

Şirketlerin Yapısal Özelliklerinin Yatırım Tutarı Üzerindeki Etkisi: BİST Tüm Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Araştırma

Yusuf TEPELİ¹

¹ Doç. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, yusuftepeli@mu.edu.tr, ORCID: 0000-0003-0413-4869

Öz: Şirket yönetiminin temel amacı uygun yatırım ve finansman politikaları seçerek şirketin piyasa değerini maksimize etmektir. Özellikle yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketlerin kazançlarını yeni yatırımlara aktarması, yeni nakit akışları ve hisse senedi getirileri imkânı da sunmaktadır. Buradan hareketle çalışmanın temel amacı, şirketlerin yatırım tutarını etkileyen şirkete özgü değişkenlerin araştırılması olarak belirlenmiştir. Bu amaç doğrultusunda BIST Tüm Endeksi'nde yer alan ve mali kuruluş kapsamında olmayan 128 şirketin, 2012-2021 döneminde şirkete özgü değişkenleri ile yatırım tutarları arasındaki ilişki Panel Regresyon Analizi ile incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre likit varlıklar, dönem sonu net kar, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar, vergi tutarı ve şirket büyüklüğü değişkenleri ile yatırım harcamaları arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu değişkenlerden büyüklük ile yatırım harcamaları arasında pozitif, diğer değişkenlerle yatırım harcamaları arasında ise negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yatırım harcamaları, Yapısal özellikler, Şirket büyüklüğü, Borçlanma yapısı

Jel Kodları: C23, O16, O43

Impact of Structural Characteristics of Firms on Investment Amounts: Evidence from BIST All Index

Atıf: Tepeli, Y. (2025).

Şirketlerin yapısal özelliklerinin yatırım tutarı üzerindeki etkisi: BİST tüm endeksi şirketleri üzerine bir araştırma. *Fiscaeconomia*, 9(1), 483-496.

<https://doi.org/10.25295/fsecon.1424693>

Geliş Tarihi: 24.01.2024

Kabul Tarihi: 19.10.2024



Telif Hakkı: © 2025. (CC BY)
(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Abstract: The primary objective of corporate management is to maximize a company's market value by adopting optimal investment and financing policies. Particularly, firms with substantial growth potential can allocate their earnings towards new investments, which in turn can generate additional cash flows and stock returns. This study aims to investigate the firm-specific variables that influence investment amounts. To this end, a Panel Regression Analysis was conducted to explore the relationship between firm-specific variables and investment amounts for 128 companies listed in the BIST All Index, excluding financial institutions, over the period from 2012 to 2021. The results reveal a significant relationship between investment expenditures and variables such as liquid assets, net income at the end of the period, short-term debt, long-term debt, tax amount, and company size. Specifically, a positive relationship was identified between company size and investment expenditures, while a negative relationship was observed between investment expenditures and the other variables.

Keywords: Investment expenditures, Company structural features, Company size, Debt structure

Jel Codes: C23, O16, O43

1. Giriş

Teknolojik gelişmelerin ve küreselleşmenin hızla arttığı günümüzde ekonomik koşullar, çevresel faktörler, rekabet ortamı ve müşteri talepleri şirketleri büyümeye zorlayan temel etkenlerin başında gelmektedir (Peric & Durkin, 2015, s. 116). Bu süreçte günümüz dinamikleri, büyüklüğü ve faaliyet gösterdiği sektör fark etmeksizin, şirketleri bir yandan ekonomik faaliyetlerini güçlendirmeye diğer yandan da üretim miktarını artırarak yeni yatırımlarla pazarda büyümeye yönlendirmektedir (Gülaç, 2014, s. 5). Sürece ayak uyduramayan şirketler, zaman içerisinde ya değişen tüketici ihtiyaçlarına karşılık verememekte ya da verimliliklerini yitirerek rekabet avantajını sürekli kendini geliştirerek büyüyen işletmelere kaptırmaktadır. Bu nedenle de zaman içerisinde yaşam döngüsü kısalmaktadır (Peric & Durkin: 2015, s. 116; Türker, 2018, s. 85). Ancak bu süreçte şirketler yatırım kararlarını doğrudan kendi kararları ile verememekte, piyasa koşulları, ekonominin genel durumu, devlet politikası, yöneticilerin karakteristik yapısı, borçlanma düzeyi, vergi, sektörün yapısı vb. birçok değişken şirketlerin yatırım politikasını etkileyebilmektedir.

Modigliani & Miller (1958) ilintisizlik teorisinde, bir firmanın yatırım politikasının yalnızca talebin gelecekteki durumu, firmanın üretim teknolojisi, piyasa faiz oranı, yani karlılığın temel belirleyicilerinden etkilendiğini öne sürerken, hissedarlar, borç verenler ve yöneticiler arasındaki temsil sorununu göz ardı etmektedir. Oysa yöneticiler hissedarların refahını azaltacak olsa dahi şirketin ölçeğini genişletme eğilimi gösterebilmektedir. Bu durum aşırı yatırım sorunu olarak bilinmektedir (Aivazian vd., 2005, s. 279). Myers (1977) ise borç fazlalığının pozitif net bugünkü değere sahip olsa dahi yeni projelere yatırım yapma teşvikini azalttığını, dolayısıyla borç yapısının yatırım kararı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Diğer yandan makroekonomik koşullar da KOBİ'lerin ekonomik iklimdeki dalgalanmalara daha fazla maruz kalmasına neden olmaktadır (Chenery, 1952; Gertler & Gilchrist, 1994; Vermeulen, 2002). Bir diğer ifadeyle şirketler ekonomik durgunluk dönemlerinde yatırımlarını artırarak elverişli koşullardan yararlanmaktadırlar. Nitekim Türkiye'de de 1980, 1998 ve 2001 gibi ekonomik kriz dönemlerinde ekonomik büyüme hızında düşüş yaşansa da yatırımlarda sayısal olarak artış gözlenmiştir (Alp & Yalçın, 2015, s. 31). Fakat bu görüşün tersini savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Vermeulen (2002) ve Kunc & Bandahari (2011), kredi piyasalarının durgun olduğu dönemlerde şirket yatırımlarının olumsuz etkilendiğini belirtmektedir. Dolayısıyla kriz dönemlerinde kredi imkânı kuvvetli olan şirketler yeni yatırımlar açısından avantajlı iken kredi imkânı zayıf olan şirketler ise yatırım fırsatlarını değerlendirememektedir. Öte yandan devlet politikası da yatırım politikasını etkileyen faktörlerin başında gelmektedir. Örneğin, 1980 yılına kadar Türkiye'de ithal ikameciliğine dayanan bir politikanın izlenmesi ve devlet tarafından yapılacak yatırımların desteklenmesi bir yandan şirketleri yeni yatırımlara yönlendirirken dolaylı yandan ise ülke ekonomisinde hızlı bir büyümeyi sağlamıştır (Uçan & Öztürk, 2011, s. 84).

