

Kurumsal Yönetim Değişkenlerinin İngiltere Firmalarının Nakit Tutma Oranına Etkisi: Gmm Dinamik Panel Veri Analizi*

Onur ÖZEVİN**

ÖZET

Çalışmanın amacı şirketlerde nakit tutma oranı ile kurumsal yönetim politika sonuçlarının ilişkisini analiz etmektedir. Bu amaçla İngiltere'deki borsa şirketlerinin 2013-2022 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemi araştırılmıştır. Bağımsız değişken olarak Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (Corporate Sustainability Performance - CSP) skoru, Çevre, Sosyal, Yönetişim (Environment, Social, Governance - ESG) skoru, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu kadın üye oranı ve yönetim kurulu bağımsız üye oranı seçilmiştir. Verilerin analizi için Generalized Moments Method (GMM) dinamik panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Sonuçta CSP skoru, ESG skoru, yönetim kurulu büyüklüğü değişkenlerinin nakit tutma oranı ile pozitif, yönetim kurulu kadın üye oranı ile negatif yönlü ilişkisi bulunmuştur. Yönetim kurulu bağımsız üye oranıyla ilgili anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Nakit Tutma Oranı, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Kurumsal Nakit tutma Belirleyicileri

JEL Sınıflandırması: M40, M41

The Impact of Corporate Governance Variables on Cash Holding Ratios of UK Firms: GMM Dynamic Panel Data Analysis

ABSTRACT

This study aims to analyze the relationship between cash holding ratios and corporate governance policy outcomes in companies. For this purpose, a 10-year period spanning from 2013 to 2022 of listed companies in the United Kingdom has been investigated. The independent variables selected include the Corporate Sustainability Performance (CSP) score, Environment, Social, Governance (ESG) score, board size, proportion of female board members, and proportion of independent board members. The Dynamic Panel Regression Generalized Moments Method (GMM) method has been employed for data analysis. The results indicate a positive relationship between the CSP score, ESG score, board size variables, and cash holding ratio. In contrast, a negative relationship exists with the proportion of female board members. No significant relationship has been found with the proportion of independent board members.

Keywords: Cash Holding Ratio, Corporate Social Responsibility, Determinants of Corporate Cash Holdings

Jel Classification: M40, M41

* Makale Gönderim Tarihi: 16.06.2023, Makale Kabul Tarihi: 10.08.2023, Makale Türü: Nicel Araştırma

** Dr. Öğr. Üyesi, Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi, onurozevin@ibu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-1347-5027

1. GİRİŞ

Nakit tutma düzeyi, şirketlerin nakit akışlarını yönetme stratejilerini ve nakit yönetimine verdikleri önemi yansıtır. Nakit tutmak, acil durumlar için finansal bir ihtiyat sağlar ve işletme faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamaya yardımcı olurken, şirketlere yatırım fırsatlarına hızlıca tepki verme ve büyüme veya satın alma gibi stratejik hamleler için kaynak sağlama esnekliği sunar. Bununla birlikte nakit tutmanın belli maliyetleri vardır. Bu nedenle şirketler nakit tutma düzeyinde optimum seviyeyi hedeflerler.

Ekonomi ve finans literatüründe şirketlerin nakit tutma nedenlerini açıklayan dört güdüden bahsedilmektedir. Bunlardan ilki olan işlem güdüsü, ihtiyaç duyulması halinde varlıkların nakde dönüştürülmesi için gerekli işlem maliyetlerine ilişkindir. Ölçek ekonomisinden dolayı işlem güdüsü daha zayıf olan büyük şirketlerin daha az nakit tutması beklenir. İkinci olarak, sermaye piyasalarının maliyetli olması durumunda karşılaşılabilecek şokla daha iyi mücadele edilmesi amacıyla taşıyan ihtiyat güdüsü gelmektedir. Bu bakış açısına göre daha riskli nakit akışına sahip ve sermayeye ulaşımı zayıf olan şirketler daha fazla nakit tutma eğilimindedir. Üçüncü güdü olan vergi güdüsüne göre, özellikle çok uluslu şirketlerin daha fazla nakit tutması beklenmektedir (Opler vd., 1999:4, Bates vd., 2009:1985). Dördüncü güdü ise Jensen (1986) tarafından ileri sürülen vekâlet güdüsüdür. Buna göre zayıf yatırım fırsatlarına sahip şirketlerin yöneticileri, hissedarlara kâr payı dağıtmaktansa nakit tutmayı tercih ederler (Baumol 1952:553; Tobin, 1956:242; Opler vd. 1999:7).

