel, A. (2012), “İşletme Finansmanı”, İzmir, İlya Yayınevi.

Harford, J., Mansi, S. A., Maxwell, W. F. (2008), “Corporate governance and firm cash holdings in the US”, *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535-555.

Hoechle, D., (2007), “Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence”, *Stata Journal*, 7 (3), 281.

Hoque, M. N., Bhuiyan, M. B. U., Nomura, T., Van Zijl, T. (2022), “Determinants of cash holdings evidence from New Zealand local councils”, *Public Money & Management*, 42(8), 605-615.

Jensen, M. C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jiang Yun, Hassan Ahmad, Khalil Jebran, Sher Muhammad (2021), “Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?”, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 34(1), 1283-1305.

Joseph, A., Kneer, C., Van Horen, N., Saleheen, J. (2022), “All you need is cash: Corporate cash holdings and investment after the financial crisis”, *CEPR Discussion Paper No. DP14199*.

Kaya, M., Tunç, H., Topçuoğlu, F. (2018), “Kısa Vadeli Borçlanmanın İşletmelerin Aktif Karlılıkları Üzerine Etkisi: BİST Çimento Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (78), 171-182.

Keynes, J. M. (1936), “The General Theory of Employment, Interest, and Money”, London, Oxford University Press.

Kısakürek, M., Tüfekçi, M. (2022), “Finansal Kriz Döneminde Firmaların Nakit Akış Profilleri ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması: BIST’te Bir Araştırma”, *Bingöl Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 245-273.

Konak, F., Çelik, M. (2023), “Turizm İşletmelerimde Nakit Yönetimi ve Nakit Akımlarının Firma Performansına Etkisi”, *Journal of Management Theory and Practices Research*, 4(1), 1-17.

Kraus, A., Litzenberger, H. R. (1973), “A State Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *The Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.

Lian, Y., Sepehri, M., Foley, M. (2011), “Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: An Empirical Study of Chinese Companies”, *Eurasian Business Review*, 1(2), 112-124.

Loncan, T. (2020), “Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: Evidence from emerging economies”, *International Review of Financial Analysis*, 71, 101295.

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), 163-196.

Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

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.

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.

Özevin, O. (2023), “Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin İngiltere Firmalarının Nakit Tutma Oranına Etkisi: GMM Dinamik Panel Veri Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 100, 19-38.

Ramírez, A., Tadesse, S. (2009), “Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationalism of firms”, *International Business Review*, 18(4), 387-403.

Schoubben, F., Hulle, C. (2012), “Market Share and Cash Policy: Evidence from Western European Companies”, *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 51-65.

Seifert, B., Gonenc, H. (2018), “The effects of country and firm-level governance on cash management”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 52, 1-16.

Şahin, B. C., Gül, S. (2022), “Corporate Cash Holding and Monetary Policy”, *Maliye ve Finans Yazıları*, 117, 101-114.

Şeyhoğlu, A. R. (2021), “2008 Küresel Ekonomik Kriz Sonrası Türk Bankacılık Sektöründe Nakit Tutma Oranlarının Seçili Finansal Göstergeler İle İlişkisi”, *Yüksek Lisans Tezi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi*.

Taşel, F. (2020), “Dijitalleşmenin Ticarete ve Ekonomiye Etkisi”, *Beykoz Akademi Dergisi*, 8(2), 127-137.

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.

Toraman, C., Sönmez, A. R. (2021), “Çalışma Sermayesi Bileşenlerinin Sektörel Ortalamalar Üzerindeki Etkisi: İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 68, 384-396.

Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., Cong Nguyen To, B. (2024), “Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections”, International Journal of Managerial Finance.

Tüfekçi, B., Karaca, S. S. (2019), “İşletmelerin Nakit Akış Profillerinin Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma”, Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, Özel Sayı, 157-180.

Ulusoy, T., Esmer, Y., Dayı, F. (2019), “Spor işletmelerinde Nakit Yönetimi: BİST’te bir uygulama”, Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(2), 1889-1905.

Wang, Z., Xu, G. (2020), “Optimal Cash Holding Decision with Uncertain Control”, Journal of Control and Decision, 8 (3), 292-302.

Yalçinkaya, E., Karakaya, G. (2023), “Uluslararası Ticarete Risk Ve Rekabet Yönetimi”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret Dergisi, 1(1), 42-54.