Tüm bu faktörler göz önüne alındığında yatırım politikasını açıklayan teorilerin, yatırım tutarının daha çok işletme içi faktörlerden (şirket büyüklüğü, kaldıraç, kar, halka açıklık oranı vb.) etkilendiğini öne süren teoriler ve yatırım tutarının işletme dışı faktörlerden (talep, devlet teşviki, faiz oranı vb.) etkilendiğini öne süren teoriler olarak iki gruba ayrıldığı görülmektedir. Bu çalışmada işletme dışı faktörler kapsam dışı bırakılarak likit varlıklar, halka açıklık oranı, dönem sonu net kar, aktif karlılık (ROA), büyüklük, borçlanma yapısı, maddi duran varlıklar, vergi tutarı gibi firmaya özgü değişkenlerin yatırım tutarı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla 2012-2021 yıllarında BİST Tüm endeksinde işlem ve verileri süreklilik arz eden, mali kuruluş kapsamında olmayan 128 şirketin yatırım tercihlerine etki eden faktörler panel regresyon analizi ile belirlenmiştir. Elde edilen bulgular şirket büyüklüğü ile yatırım tutarı arasında anlamlı ve pozitif, likit varlıklar, dönem sonu net kar, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve vergi tutarı değişkenleri ile yatırım tutarı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu

ortaya koymaktadır. Bu sonuçlara ilişkin değerlendirmelere sonuç ve tartışma başlığı altında yer verilmiştir.

2. Literatür İncelemesi

Literatür incelendiğinde yatırım politikasını belirleyen unsurları inceleyen birçok çalışmanın olduğu görülmektedir. Bu çalışmalarda genellikle bölgesel bazda veya ülkeler bazında gerçekleştirilen yatırımlar makroekonomik değişkenlerle açıklanmaya çalışılmış, vergilendirme politikalarındaki farklılıkların, devlet teşviklerinin, faiz politikasının, gelişmişlik düzeyi ve gayrisafi yurt içi hasılanın (GSYİH) doğrudan yatırımlar üzerinde belirleyici olduğu görülmüştür (Özkan vd., 2012; Davies, 2013; Felker & Jomo, 2013; Ehandi vd., 2016; Meunier & Nicolaidis, 2019). Bu çalışmanın temelini oluşturan diğer grup çalışmalar ise şirket bazında gerçekleştirilen yatırım davranışının hangi değişkenlerden etkilendiğini şirkete özgü değişkenlerle açıklamaya çalışmıştır. Yatırım politikasını şirketlerin yapısal özellikleriyle ilişkilendiren çalışmalarda, genellikle benzer şirkete özgü değişkenler kullanılmaktadır. Söz konusu bu değişkenlere Tablo 1’de yer verilmiştir.

Tablo 1. Yatırım Politikasını Etkileyen Faktörler

Faktörler	Açıklama	İlişkinin Yönü	Literatür
Maddi Duran Varlıklar	Maddi Duran Varlıkların Net Değeri	Pozitif	Aivazian vd. (2005), Wang vd. (2009), Xiao (2009), Geng & N’Diaye (2012), O’Reilly (2015), Omet vd. (2015), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	Haklar, Şerefiye	Pozitif	Arrighetti vd. (2014), Peters & Taylor (2017), Lim vd. (2020), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Toplam Satışlar	Net Satış Hasılatı	Pozitif	Dewan vd. (1998), Aivazian vd. (2005), Omet vd. (2015), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Büyüme Fırsatları	Satışlardaki artış	Pozitif	Pindado vd. (2010), Jung & Kwak (2018), Adu-Ameyaw vd. (2022), Soni vd. (2023)
Nakit Akışları	Olağan Faaliyetlerden Nakit Akışları	Pozitif	Aivazian vd. (2005), Pindado vd. (2010), Omet vd. (2015), Jung & Kwak (2018), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Likidite	Cari Oran	Pozitif	Aivazian vd. (2005), Soni vd. (2023)
Büyükölük	Toplam Aktif	Negatif	Pindado vd. (2010), Jung & Kwak (2018), Bosman vd. (2020), Adu-Ameyaw vd. (2022), Soni vd. (2023)
ROA	Net Kar/Toplam Aktif	Pozitif	Coles vd. (2006), Firth vd. (2006), Bu & Wagner (2016), Lartey vd. (2020), Adu-Ameyaw vd. (2022), Soni vd. (2023)
Finansal Performans	Hisse Senedi Getirisi		Coles vd. (2006), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar	Likit Varlıklar Toplamı	Pozitif	Nguyen (2018), Lim vd. (2020), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Kaldıraç	Toplam Borç/Toplam Aktif	Negatif	Aivazian vd. (2005), Omet vd. (2015), Bu & Wagner (2016), Jung & Kwak (2018), Adu-Ameyaw vd. (2022), Soni vd. (2023)
Net İşletme Sermayesi	Dönen varlıklar-kısa vadeli borçlar	Pozitif	Lewellen & Lewellen (2016), Peters & Taylor (2017), Adu-Ameyaw vd. (2022),
Yönetici Mülkiyeti	Şirket yöneticilerinin toplam payı	Bazen pozitif, bazen negatif	Mehran (1995), Nguyen (1998), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Büyük Hissedar Payı	%3’ten daha fazla hissesi olan ortakların toplam payı	Bazen pozitif, bazen negatif	Core vd. (1999), Ryan & Wiggins (2001), Nguyen (2018), Adu-Ameyaw vd. (2022)
Yabancı Paraya Bağlı Borçlar	Yabancı para cinsinden borçlanma	Bazen pozitif, bazen negatif	Alp & Yalçın (2015)
Fonlara Erişim	Borç kullanma yeteneği	Pozitif	Bosman vd. (2020)
Endüstri Türü	Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektör	Değişkenlik göstermektedir	Bosman vd. (2020)
Vergi	Şirketin ödediği vergi büyüklüğü	Pozitif	Bu & Wagner (2016)
Tobin Q	Şirketin pazar değerinin varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünmesi	Değişkenlik göstermektedir	Aivazian vd. (2005), Omet vd. (2015), Bu & Wagner (2016)