Şirketlerde faaliyetlerin doğası gereği, nakit giriş ve çıkışları eş zamanlı olmamakta, bu durum nakit yönetimi politikalarının geliştirilmesini gerekli kılmaktadır. Bununla birlikte, faaliyette bulunulan piyasanın tam rekabet piyasası koşullarına sahip olmaması, nakit tutmanın fayda ve maliyetlerinin oluşmasına ortam hazırlamaktadır. Piyasaları etkinlikten uzaklaştıran unsurlar arasında, işlem maliyetleri, asimetrik bilgi maliyetleri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri yer almaktadır (Kutlu Furtuna, 2017:616).

Şirketlerin nakit tutma eğilimi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişebilir. Bunlar arasında sektör, işletmenin büyüklüğü, sermaye yapısı, rekabet ortamı, risk toleransı, finansal piyasaların durumu, şirketin stratejik hedefleri ve kurumsal etkenler yer alabilir. Nakit tutma eğilimi, bir denge noktası gerektirir. Çok fazla nakit tutmak, şirketin sermaye verimliliğini düşürebilir. Öte yandan, çok az nakit tutmak, işletmenin finansal güvenliğini tehlikeye atabilir ve beklenmedik durumlarda likidite sorunlarına yol açabilir.

Her şirket, nakit tutma stratejisini kendi özel durumuna ve hedeflerine göre belirler. Bir işletmenin nakit tutma düzeyi, yalnızca işletmenin iş planını ve finansal stratejisini yansıtmaz, yönetişimi ve dış makro çevre ile de yakından ilişkilidir (Ye, 2018:1060). Şirketlerde nakit tutma düzeyini belirleyen faktörler; sermaye yapısı, likidite durumu, kaldıraç seviyesi, karlılık gibi finansal parametreler olabileceği gibi, yönetim politikaları, kurumsal sorumluluk performansı, yönetim kurulu yapısı, paydaş ilişkileri gibi kurumsal parametreler de olabilir.

Son dönemde dünya genelinde şirketler nakit tutma düzeylerini önemli ölçüde artırma eğilimindedirler (Bates vd. 2009:1985). Deloitte tarafından yayımlanan bir rapora göre, "Dünya genelindeki en büyük 1.000 finansal olmayan şirketin toplamda 2,8 trilyon dolar nakit tuttuğu belirtilmiştir. Benzer araştırmalar şirketlerde nakit tutma davranışının belirlenmesi ve gelecekteki olası yönelimlerin tespit edilmesi amacıyla konunun araştırılmasının önemine