Yaşar, F., Sayın, A.A. (2020), “Lojistik Faaliyetlerde Karşılaşılan Riskler ve Firma Performansı: Karaman İlinde bir Örnek Olay İncelemesi”, Journal of History School, 54, 3723-3757.

Yenisu, E., Yenice, S. (2022), “Nakit akış döngüsünün belirleyicileri: Türkiye imalat sanayi örneği”, Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi, 9(1), 43-56.

Yıldırım, D. (2021), “KOBİ’lerde Nakit Tutma Düzeyi Belirleyicileri”, İçinde: H. Ayaydın, C., Yerdelen Kaygın (Eds.), Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Muhasebe ve Finans Üzerine Güncel Araştırmaları (ss. 237-261), Gazi Kitabevi.

Yıldız, B. (2020), “Kurumsal Nakit Bulundurma Politikalarına Etki Eden Faktörler: BİST KOBİ Sanayi Endeksi Firmaları Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”, İzmir Yönetim Dergisi, 1(1), 29-46.

Yılmaz, Y. K. (2017), “Türkiye’de Kurumsal Nakit Tutmayı Belirleyen Faktörler”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi.

Yiğit, F. (2020), “Nakit tutma oranının finansal ve kurumsal belirleyicileri: Borsa İstanbul üzerine bir inceleme”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 34(3), 1127-1151.

Yiğit, F. (2020), “Nakit Tutma Oranının Finansal ve Kurumsal Belirleyicileri: Borsa İstanbul Üzerine Bir İnceleme”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 34(3), 1127-1151.

Yildiz, F., Yanik, A., Türkoğlu, D. (2023), “Gıda Sektöründeki Firmalarda Kurumlar Vergisi ve Duran Varlık Değişiminin Karlılık Üzerindeki Uzun Dönem Etkileri: Bist Örneği”, Mali Cözüm Dergisi, 33, 335-353.

Yücel, E. (2016), “İmalat Sanayi Firmalarının Nakit Tutma Dinamikleri”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 16(1), 103-117.

Zhang, X., Zhang, Z., Zhou, H. (2020), “Oil Price Uncertainty and Cash Holdings: Evidence from China”, Energy Economics, 87, 1-10.

ÖZGEÇMİŞ

Boğaçhan Sertuğ Gümrükçü, 2015 Kocaeli Üniversitesi Makine Mühendisliği Bölümü mezunuyum. Tekno Kauçuk Firmasında 2015-2021 yılları arasında Proses Geliştirme Mühendisi, Üretim Mühendisi ve Üretim Planlama Mühendisi olarak çalıştım. Tosçelik ERW Dilovası Firmasında 2021 yılında başlamış olduğum Hammadde ve Yarı Mamul Kıdemli Mühendisliği görevimi 2024 yılı itibarıyla Hammadde ve Yarı Mamul Şefi olarak devam ettirmekteyim.

TEZ ÇALIŞMASI KAPSAMINDA YAPILAN YAYINLAR

Çam, İ., Gümrükçü, B. S. (2024), “Teknoloji Sektöründeki Firmaların Nakit Tutma Düzeylerini Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Bist’te Bir Uygulama”, 3. Bilsel International Ahlat Scientific Researches Congress, 286-294

EKLER

EK 1: Firmalar ve Sektörleri

Firma	Sektör
Kent Gıda Maddeleri Sanayii ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Tat Gıda Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Kerevitas Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Migros Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Viking Kağıt ve Selüloz AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Pınar Entegre Et ve Un Sanayii AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Atlantis Yatırım Holding AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Pınar Su ve İçecek Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Kristal Kola ve Mesrubat Sanayi Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Tukas Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Pınar Sut Mamulleri Sanayii AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Türkiye Sise ve Cam Fabrikaları AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
ERSU Meyve ve Gıda Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Altınyay Madencilik ve Enerji Yatırımları S. ve T. AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Penguen Gıda Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Ulker Bisküvi Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Coca-Cola İçecek AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Selçuk Eczacıbaşı Yatırım Holding AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Bizim Toptan Satış Magazaları AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Ekiz Kimya Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Adese Gayrimenkul Yatırım AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Yaprak Sut ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri S.T. AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
İttifak Holding AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Tetamat Gıda Yatırımları AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Bera Holding AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Oylum Sınai Yatırımlar AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Casa Emtia Petrol Kimyevi ve Türevleri S.T. AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Elite Naturel Organik Gıda S.T. AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Ersan Alışveriş Hizmetleri ve Gıda S.T. AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Selva Gıda Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Orcay Ortakoy Çay Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Ozsu Balık Üretim AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Soke Degirmencilik Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Kutahya Seker Fabrikası AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Dardanel Onentis Gıda Sanayi AS	Döngüsel Olm. Tüketici Ürünleri
Soktas Tekstil Sanayi ve Ticaret AS	Döngüsel Tüketici Ürünleri
Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret AS	Döngüsel Tüketici Ürünleri
Ford Otomotiv Sanayi AS	Döngüsel Tüketici Ürünleri
Altın Yunus Çesme Turistik Tesisler AS	Döngüsel Tüketici Ürünleri