Tablo 1’de literatürde yatırım davranışı ile şirkete özgü değişkenler arasında ilişki kurmaya yönelik birçok çalışmanın mevcut olduğu görülmektedir. Öncelikle bu

çalışmaları, yatırım davranışını temsilen maddi duran varlıkları ve maddi olmayan duran varlıkları inceleyen çalışmalar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Aivazian vd. (2005), Wang vd. (2009), Xiao (2009), Geng & N'Diaye (2012), O'Reilly (2015), Omet vd., (2015), Adu-Ameyaw vd. (2022) çalışmalarında şirket yatırımlarını maddi duran varlıklar üzerinden değerlendirmiş ve bu yatırımları net maddi duran varlıklar/toplam aktif oranı ile ölçmüşlerdir. Diğer grup çalışmalarda ise maddi olmayan duran varlıkları genellikle bilgi teknolojilerine yapılan yatırımlar, şerefiye ve haklar üzerinden incelemiştir (Arrighetti vd., 2014; Peters & Taylor, 2017; Lim vd., 2020; Adu-Ameyaw vd., 2022).

Literatürde yer alan çalışmalarda, yatırım davranışı şirkete özgü değişkenlerle açıklanmaya çalışılırken, genellikle yıllar bazında birden çok değişkenle yatırım tutarı arasındaki ilişkinin panel regresyon modelleriyle, bazen sektör bazında bazen endeks bazında bazen ise büyüklüğe göre kümelendirilmiş şirket grupları üzerinden analizlerin uygulandığı görülmektedir. Bağımsız değişken seçiminde genellikle toplam satışlar, büyüme fırsatları, nakit akışları, likidite, büyüklük, ROA, nakit ve nakit benzeri varlıklar, kaldıraç, net işletme sermayesi, borç dolarizasyonu ve Tobin Q vb. finansal değişkenlerin yanısıra (Dewan vd., 1998; Aivazian vd., 2005; Coles vd., 2006; Firth vd., 2006; Pindado vd., 2010; Omet vd., 2015; Bu & Wagner, 2016; Lewellen & Lewellen, 2016; Peters & Taylor, 2017; Jung & Kwak, 2018; Lartey vd., 2020; Adu-Ameyaw vd., 2022; Soni vd., 2023), yönetici mülkiyeti ve büyük hissedar payı gibi yönetsel değişkenler (Mehran, 1995; Nguyen, 1998; Core vd., 1999; Ryan & Wiggins, 2001; Adu-Ameyaw vd., 2022) ve endüstri türü gibi sektörel değişkenler (Bosman vd., 2020) kullanılmıştır. Elde edilen bulgular büyüklük ve kaldıraç değişkeniyle yatırım davranışı arasında negatif yönlü, diğer değişkenler ile ise pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Yönetici mülkiyeti, büyük hissedar payı, borç dolarizasyonu ve endüstri türü değişkenlerinin yatırım davranışını ise bazen pozitif yönlü bazen negatif yönlü olarak etkilediği görülmektedir. Söz konusu çalışmalarda ortaya çıkan farklılığın nedenlerini Ameyaw vd. (2022) şirket yöneticilerinin riske karşı duyarlılığı ve şirketin olgunluğu ile açıklarken, Alp & Yalçın (2015) yabancı para cinsinden gelir ve gider dengesine, Bosman vd. (2020) büyüklüğe, Soni vd. (2023) ise faiz oranı, döviz kuru ve vergilendirme politikalarına bağlamaktadır.

Literatürde yatırım davranışının belirleyicilerini ekonometrik analizler dışında ölçmeye çalışan çalışmalar da bulunmaktadır. Perić & Đurkin (2015) şirketlerin hangi yatırımları tercih ettiklerini belirlemek amacıyla geliştirdikleri anketten yararlanmışlardır. Bu anket formunda farklı büyüklüklerdeki şirketlere, yaptıkları yatırımlar maddi olmayan duran varlık yatırımları (lisans vb.), arazi, bina, tesis ve tesis ekipmanları, bilgi teknolojileri ekipmanları, araçlar ve diğer ulaşım varlıkları, aletler ve ofis ekipmanları, finansal varlıklar, kalıcı işletme sermayesi ve diğer varlıklar olarak kategorize edilerek sorulmuş, elde edilen bulgularla küçük firmaların büyük firmalara göre daha fazla yeni yatırımlar gerçekleştirdiği ve bu yatırımların kısmen yeni teknolojilere yönelik olsa da çoğunlukla eskiyen ekipmanları yenilemeye yönelik yatırımlardan oluştuğu ortaya konmuştur. Gveroski & Jankuloska (2017) da benzer bir çalışmada anket yoluyla yatırım tercihini belirlemeyi hedeflemiştir. Yatırım tercihlerini Perić & Đurkin (2015) ile aynı şekilde kategorize etmekle birlikte, farklı olarak tercihlerdeki temel farklılığın finansal kaynağa erişim, sermaye maliyetini hesaplama konusundaki sorunlar, iş planı ve yatırım programı hazırlama prosedürleri bilgisindeki eksikliklerden kaynaklandığını ortaya koymuşlardır.

Türkiye'de yatırım politikasını belirlemeye çalışan Uçan & Öztürk (2011) ise finansal gelişmenin Türkiye'deki yatırım artışına katkı sağlayıp sağlamadığını enflasyon oranı, reel faiz oranı ve GSYİH hasıla gibi makro ekonomik değişkenler üzerinden araştırmışlardır. Dolayısıyla Türk şirketlerinin yatırım davranışını şirketlere özgü değişkenler aracılığıyla inceleyen çalışmalara ulaşamamıştır. Oysa makro ekonomik değişkenlerin o ülkede faaliyet gösteren şirketleri genellikle aynı yönde etkilediği bilinmekte, ancak buna rağmen şirketlerin farklı yatırım davranışı sergiledikleri gözlenmektedir. Bu durum şirketlere özgü yapısal özelliklerle açıklanabilecektir.