değirmiştir. Literatürde şirketlerde nakit tutma düzeyinin belirleyicileri ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların daha çok finansal faktörler üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Kurumsal yönetim, günümüzde işletmelerin sürdürülebilirlik, etik değerler, şeffaflık ve paydaş ilişkileri gibi kritik alanlarda etkin bir şekilde yönetilmesini sağlayan önemli bir araç haline gelmiştir. Kurumsal yönetim, şirketlerin paydaşlarına karşı sorumluluklarını yerine getirme ve şeffaf bir yönetim anlayışıyla faaliyet gösterme gerekliliğini vurgular. Nakit yönetimi, işletmelerin finansal istikrarını ve operasyonel esnekliğini sağlamak için kritik bir öneme sahiptir. Bu bağlamda, nakit tutma kararları, kurumsal yönetim politikaları ve faktörleriyle yakından ilişkilidir. Son yıllarda, sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk kavramları işletmelerin gündeminde önemli bir yer tutmaktadır. Bu çalışma, kurumsal yönetim değişkenlerinin nakit tutma oranları üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamaktadır. Literatürdeki çalışmalar genellikle, kurumsal yönetim faktörlerinin finansal performans üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir (Bkz:Ezeani vd., 2023; Kusumawardani 2021; Yiğit, 2020; Najjar ve Clark, 2017; Cheung, 2016; Liu vd., 2014; Basheer, 2014; Gill ve Shah (2012); Harford ve ark., 2008; Chen, 2008; Kalcheva ve Lins, 2007; Pinkowitz vd., 2006; Ozkan ve Ozkan, 2004; Dittmar Mahrt-Smith, 2007; Opler vd., 1999. Bu çalışma, kurumsal yönetim faktörlerinin etkilerini, nakit yönetimi ve nakit tutma oranları bağlamında ele alarak daha kapsamlı bir değerlendirme sunmayı amaçlamaktadır. Çalışmadan beklenen çıktılar şunlardır: (1)Kurumsal yönetim performansının nakit tutma düzeyi ile ilişkisini ortaya koymak, (2)Yönetim kurulu yapısı ile nakit tutma düzeyi arasındaki ilişkiyi belirlemek (3)Bu ilişkilerin olası nedenlerini ve sonuçlarını yorumlamak. Çalışma literatürde tartışmalı sonuçları raporlanan nakit tutma düzeyi ile kurumsal yönetim parametrelerinin ilişkisi konusundaki boşlukları tamamlayarak alana katkı sunmayı amaçlamaktadır. Bunun yanında ilk defa incelenen kurumsal yönetim parametreleri ile özgün sonuçlar ortaya konmaktadır.

Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın giriş bölümünde araştırma çerçevesi genel hatlarıyla sunulmuştur. İkinci bölüm, teorik çerçevenin özetlendiği kısımdır. Üçüncü bölümde önceki çalışmalar ve hipotezleri irdelenmiştir. Çalışma yöntemi, veri seti, kapsam ve sınırlıklar dördüncü bölümde verilmiştir. Beşinci bölümde analiz sonuçları ve bulgular yer almaktadır. Altıncı ve son bölümde ulaşılan sonuçlar ortaya konmuş ve tartışmaya sunulmuştur.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Nakit yönetimi, şirketlerin finansal kararlarının önemli bir unsuru olarak dikkate alınmaktadır. Şirketlerin nakit tutma ve likidite pozisyonlarını etkileyen faktörlerin anlaşılması, finansal kararlarını şekillendirmelerinde kritik bir rol oynamaktadır. Literatürde şirketlerin nakit tutma düzeyini açıklamak için farklı teoriler ve yaklaşımlar önerilmiştir. Klasik yaklaşıma dayanan modeller, nakit tutmanın fırsat maliyeti ve işlem maliyeti gibi faktörleri dikkate alarak optimal nakit tutarını belirlemeye odaklanırken, modern yaklaşıma dayanan modeller ise şirketlerin piyasa değerini artırmak amacıyla nakit tutma seviyesini belirlemektedir. Ancak günümüzde, fırsat ve işlem maliyetlerine ek olarak vekalet maliyetleri, asimetrik bilgi, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri gibi faktörlerin de nakit yönetimine etkisi olduğu vurgulanmaktadır.

Dengeleme (trade-off) teorisi, finansal hiyerarşi (pecking order) teorisi ve serbest nakit akışı (free cash flow) teorisi gibi klasik yaklaşıma dayanan modeller, nakit yönetimi ve likidite pozisyonunun anlaşılmasına katkı sağlamaktadır. Bu teoriler, şirketlerin finansal yapıları, büyüme fırsatları, vekâlet sorunları ve serbest nakit akışı gibi faktörleri dikkate alarak nakit tutma stratejilerini açıklamayı hedeflemektedir.