Karsu Tekstil Sanayi ve Ticaret AS
Ege Profil Ticaret ve Sanayi AS
Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS
Derimod Konfeksiyon Ayakkabi Deri S.T. AS
Kutahya Porselen Sanayi AS
Dogusan Boru Sanayi ve Ticaret AS
Kordsa Teknik Tekstil AS
Dogan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama AS
Federal Mogul Izmit Piston ve Pim Uretim T. AS
Vakko Tekstil ve Hazir Giyim Sanayi İ. AS
Doganlar Mobilya Grubu Imalat S.T. AS
Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret AS
Kervansaray Yatirim Holding AS
Ihlas Holding AS
SASA Polyester Sanayi AS
Goodyear Lastikleri TAS
Arcelik AS
Bossas Ticaret ve Sanayi Isletmeleri TAS
Luks Kadife Ticaret ve Sanayi AS
Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi AS
Yunsa Yunlu Sanayi ve Ticaret AS
Ege Endustri ve Ticaret AS
Parsan Makina Parcalari Sanayii AS
Sanko Pazarlama Ithalat Ihracat AS
Net Holding AS
Gentas Dekoratif Yuzeyler S.T. AS
Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS
Usak Seramik Sanayi AS
Petrokent Turizm AS
Brisa Bridgestone Sabanci Lastik S.T. AS
Sonmez Pamuklu Sanayii AS
Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi Isletmesi AS
Marti Otel Isletmeleri AS
Kuvva Gida Ticaret ve Sanayi Yatirimlari AS
Ihlas Ev Aletleri Imalat Sanayi ve Ticaret AS
Bosch Fren Sistemleri Sanayi ve Ticaret AS
Aksa Akirlik Kimya Sanayii AS
Akin Tekstil AS
Ditas Dogan Yedek Parca Imalat ve Teknik AS
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AS
Ege Seramik Sanayi ve Ticaret AS
Intema Insaat ve Tesisat Malzemeleri Y. P. AS
Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri AS
Metemtur Yatirim Enerji Turizm ve Insaat AS
Galatasaray Sportif Sinai ve Ticari Yatirimlar AS
Ral Yatirim Holding AS
BIM Birlesik Magazalar AS
Desa Deri Sanayi ve Ticaret AS
Trabzonspor Sportif Yatirim ve Futbol İ. T. AS
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS
Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi ve Ticaret AS
Fenerbahce Futbol AS
Vestel Beyaz Esha Sanayi ve Ticaret AS
Silverline Endustri ve Ticaret AS
Hateks Hatay Tekstil Isletmeleri AS
Ihlas Gazetecilik AS
Ihlas Yayin Holding AS
Zedur Enerji Elektrik Uretim AS
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret AS
Bilici Yatirim Sanayi ve Ticaret AS

[illegible]

Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı T. M T. P. AS
Bırko Bırlesık Koyunlulular Mensucat T. S. AS
Teknosa İc ve Dis Ticaret AS
Flap Kongre Toplantı Hizmetleri Otomotiv ve T. AS
Royal Hali İplik Tekstil Mobilya S.T. AS
Rodrigo Tekstil Sanayi ve Ticaret AS
Pergamon Status Dis Ticaret AS
Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar S.T. AS
Jantısa Jant Sanayi ve Ticaret AS
Diriteks Dirilis Tekstil Sanayi ve Ticaret AS
Safkar Ege Sogutmacılık Klima Soguk H. T. İ. İ. S. T. AS
Formet Metal ve Cam Sanayi AS
Merit Turizm Yatırım ve İletme AS
Derluks Yatırım Holding AS
Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret AS
Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret AS
Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret AS
Mobiltel İletişim Hizmetleri Sanayi ve Ticaret AS
İsbir Sentetik Dokuma Sanayi AS
Sok Marketler Ticaret AS
Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret AS
Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret AS
Qua Granite Hayal Yapi ve Urunleri Sanayi Ticaret AS
Pc İletişim ve Medya Hizmetleri Sanayi Ticaret AS
Koleksiyon Mobilya Sanayi AS
Sun Tekstil Sanayi Ve Ticaret AS
Sanica İsi Sanayi AS
Gezinomi Seyahat Turizm Ticaret AS
Europen Endustri İnsaat Sanayi ve Ticaret AS
Panelsan Cati Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret AS
Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama AS
Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS
Akenerji Elektrik Üretim AS
Zorlu Enerji Elektrik Üretim AS
Türcas Petrol AS
Ayen Enerji AS
Aksu Enerji ve Ticaret AS
Aksa Enerji Üretim AS
Yayla Enerji Üretim Turizm ve İnsaat Ticaret AS
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim AS
Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret AS
Enerjisa Enerji AS
Baskent Doğalgaz Dağıtım GYO. AS
Can2 Termik AS
Consus Enerji İletmeciliği ve Hizmetleri AS
Doğu Aras Enerji Yatırımları AS
Galata Wind Enerji Anonim Şirket
Aydem Yenilenebilir Enerji AS
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları AS
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim AS
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim AS
Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım AS
İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Ticaret AS
Burçelık Bursa Çelik Dokum Sanayi AS
Yeşil Yapi Endustrisi AS
GSD Holding AS
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS
EMEK Elektrik Endustrisi AS
Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama S.T. AS
Vakıf Finansal Kiralama AS

Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Döngüsel Tüketici Ürünleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri
Endüstriyel Üretim
Endüstriyel Üretim
Endüstriyel Üretim
Endüstriyel Üretim
Endüstriyel Üretim
Endüstriyel Üretim

Tek Art Insaat Ticaret Turizm Sanayi Ve Yatirimlar AS
Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS
Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret AS
Turk Hava Yollari AO
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
ENKA Insaat ve Sanayi AS
Celebi Hava Servisi AS
Makina Takim Endustrisi AS
Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayii ve Ticaret AS
Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi AS
Sarkuysan Elektrolitik Bakir Sanayi ve Ticaret AS
Gersan Elektrik Ticaret ve Sanayi AS
Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret AS
Reysas Tasimacilik ve Lojistik Ticaret AS
Plastikkart Akilli Kart Iletisim Sistemleri S.T. AS
GSD Denizcilik Gayrimenkul Insaat S.T. AS
Burcelik Vana Sanayi ve Ticaret AS
Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS
TAV Havalimanlari Holding AS
Marka Yatirim Holding AS
Tekfen Holding AS
Katmerciler Arac Ustu Ekipman S.T. AS
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret AS
Saray Matbaacilik Kagitcilik Kirtasiyecilik T.S. AS
MMC Sanayi ve Ticari Yatirimlar AS
Orge Enerji Elektrik Taahhut AS
Tumosan Motor ve Traktor Sanayi AS
TGS Dis Ticaret AS
Akdeniz Yatirim Holding AS
Ideal Finansal Teknolojiler ve Danismanlik AS
Pegasus Hava Tasimaciligi AS
Avrupa Yatirim Holding AS
Ulusoy Elektrik Imalat Taahhut ve Ticaret AS
Ostim Endustriyel Yatirimlar ve Isletme AS
Cuhadaroglu Metal Sanayi ve Pazarlama AS
SAN-EL Muhendislik Elektrik Taahhut S.T. AS
Trabzon Liman Isletmeciligi AS
CEO Event Medya AS
Dap Gayrimenkul Gelistirme AS
Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Muhendislik AS
Birlesim Muhendislik Isitma Sogutma H. S. T. AS
Gur Sel Turizm Tasimacilik ve Servis Ticaret AS
Tureks Turizm Tasimacilik AS
Yeo Teknoloji Enerji ve Endustri AS
Manas Enerji Yonetimi Sanayi ve Ticaret AS
LDR Turizm AS
Girisim Elektrik Sanayi Taahhut ve Ticaret AS
Astor Enerji AS
Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri M.S. T. AS
Sdt Uzay ve Savunma Teknolojileri AS
Makim Makina Teknolojileri S.T. AS
Platform Turizm Tasimacilik Gida Insaat T. H. S. T. AS
Imas Makina Sanayi AS
Aztek Teknoloji Urunleri Ticaret AS
Ihlas Haber Ajansi AS
Aygaz AS
Dogan Sirketler Grubu Holding AS
Turkiye Petrol Rafinerileri AS
Ipek Dogal Enerji Kaynaklari Arastirma ve Ü. AS
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri S.T. AS