Dolayısıyla çalışmanın temel motivasyonu yatırım tutarını belirleyen firmaya özgü değişkenlerin neler olduğunun ortaya konmasıdır. Bu amaçla literatürdeki çalışmalarda kullanılan değişkenlerden yola çıkarak bir değişken kümesi oluşturulmuş ve panel veri analizi ile şirketlerin ilgili dönemdeki yatırım davranışı bu değişkenlerle açıklanmıştır.

3. Veri Seti ve Metodoloji

Çalışma kapsamında uygulanacak analiz için BİST Tüm Endeksi'nde yer alan bankacılık ve mali kuruluş kapsamında olmayan ve verileri analiz döneminde süreklilik arz eden 128 şirketin finansal göstergeleri seçilmiştir. Kullanılacak değişkenlere ilişkin açıklamalara çalışmada kurgulanan modelin altında yer verilmektedir. Araştırma kapsamında yer alan değişkenlere ait veri seti Finnet Analiz Expert¹ yazılım programından sınırlı dönemler için çekilerek oluşturulduğundan zaman aralığı 2012-2021 yılları arasında çeyreklik dönemleri kapsamaktadır. Elde edilen veriler ise Stata 14 Analiz programı aracılığıyla analiz edilmiştir.

Bilindiği üzere yatay kesit birimlerin değişmediği, bu sebeple zamana göre aynı birimler kümesinin değişimini yansıtan havuzlanmış verilere "Panel Veri" adı verilmektedir. Panel veriler üzerinden tahminlenen regresyon modellerineyse "Panel Veri Modeli" denilmekte ve klasik regresyon modellerinde olduğu gibi, bir bağımlı değişken ve bir veya birden fazla bağımsız değişkenle kurgulanmaktadır. Bu doğrultuda çalışma kapsamında kurgulanan modelde yer alan değişkenler hem birimlere hem de zamana göre değişimi yansıtacağından her ikisi için de farklı indisler modelde yer almalıdır. Buna göre kurgulanan panel veri modeli şu şekildedir:

$$Y_{i,t} = c + \beta_1(LV)_{i,t} + \beta_2(HAO)_{i,t} + \beta_3(DNK)_{i,t} + \beta_4(ROA)_{i,t} + \beta_5(TA)_{i,t} + \beta_6(FD)_{i,t} + \beta_7(KVB)_{i,t} + \beta_8(UVB)_{i,t} + \beta_9(MDV)_{i,t} + \beta_{10}(NS)_{i,t} + \beta_{11}(V)_{i,t}$$

Bu denklemde;

İ	: Birimleri	t	: Zaman periyodunu
Y _{i,t}	: Yatırım Tutarını	LV	: Likit varlıkları
HAO	: Halka Açıklık Oranını	DNK	: Dönem Net Karı
ROA	: Aktif Karlılığı	TA	: Toplam Aktifi
FD	: Firma Değeri	KVB	: Kısa Vadeli Borçları
UVB	: Uzun Vadeli Borçları	MDV	: Maddi Duran Varlıkları
NS	: Net Satışları	V	: Vergiyi göstermektedir.

4. Araştırma Bulguları

Panel veri seti şeklinde olan değişkenlerin yorumlanabilmesi için ilk olarak "tesadüfi etkiler" ve "sabit etkiler modeli" arasında seçim yapılmalıdır. Bu amaçla Hausman Testi uygulanmıştır. Bu doğrultuda elde edilen Hausman Testi sonucuna göre Chi²=2.19, p-value ise 0.3348 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre p>0.05 olduğundan tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğu görülmektedir.

Tesadüfi etkiler modeli kabul edildikten sonraki aşamada, verilerin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Bu noktada durağanlığın sınanması için birinci kuşak veya ikinci kuşak testlerden hangilerinin uygulanacağına karar vermek amacıyla öncelikle Pesaran ve Friedman Testleriyle (Yerdelen Tatoğlu, 2013, s. 199) yatay kesit bağımlılığı ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre;

¹ Finnet Analiz Expert, Türkiye sermaye piyasası araçlarına ilişkin, detaylı veri setlerinin, "Excel Ortamında" kullanılabilmesini ve raporlamalar yapılabilmesine imkân sağlayan, lisanslı finansal analiz programıdır. <http://www.analizexpert.com/tr>

Tablo 2. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

Pesaran Testi Sonucu	Tesadüfi Etkiler Modeli
Chi ²	6.043
p-value	0.000
Friedman Testi Sonucu	Tesadüfi Etkiler Modeli
Chi ²	87.525
p-value	0.9970