2.1. Dengeleme (Trade-off) Teorisi

Modigliani ve Miller (1958)'in ortaya attığı dengeleme teorisi, şirketlerin nakit tutma düzeyini belirlerken risk ve getiri arasında bir denge kurması gerektiğini savunur. Nakit tutma düzeyi, bir şirketin likidite ihtiyaçlarını karşılama ve beklenmedik harcamalar, acil durumlar veya fırsatlar için finansal esneklik sağlar. Dengeleme teorisi, işletmelerin nakit tutma düzeyini iki temel faktör arasında bir denge noktası olarak görür: (1)fırsat maliyeti ve (2)maliyetli nakit yetersizliği. Fırsat maliyeti, nakit varlıklarının alternatif yatırım fırsatlarından feragat etme maliyetidir. Yani, işletme nakdini yatırımlara yönlendirmediğinde kaçıracağı fırsatları temsil eder. Diğer yandan, maliyetli nakit yetersizliği, işletmenin nakit varlıklarının yetersiz olması durumunda ortaya çıkan maliyetlerdir. Nakit yetersizliği durumunda, işletmenin acil harcamaları karşılamak için dış finansmana başvurması gerekebilir veya işlemlerini gerçekleştirmek için daha yüksek maliyetli finansal araçlara başvurması gerekebilir (Opler vd. 1999:5). Dengeleme teorisi, işletmelerin bu iki faktör arasında bir denge noktası bulmaya çalıştığını savunur. Yani, işletmeler hem fırsat maliyetini minimize etmek hem de maliyetli nakit yetersizliği riskini azaltmak amacıyla optimal bir nakit tutma düzeyi belirlerler.

2.2. Finansal Hiyerarşi (Pecking Order) Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisi, Myers, (1984) tarafından kurumsal nakit tutma düzeyini açıklamak için geliştirilen bir teoridir. Bu teori, şirketlerin finansman tercihlerini ve nakit yönetimini, farklı finansal kaynaklara öncelik vererek düzenlediğini öne sürer. Finansal hiyerarşi teorisine göre, şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılama sıralaması belirli bir hiyerarşiye tabidir. Bu hiyerarşi genellikle şu şekildedir:

-İçsel Finansman: Şirketler, öncelikle içsel kaynaklarından gelen nakdi kullanmayı tercih ederler. Bu içsel kaynaklar, şirketin karları, birikmiş gelirler, varlık satışları veya borç geri ödemeleri gibi kaynaklardır. İçsel finansman, harcamaları karşılamak için daha az maliyetli bir seçenek olabilir ve dış borçlanma veya hisse senedi ihraç etme gibi harcamalarla ilişkili maliyetlerden kaçınmayı sağlar.

-Borçlanma: Şirketler, içsel kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda borçlanmaya yönelebilirler. Ancak finansal hiyerarşi teorisine göre, şirketler öncelikle düşük maliyetli ve düşük riskli borç kaynaklarını tercih ederler. Bu, daha yüksek maliyetli finansal araçlara başvurmadan önce daha düşük maliyetli kaynakları kullanma prensibine dayanır.

-Dışsal Eşdeğer Oranı: Finansal hiyerarşi teorisine göre, şirketler, içsel finansman ve düşük maliyetli borçlanma imkanları tükenene kadar dış finansmana başvurmayı tercih etmezler. Ancak, bu noktadan sonra dış finansman maliyetleri artabilir ve şirketlerin maliyetli kaynaklara başvurma eğilimi artabilir (Frank ve Goyal 2009:161).

Finansal hiyerarşi teorisi, şirketlerin nakit yönetiminde öncelikli olarak içsel finansmanı kullanma ve düşük maliyetli kaynakları tercih etme eğilimlerini açıklamaktadır. Bu teori, şirketlerin finansman tercihlerini, riskleri minimize etmek, maliyetleri düşürmek ve kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket etmek gibi faktörlerle ilişkilendirir.