[illegible]

Say Yenilenebilir Enerji Ekipmanlari S.T. AS	Enerji
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret AS	Enerji
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret AS	Enerji
Esenboga Elektrik Uretim AS	Enerji
Margun Enerji Uretim Sanayi ve Ticaret AS	Enerji
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret AS	Enerji
Smart Gunes Enerjisi Teknolojileri Ar. Ge	Enerji
Ata Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Alarko Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Deniz Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Alarko Holding AS	Gayrimenkul
Dogus Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Ozderici Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Pera Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Vakif Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Nurol Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Koray Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Avrasya Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Yesil Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Edip Gayrimenkul Yatirim Sanayi ve Ticaret AS	Gayrimenkul
Atakule Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Akmerkez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Marti Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
TSKB Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Idealist Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Torunlar Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Sinpas Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Kiler Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Ozak Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Reysas Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Akfen Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Servet Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Kuyas Yatirim AS	Gayrimenkul
Halk Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Akis Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Panora Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Korfez Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Yeni Gimat Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Mistral Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Turker Proje Gayrimenkul Ve Y.G. AS	Gayrimenkul
Trend Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Ziraat Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Peker Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Kiler Holding AS	Gayrimenkul
Seker Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Pasifik Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
Kizilbuk Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Gayrimenkul
EIS Eczacibasi Ilac Sinai ve Finansal Y. S. T. AS	Sağlık
Deva Holding AS	Sağlık
Lokman Hekim Engurusag Saglik Turizm Egitim	Sağlık
RTA Laboratuvarlari Biyolojik Urunler	Sağlık
Seyitler Kimya Sanayi AS	Sağlık
MLP Saglik Hizmetleri AS	Sağlık
Fonet Bilgi Teknolojileri AS	Sağlık
Turk Ilac ve Serum Sanayi AS	Sağlık
Gen Ilac ve Saglik Urunleri Sanayi ve Ticaret AS	Sağlık
Anatolia Tani ve Biyoteknoloji Urunleri Ar. Ge	Sağlık
Mediterra Tibbi Malzeme Sanayi ve Ticaret AS	Sağlık