Tablo 2’de görüldüğü üzere birimler arası korelasyon olup olmadığı Pesaran Testi ve Friedman Testi ile sınanmıştır. Pesaran testinden elde edilen sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilmekte ($pr < 0.05$) diğer bir ifadeyle birimler arasında korelasyon olduğu anlaşılmaktadır. Friedman testi ise ($pr > 0.05$) birimler arasında korelasyon olmadığını ortaya koymuştur. Ancak testlerden bir tanesinin dahi birimler arasında korelasyon olduğunu ortaya koyması durağanlığın test edilmesinde 2. Kuşak Birim Kök Testleri’nin kullanmasını gerektirmektedir. Bu noktada Pesaran Panel Birim Kök Testi uygulanarak yatırım tutarı ile likit varlıklar, halka açıklık oranı, dönem sonu net kar, ROA, şirket büyüklüğü (toplam aktif), firma değeri, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar, maddi duran varlıklar, net satışlar ve vergi tutarı değişkenlerinde durağanlık sınanmıştır. Pesaran, Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) regresyonunun gecikmeli yatay kesit ortalamalarıyla genişletilmiş halini kullanmakla birlikte bu regresyonun birinci farkı birimler arası korelasyonu ortadan kaldırmaktadır. Bu durum, Yatay Kesit Genelleştirilmiş Dickey Fuller (CADF) olarak adlandırılmaktadır (Bahar, Özkoç & Samırkaş, 2014, s. 281). Pesaran testi sonuçlarına göre (t-bar istatistiği), %90 (cv10), %95 (cv5) ve %99 (cv1) güven düzeyinde verilen kritik değerlerin üzerinde olması durumunda seri durağandır (Yerdelen Tatoğlu, 2013, s. 199). Elde edilen sonuçlar Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3. Pesaran Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	t-bar	cv10	cv5	cv1	z(t-bar)	p-value	Durağanlık
Yatırım Tutarı	-1.595	-2.010	-2.060	-2.140	2.232	0.987	Durağan değil
Likit varlıklar	-1.532	-2.010	-2.060	-2.140	2.984	0.999	Durağan değil
Halka açıklık oranı	-0.340	-2.010	-2.060	-2.140	17.330	1.000	Durağan değil
Dönem sonu net kar	1.929	-2.010	-2.060	-2.140	-1.792	0.037	Durağan değil
ROA	-1.769	-2.010	-2.060	-2.140	0.135	0.554	Durağan değil
Büyükük (toplam aktif)	-1.261	-2.010	-2.060	-2.140	6.241	1.000	Durağan değil
Firma değeri	-1.398	-2.010	-2.060	-2.140	4.594	1.000	Durağan değil
Kısa vadeli borçlar	-1.757	-2.010	-2.060	-2.140	0.275	0.608	Durağan değil
Uzun vadeli borçlar	-1.721	-2.010	-2.060	-2.140	0.704	0.759	Durağan değil
Maddi duran varlıklar	-1.359	-2.010	-2.060	-2.140	5.064	1.000	Durağan değil
Net satışlar	-1.483	-2.010	-2.060	-2.140	3.576	1.000	Durağan değil
Vergi	-2.137	-2.010	-2.060	-2.140	-4.291	0.000	Durağan

Tablo 3’te görüldüğü üzere vergi değişkeni dışındaki tüm değişkenler düzeyinde durağanlığın olmadığı görülmektedir. Durağan olmayan değişkenlerle gerçekleştirilecek analizler hatalı sonuçlar elde edilmesine ve ortaya çıkacak olan regresyon denkleminin sahte regresyon modeli olmasına sebebiyet verecektir. Bu nedenle verilerin birinci farkları alınarak, Pesaran Testi fark alınmış verilerle tekrar uygulanmıştır. Birinci farkları alınmış

değerlerden sonra yatırım tutarı ($z(t\text{-bar})=-8.210$; $p=0.000$), likit varlıklar ($z(t\text{-bar})=-18.219$; $p=0.000$), dönem sonu net kar ($z(t\text{-bar})=-19.150$; $p=0.000$), ROA ($z(t\text{-bar})=-23.020$; $p=0.000$), Büyüklük ($z(t\text{-bar})=-12.635$; $p=0.000$), firma değeri ($z(t\text{-bar})=-8.986$; $p=0.000$), kısa vadeli borçlar ($z(t\text{-bar})=-18.625$; $p=0.000$), uzun vadeli borçlar ($z(t\text{-bar})=-14.197$; $p=0.000$), maddi duran varlıklar ($z(t\text{-bar})=-10.443$; $p=0.000$), net satışlar ($z(t\text{-bar})=-22.261$; $p=0.000$) değişkenleri durağan hale gelmiştir. Fakat halka açıklık oranı değişkeninde ($z(t\text{-bar})=5.027$; $p=0.000$) durağanlık sağlanamadığından çalışmanın kapsamı dışında bırakılmıştır.

Kurgulanan modelin çalıştırılması için son olarak otokorelasyon ve değişen varyans sorunu olup olmadığının sınanması gerekmektedir. Bu bakımdan tesadüfi etkili modelde birimler arası korelasyon olmadığı temel hipotezi Bhargava, Franzini & Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre Durbin Watson=1.6381124, Baltagi-Wu LBI=2.1648395 tespit edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre Durbin Watson değeri 2'den küçük olduğundan modelde otokorelasyon sorunu olduğu yorumu yapılabilmektedir. Tesadüfi etkili panel veri modellerinde farklı varyans sorununun olup olmadığının sınanması için de Levene, Brown & Forsythe Testi geliştirilmiştir (Güriş, 2015, s. 74). Levene, Brown & Forsythe'nin test istatistikleri (W0, W50 ve W10), Snedecor F tablosu ile karşılaştırılarak "birimlerin varyansları eşittir" şeklinde kurulan H_0 hipotezini test etmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2016, s. 235).

Tablo 4. Levene, Brown & Forsythe Farklı Varyans Testi Sonuçları

W0=9.9580553	Pr>F= 0.000
W50=8.1955176	Pr>F= 0.000
W10=8.4069723	Pr>F= 0.000

Elde edilen sonuçlar birimlerin varyansları eşittir şeklinde kurulan H_0 hipotezini reddetmektedir. Bir diğer ifadeyle heteroskedasite sorunu bulunmaktadır. Dolayısıyla kurgulanacak model dirençli standart hatalar içerdiğinden Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile model çalıştırılmıştır. Arellano, Froot & Rogers tahmincisi heteroskedasite ve otokorelasyon varlığı durumunda kullanılabilir bir tahmincidir (Yerdelen Tatoğlu, 2016, s. 257). Elde edilen bulgular Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. Arellano, Froot & Rogers Tahmincisi ile Panel Veri Analizi Sonuçları

Yatırım Tutarı	Coef	Robust Std. Hata	z	p>z
dlikit varlıklar	-.4618169	.1773555	-2.60	0.009*
ddönemsonu net kar	-.3798245	.121649	-3.12	0.002*
dROA	149817.1	216056.7	0.69	0.488
dbüyüklükTA	.9722099	.2248987	4.32	0.000*
dfirma değeri	-.0220924	.0206002	-1.07	0.284
dkısa vadeli borçlar	-.6733488	.1486342	-4.53	0.000*
duzun vadeli borçlar	-.2617648	.1211352	-2.16	0.031*
dmaddi duran varlıklar	-.3088698	.2901299	-1.06	0.287
dnet satışlar	-.0351251	.0424872	-0.83	0.408
vergi	-.1318273	.0645383	-2.04	0.041*
Cons	1329155	3411993	0.39	0.697

*0.05 düzeyinde anlamlı olan değişkenleri ifade etmektedir.

Tablo 5'te görüldüğü üzere yatırım tutarı üzerinde ROA, firma değeri, maddi duran varlıklar ve net satışlar değişkenlerinin istatistiki olarak anlamlı bir etkisi yoktur. Ancak likit varlıklar, dönem sonu net kar, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve vergi değişkenlerinin yatırım tutarı üzerinde anlamlı ve ters yönlü ilişkisi olduğu görülmektedir. Bir diğer ifadeyle bu değişkenlerdeki artışın yatırım harcamalarında azaltıcı etkisi söz konusudur. Büyüklüğün göstergesi olarak çalışmaya dahil edilen toplam aktifin ise yatırım tutarı üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkisinin olduğu görülmektedir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

Şirketlerin temel amaçları olan piyasa maksimizasyonu hedefine ulaşmaları stratejik kararlar almalarına bağlıdır. Bu stratejilerin en önemlilerinden biri de büyüme stratejileridir. Zira günümüzde hızla değişen tüketici ihtiyaçlarını karşılamada rakiplerinin gerisinde kalan şirketler pazar payını rakiplerine kaptırabilmektedir. Bu nedenle gelişen teknolojiler, değişen ihtiyaçlar, artan rekabet koşulları doğrultusunda doğru zamanda doğru yatırımları gerçekleştirmek oldukça önemlidir. Her ne kadar uygun yatırım koşullarının oluşmasında şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki faiz ve vergi politikası gibi makroekonomik koşullar başrol oynasa da aynı ekonomik koşullarda faaliyet gösteren şirketlerin farklı yatırım davranışı sergiledikleri görülmektedir. Bunun nedenini açıklayabilmek için firmaya özgü yapısal değişkenlerin incelenmesi gerekmektedir. Bu noktada çalışmanın temel amacı firmaya özgü yapısal değişkenlerin şirketin yatırım tutarı üzerinde bir etkisi olup olmadığının araştırılması olarak belirlenmiştir. Bu amaç doğrultusunda literatür incelendiğinde makroekonomik değişkenlerin etkisinin araştırıldığı fakat şirket değişkenlerinin etkisini inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Yurtdışında ise başta Çin olmak üzere gelişmiş ülke ekonomilerinde şirketlerin yatırım davranışının belirlenmesinin oldukça önemli görüldüğü ve bu amaçla birçok araştırmanın yapıldığı tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler de yabancı literatürde yapılan çalışmalarda kullanılan değişkenlerden yola çıkarak belirlenmiştir.

BIST Tüm Endeksi'nde yer alan 128 şirketin 10 yıllık (2012-2021) veri setiyle gerçekleştirilen bu çalışmada elde edilen sonuçların genel itibarıyla literatürle benzerlik gösterse de bazı değişkenler açısından farklı olduğu belirlenmiştir. Örneğin borçlanma düzeyi yeni yatırım kararları üzerinde oldukça etkili olmakta ve borç yükü fazla olan şirketlerin yeni yatırımlardan kaçındığı bilinmektedir (Aivazian vd., 2005; Omet vd., 2015; Bu & Wagner, 2016; Jung & Kwak, 2018; Adu-Ameyaw vd., 2022; Soni vd., 2023). Bu çalışmada da kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar bağımsız değişkenler olarak yer almaktadır. Analiz sonuçlarına göre hem kısa vadeli borç toplamının hem de uzun vadeli borç toplamının yatırım tutarı ile anlamlı ve negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer ifadeyle literatürle benzer şekilde, borç yükü arttıkça yatırımlar azalmaktadır. Büyüklük değişkeni ile yatırım davranışı arasındaki ilişki için ise literatürde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Her ne kadar şirketler büyüdükçe yeni yatırımlara duyduğu ihtiyacın azalması nedeniyle daha az yatırım yaptığını ortaya koyan çalışmalar olsa da (Pindado vd., 2010; Jung & Kwak, 2018; Bosman vd., 2020; Adu-Ameyaw vd., 2022; Soni vd., 2023), büyümenin getirdiği finansman kaynaklarına erişim kolaylığı nedeniyle büyük şirketlerin daha fazla yatırım yaptığı sonucuna ulaşan çalışmalar da mevcuttur (Bosman vd., 2020). Bu çalışmada da şirket büyüklüğü ile yatırım tutarı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Özellikle Türkiye gibi finansman kaynaklarına erişim güçlüğü yaşanan bir ülkede, şirketlerin büyüklük avantajını yeni yatırımlara dönüştürdüğünü söylemek mümkündür.

Analizler sonucunda elde edilen fakat literatürden farklı yönde ilişki tespit edilen üç değişken bulunmaktadır. Yabancı literatürde vergi yükü ile yatırım tutarı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirtilirken (Bu & Wagner, 2016), bu çalışmada anlamlı ve negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Esasen literatürde vergiden kaçınmak amacıyla şirketlerin yeni yatırımlara yöneldiği vurgulanmıştır fakat ilgili dönemde vergi ödememek adına yeni

yatırımlar yapan bir şirketin yatırım tutarı artarken vergi tutarının azalması oldukça doğaldır. Bu durumun farklılık göstermesi, araştırmaların yapıldığı ülkelerdeki vergilendirme politikalarının ve yatırım teşviklerinin farklı olması ile açıklanabilir. Literatürde dönem sonu net kar ve likit varlıklar ile yatırım tutarı arasında da pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir (Nguyen, 2018; Lim vd., 2020; Adu-Ameyaw vd., 2022). Bu çalışmada ise likit varlıklar ve dönem sonu net kar artarken yatırım tutarının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç ilgili dönemde yaşanan döviz kuru ve akabinde takip eden enflasyon artışı nedeniyle şirketlerin ihtiyatlı davranmasıyla açıklanabilir.

Çalışmanın en önemli kısıtı kontrol değişkeni olarak makroekonomik değişkenlerin yer almasıdır. Enflasyon oranı ve faiz oranı gibi kontrol değişkenleriyle çalışma geliştirilerek literatürün aksi yönünde çıkan sonuçların sebebi daha net bir şekilde açıklanabilir. Son olarak dönem net karı yüksek olan şirketlerin yeni yatırımlar yapmamasının, şirketin temettü politikası ile ilişkili olabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle sonraki çalışmalarda temettü ödeme oranlarının da çalışmaya dahil edilmesi önerilebilir.