Nasmed Ozel Saglik Hizmetleri Ticaret AS	Sağlık
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	Teknoloji
Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Teknoloji
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret AS	Teknoloji
Alcatel Lucent Teletas Telekomunikasyon AS	Teknoloji
Turkcell Iletisim Hizmetleri AS	Teknoloji
Link Bilgisayar Sistemleri Yazilimi	Teknoloji
Netas Telekomunikasyon AS	Teknoloji
Datagate Bilgisayar Malzemeleri Ticaret AS	Teknoloji
Indeks Bilgisayar Sistemleri Muhendislik S.T. AS	Teknoloji
Armada Bilgisayar Sistemleri S.T. AS	Teknoloji
Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	Teknoloji
Turk Telekomunikasyon AS	Teknoloji
Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret AS	Teknoloji
Kron Telekomunikasyon Hizmetleri AS	Teknoloji
Senkron Siber Guvenlik Yazilim	Teknoloji
Kafein Yazilim Hizmetleri Ticaret AS	Teknoloji
Penta Teknoloji Urunleri Dagitim Ticaret AS	Teknoloji
Smartiks Yazilim AS	Teknoloji
Ard Grup Bilisim Teknolojileri AS	Teknoloji
Matriks Bilgi Dagitim Hizmetleri AS	Teknoloji
Hitit Bilgisayar Hizmetleri AS	Teknoloji
Mackolik Internet Hizmetleri Ticaret AS	Teknoloji
E-Data Teknoloji Pazarlama AS	Teknoloji
Mia Teknoloji AS	Teknoloji
Papilon Savunma-Guvenlik Sistemleri.	Teknoloji
Atp Ticari Bilgisayar Agi ve Elektrik	Teknoloji
Vbt Yazilim AS	Teknoloji
Obase Bilgisayar ve Danismanlik Hizmetleri	Teknoloji
Park Elektrik Uretim Madencilik Sanayi ve	Temel Materyaller
Akcansa Cimento Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Cimsa Cimento Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Alkim Kagit Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Dyo Boya Fabrikalari Sanayi Ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Alkim Alkali Kimya AS	Temel Materyaller
Baticim Bati Anadolu Cimento Sanayii AS	Temel Materyaller
Mondi Turkey Oluklu Mukavva Kagit ve Ambalaj	Temel Materyaller
Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	Temel Materyaller
Cimentas Izmir Cimento Fabrikasi TAS	Temel Materyaller
Ege Gubre Sanayii AS	Temel Materyaller
Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Konya Cimento Sanayii AS	Temel Materyaller
Eminis Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Duran Dogan Basim Ve Ambalaj Sanayi AS	Temel Materyaller
Doktas Dokumculuk Ticaret ve Sanayi AS	Temel Materyaller
Borusan Yatirim ve Pazarlama AS	Temel Materyaller
Bursa Cimento Fabrikasi AS	Temel Materyaller
Celik Halat ve Tel Sanayii AS	Temel Materyaller
Goltas Goller Bolgesi Cimento Sanayi	Temel Materyaller
Izmir Demir Celik Sanayi AS	Temel Materyaller
Cimbeton Hazirbeton ve Prefabrik Yapi	Temel Materyaller
Marshall Boya ve Vernik Sanayi AS	Temel Materyaller
Cemtas Celik Makina Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Sonmez Filament Sentetik Iplik ve Elyaf Sanayi AS	Temel Materyaller
Demisas Dokum Emaye Mamulleri Sanayi AS	Temel Materyaller
Mazhar Zorlu Holding AS	Temel Materyaller
Nuh Cimento Sanayi AS	Temel Materyaller
Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Oyak Cimento Fabrikalari AS	Temel Materyaller

Afyon Cimento Sanayi TAS	Temel Materyaller
Hektas Ticaret TAS	Temel Materyaller
Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Batisoke Soke Cimento Sanayii TAS	Temel Materyaller
Petkim Petrokimya Holding AS	Temel Materyaller
Kardemir Karabuk Demir Celik Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Egeplast Ege Plastik Ticaret ve Sanayi AS	Temel Materyaller
Gubre Fabrikalari TAS	Temel Materyaller
Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Bagfas Bandirma Gubre Fabrikalari AS	Temel Materyaller
Koza Anadolu Metal Madencilik Isletmeleri AS	Temel Materyaller
Koza Altin Isletmeleri AS	Temel Materyaller
Cemas Dokum Sanayi AS	Temel Materyaller
Berkosan Yalitim ve Tecrit Maddeleri Uretim	Temel Materyaller
Nigbas Nigde Beton Sanayii ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Polisan Holding AS	Temel Materyaller
Aciselsan Acipayam Seluloz Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Temapol Polimer Plastik ve Insaat Sanayi Ticaret AS	Temel Materyaller
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi AS	Temel Materyaller
Iskenderun Demir ve Celik AS	Temel Materyaller
Tugcelik Aluminyum ve Metal Mamulleri S.T. AS	Temel Materyaller
Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Ozerden Plastik Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Sanifoam Endustri Ve Tuketim Urunleri S.T. AS	Temel Materyaller
Bantas Bandirma Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Gediz Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Dinamik Isi Makina Yalitim Malzemeleri S.T. AS	Temel Materyaller
Yukselen Celik AS	Temel Materyaller
Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Isik Plastik Sanayi ve Dis Ticaret Pazarlama AS	Temel Materyaller
Erciyas Celik Boru Sanayi AS	Temel Materyaller
Europap Tezol Kagit Sanayi Ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Konya Kagit Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Bogazici Beton Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Kimteks Poliuretan Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Koroplast Temizlik Ambalaj Urunleri S.T. AS	Temel Materyaller
Kocaer Celik Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Bms Birlesik Metal Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Temel Materyaller