Kaynakça

- Adu-Ameyaw, E., Hickson, L. & Danso, A. (2022). Managerial compensation and fixed intangible assets investment: The role of managerial ownership and firm characteristics. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(5), 1071-1094.
- Aivazian, V. A., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
- Alp, B. & Yalçın, C. (2015). Türkiye’de şirketlerin borç dolarizasyonu ve büyüme performansı. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*, Tebliğ No:15/1, 1-41.
- Arrighetti, A. Landini, F. & Lasagni, A. (2014). Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy*, 43(1), 202-213.
- Bahar, O., Özkoç, H. H. & Samırkaş, M. (2014). Turizm ve ekonomik kalkınma ilişkisine ampirik bir yaklaşım: Panel koentegrasyon analizi. S. Bekmez (Ed.), *Farklı boyutlarıyla Türkiye’de kalkınma*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Bu, M. & Wagner, M. (2016). Racing to the bottom and racing to the top: The crucial role of firm characteristics in foreign direct investment choices. *Journal of International Business Studies*, 47, 1032-1057.
- Chenery, H. B. (1952). Overcapacity and the acceleration principle. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1-28.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Core, J. E., Holthausen, R. W. & Larcker D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Davies, K. (2013). China investment policy: An update. *OECD Working Papers on International Investment*, 2013/01, 7-70.
- Dewan, S., Michael, S. C. & Min, C. (1998). Firm characteristics and investments in information technology: Scale and scope effects. *Information Systems Research*, 9(3), 219-232.
- Echandi, R., Krajcovicova J. & Qiang C. Z. (2016). The impact of investment policy in a changing global economy: A review of the literature. *World Bank Policy Research Working Paper*, 7437.
- Gertler, M. & Gilchrist, S. (1994). Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-340.
- Felker, G. & Jomo K. S. (2013). New approaches to investment policy in the ASEAN 4. *Southeast Asian Paper Tigers* (81-135).
- Firth, M., My Fung, P. & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714.
- Geng, N. & N'diaye P. (2012). *Determinants of corporate investment in China: Evidence from cross-country firm level data*. International Monetary Fund, 2012.
- Gülaç, H. (2014). *İşletmelerin yatırım kararları ile finansman kararları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye imalat sektörü işletmeleri üzerine bir dinamik panel veri analizi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gürüş, S. (2015). *Stata ile panel veri modelleri*. İstanbul: Der Yayınları.

- Gveroski, M. & Jankuloska, A. R. (2017). Determinants of investment decisions in SMEs. *Balkan and Near Eastern Journal of Social Sciences*, 3(1), 71-78.
- Kunc, M. & Bhandari, R. (2011). Strategic development processes during economic and financial crisis. *Management Decision*, 49(8), 1343-1353.
- Lartey, T., Kesse, K. & Danso A. (2020). CEO extraversion and capital structure decisions: The role of firm dynamics, product market competition, and financial crisis. *Journal of Financial Research*, 43(4), 847-893.
- Lim, S. C., Macias A. J. & Moeller T. (2020). Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 118, 105873.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Meunier, S. & Nicolaidis K. (2019). The geopoliticization of European trade and investment policy. *Journal of Common Market Studies*, 57, 103.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nguyen, T. (2018). CEO incentives and corporate innovation. *Financial Review*, 53(2), 255-300.
- Omet, G., Yaseen, H. & Abukhadijeh, T. (2015). The determinant of firm investment: The case of listed Jordanian industrial companies. *International Journal of Business and Management*, 10(9), 53-59.
- O'reilly, C. W. (2015). Firm investment decisions in the post-conflict context. *Economics of Transition*, 23(4), 717-751.
- Özkan, F., Özkan, Ö. & Gündüz, M. (2012). Causal relationship between construction investment policy and economic growth in Turkey. *Technological Forecasting and Social Change*, 79(2), 362-370.
- Perić, M. & Đurkin, J. (2015). Determinants of investment decisions in a crisis: Perspective of Croatian small firms. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 20(2), 115-133.
- Peters, R. H. & Taylor, L. A. (2017). Intangible capital and the investment-q relation. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 251-272.
- Pindado, J., Queiroz V. D. & De La Torre, C. (2010). How do firm characteristics influence the relationship between R&D and firm value?. *Financial Management*, 39(2), 757-782.
- Ryan Jr, H. E. & Wiggins, R. A. (2001). The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation. *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 101-123.
- Türker, M. (2018). İşletmelerin büyüme stratejilerinde muhasebe-denetim ekseninde mali kontrol ve yönetim. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, (55), 85-118.
- Uçan, O. & Öztürk, Ö. (2011). Financial determinants of investment for Turkey. *Journal of Economic and Social Studies*, 1(1), 83-110.
- Vermeulen, P. (2002). Business fixed investment: Evidence of a financial accelerator in Europe. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64(3), 213-231.
- Wang, Y., Wu L. & Yang, Y. (2009). Does the stock market affect firm investment in China? A price informativeness perspective. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 53-62.
- Xiao, F. (2009). Does the stock market affect investment by Chinese firms? Some new evidence. *International Review of Applied Economics*, 23(2), 197-213.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *İleri panel veri analizi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2016). *Panel veri ekonometrisi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.

Çıkar Çatışması: Yoktur.

Finansal Destek: Yoktur.

Etik Onay: Yoktur.

Yazar Katkısı: Yusuf TEPELİ (%100)

Conflict of Interest: None.

Funding: None.

Ethical Approval: None.

Author Contributions: Yusuf TEPELİ (100%)

The Effect of Structural Characteristics of Companies on the Investment Amount: A Research on BIST All Index Companies

Yusuf TEPELİ

Extended Abstract

In today's world, where technological developments and globalization are increasing rapidly, economic conditions, environmental factors, competitive environment, and customer demands are among the main factors that force companies to grow (Peric & Durkin, 2015, p. 116). In this process, today's dynamics, lead companies, regardless of size and sector in which they operate, to strengthen their economic activities on the one hand and to grow in the market with new investments by increasing the amount of production on the other. However, companies cannot make investment decisions directly by their own decisions in this process, and many variables such as market conditions, the general state of the economy, government policy, the characteristics of managers, borrowing level, tax, and sector structure can affect the investment policy of companies. Considering all these factors, the theories explaining investment policy can be divided into two groups: theories suggesting that investment amount is mostly affected by internal factors (company size, leverage, profit, and free float rate) and theories suggesting that investment amount is affected by external factors (demand, government incentives, and interest rate). This study excludes external factors and examines the impact of firm-specific variables such as liquid assets, free float, net profit at the end of the period, return on assets (ROA), size, debt structure, tangible fixed assets, and tax amount on the amount of investment.

There are many studies in the literature that attempt to establish a relationship between investment behavior and firm-specific variables. First of all, it is possible to divide these studies into two as studies that examine tangible fixed assets and intangible fixed assets representing investment behavior. Aivazian et al. (2005), Wang et al. (2009), Xiao (2009), Geng & N'Diaye (2012), O'Reilly (2015), Omet et al. (2015), Adu-Ameyaw et al. (2022) evaluated corporate investments through tangible fixed assets and measured these investments with the net tangible assets/total assets ratio. In the other group of studies, intangible assets are generally analyzed through investments in information technologies, goodwill, and rights (Arrighetti et al., 2014; Peters & Taylor, 2017; Lim et al., 2020; Adu-Ameyaw et al., 2022). In the studies in the literature, while trying to explain investment behavior with company-specific variables, it is seen that the relationship between investment amount and multiple variables on a yearly basis is usually analyzed with panel regression models, sometimes on a sector basis, sometimes on an index basis, and sometimes on company groups clustered by size. In the selection of independent variables, in addition to financial variables such as total sales, growth opportunities, cash flows, liquidity, size, ROA, cash and cash equivalents, leverage, net working capital, debt dollarization, and Tobin's Q (Dewan et al., 1998; Aivazian et al., 2005; Coles et al., 2006; Firth et al., 2006; Pindado et al., 2010; Omet et al., 2015; Bu & Wagner, 2016; Lewellen & Lewellen, 2016; Peters & Taylor, 2017; Jung & Kwak, 2018; Lartey et al., 2020; Adu-Ameyaw et al., 2022; Soni et al., 2023), managerial variables such as executive ownership and large shareholder shareholding (Mehran, 1995; Nguyen, 1998; Core et al., 1999; Ryan & Wiggins, 2001; Adu-Ameyaw et al., 2022), and sectoral variables such as industry type (Bosman et al., 2020). However, it is known that macroeconomic variables generally affect companies operating in the same country in the same direction, but despite this, it is observed that companies exhibit different investment behaviors. This situation can be explained by firm-specific structural characteristics. Therefore, the main motivation of this study is to reveal the firm-specific variables that determine the amount of investment. For this purpose, a set of variables is created based on the variables used in the studies in the literature, and the investment behavior of companies in the relevant period is explained by these variables through panel data analysis.

For the analysis to be applied within the scope of the study, the financial indicators of 128 companies in the BIST All Index, which are not included in the scope of banking and financial institutions and whose data are continuous during the analysis period, were selected. The explanations regarding the variables to be used are given below, as well as the model constructed in the study. Since the data set of the variables within the scope of the research was created by drawing from the Finnet Analysis Expert software program for limited periods, the time period covers quarterly periods between 2012-2021. The data obtained were analyzed through the Stata 14 Analysis program. In this direction, since the variables in the model constructed within the scope of the study will reflect the change according to both units and time, different indices should be included in the model for both. Therefore, the following panel data model is tested in this study.

$$Y_{i,t} = c + \beta_1(LV)_{i,t} + \beta_2(HAO)_{i,t} + \beta_3(DNK)_{i,t} + \beta_4(ROA)_{i,t} + \beta_5(TA)_{i,t} + \beta_6(FD)_{i,t} + \beta_7(KVB)_{i,t} + \beta_8(UVB)_{i,t} + \beta_9(MDV)_{i,t} + \beta_{10}(NS)_{i,t} + \beta_{11}(V)_{i,t}$$

In this equation;

I : Units	t : Time period
$Y_{i,t}$: Investment Amount	LV : Liquid Assets
HAO : Free Float Ratio	DNK : Net Profit for the Period
ROA : Return on Assets	TA : Total Assets
FD : Firm Value	CVD : Short Term Debt
UVB : Long Term Debt	MDV : Tangible Fixed Assets
NS : Net Sales	V : Indicates tax.

Although the results obtained are similar to the literature in general, they are different in terms of some variables. For example, the level of debt is highly influential on new investment decisions, and it is known that companies with high debt burden avoid new investments (Aivazian et al., 2005; Omet et al., 2015; Bu & Wagner, 2016; Jung & Kwak, 2018; Adu-Ameyaw et al., 2022; Soni et al., 2023). According to the findings obtained in this study, it is concluded that both short-term debt and long-term debt are significantly and negatively related to investment amount. As for the relationship between the size variable and investment behavior, different results have been obtained in the literature. In this study, it is determined that there is a positive relationship between company size and investment amount. Especially in a country like Turkey, which has difficulties in accessing financing sources, it is possible to say that companies transform their size advantage into new investments.

There are three variables obtained as a result of the analyses, but with a different relationship from the literature. While the foreign literature suggests a positive relationship between tax burden and investment amount (Bu & Wagner, 2016), this study finds a significant and negative relationship. In fact, it has been emphasized in the literature that companies tend to make new investments in order to avoid taxes, but it is quite natural for a company that makes new investments in order to avoid paying taxes in the relevant period to increase its investment amount while its tax amount decreases. The difference in this situation can be explained by the different taxation policies and investment incentives in the countries where the studies were conducted. In the literature, it is also reported that there is a positive relationship between end-period net profit and liquid assets and investment amount (Nguyen, 2018; Lim et al., 2020; Adu-Ameyaw et al., 2022). In this study, it is concluded that while liquid assets and net profit at the end of the period increased, investment amount decreased. This result can be explained by the cautious behavior of companies due to the exchange rate and the subsequent inflation increase in the relevant period.

The most important limitation of the study is the absence of macroeconomic variables as control variables. By improving the study with control variables such as inflation rate and interest rate, the reason for the results contrary to the literature can be explained more clearly. Finally, it is thought that companies with high net profit for the period do not make new

investments may be related to the dividend policy of the company. Therefore, it may be suggested that dividend payout ratios be included in future studies.