2.3. Serbest Nakit Akış (Free Cash Flow) Teorisi

Serbest nakit akışı teorisi, kurumsal nakit tutma düzeyini açıklamak için geliştirilen bir başka teoridir. Jensen (1986) tarafından ortaya atılan bu teori şirketlerin nakit fazlalarını nasıl kullandığına odaklanır ve bu fazlaların yönetimi üzerindeki etkilerini inceler. Serbest nakit akışı, bir şirketin nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki farktır. Şirketler, faaliyetlerinden elde ettikleri nakdin, yatırımlara, borç geri ödemelerine veya temettü ödemelerine yönlendirilmesi gibi farklı seçeneklere sahiptir. Serbest nakit akışı teorisi, bu seçeneklerin şirketlerin nakit tutma stratejilerini nasıl etkilediğini analiz eder. Serbest nakit akışı teorisine göre, şirketlerin nakit fazlası olması durumunda yöneticilerin serbest bir karar alma yetkisi ve hareket alanı oluşur. Bu durumda, yöneticiler, nakit fazlasını şirketin değerini artırmak için en uygun şekilde nasıl kullanacaklarını belirleme konusunda karar verme özgürlüğüne sahiptir (Dittmar ve Mahrt-Smith, 2007:615). Ancak, serbest nakit akışının yönetimi bazen sorunlara neden olabilir. Yöneticiler, nakit fazlalarını şirketin uzun vadeli değerini artırmak yerine kendi çıkarları doğrultusunda harcamak veya yatırımlar için düşük getiri sağlayan projelere yönlendirmek gibi eylemlerde bulunabilir. Bu durumda, serbest nakit akışı şirketin performansını olumsuz etkileyebilir ve hissedarların değerlerini azaltabilir. 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. Harford (1999)'a göre bu teori, şirketlerin nakit fazlalarının etkin bir şekilde yönetilmesi ve hissedar değerini maksimize etmek için finansal disiplin uygulanması gerektiğini vurgular.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Kurumsal nakit tutma düzeyi ile finansal kararların ilişkisine dair tartışmanın başlangıç noktası, Keynes'in (1936) ortaya attığı ilgisizlik argümanına dayanır. Bu argümana göre, bir şirketin nakit tutma düzeyi, mükemmel sermaye piyasalarına erişiminin olduğu bir ortamda, yatırım ve finansman kararlarına göre önemsiz bir yan gösteridir. Bu durumda, şirket yatırım fırsatlarını finanse etmek için makul bir maliyetle sermaye elde edebilir ve işlem ihtiyaçlarını karşılamak dışında nakit birikimine yönelmez. Amess vd., (2015)'e göre ihtiyaten nakit tutma gereksinimi, şirketlerin sınırlı finansman koşulları veya riskten korunma güdüsüne sahip olduğu durumlarda ortaya çıkar.

Keynes, şirketlerin nakit tutmasının temel olarak işlem, ihtiyat, spekülasyon motivasyonu olmak üzere üç motivasyona dayalı olduğunu ileri sürmüştür. İşlem motivasyonu, şirketin günlük iş operasyonları ve faaliyetleri nedeniyle nakit ihtiyacını ifade eder. İhtiyat motivasyonu, şirketin operasyonel güvenliği sağlamak için acil durumlarla daha iyi başa çıkmak için belirli miktarda fona ihtiyacı olduğu anlamına gelir. Ye (2018)'ye göre spekülasyon motivasyonu temel olarak, işletmelerin günlük iş sürecinde iyi yatırım fırsatlarını değerlendirmek için daha fazla nakit tuttıklarını göstermektedir. Bazı çalışmalar literatüre taahhüt güdüsünü de eklemiştir. Titman, (1984), şirketin tedarikçileri veya müşterileri yoğunlaştığında, daha fazla ilişkiyel yatırıma katlanması gerekebileceğini ve bu yatırımların şirketin finansal maliyetlerini artıracığı öne sürülmüştür. Taahhüt güdüsü, makroekonomik faktörler nedeniyle müşterilerin olumsuz etkilenmemesi ve finansal sıkıntıya düşmemesi için belirli bir miktar nakit tutmaları gerekliliği şeklinde açıklamıştır.

Literatürde şirketlerin nakit tutma düzeyi belirleyicilerini araştıran çalışmalar çoğunlukla finansal parametrelere odaklanmıştır.

Opler vd. (1999), şirketin nakit tutma seviyesinin gelecekteki yatırım fırsatları ve nakit akışları ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuştur.

Batuman (2020), doktora tezinde 2008 krizi sonrası Türkiye ve Doğu Avrupa şirketlerinde nakit tutma belirleyicilerini araştırmış ve sonuçta nakit tutma düzeyi ile büyüme fırsatı ve şirket büyüklüğü arasında pozitif, Ar-Ge harcamaları, kaldıraç oranı, kar payı ödemesi, ROA, yatırım, enflasyon oranı ile negatif ilişki bulunduğunu, hukukun üstünlüğü endeksi ile anlamlı bir ilişki bulunamadığını ifade etmiştir. Batuman bu çalışmasında kurumsal yönetim değişkenleri ve nakit tutma arasındaki ilişkinin oldukça sınırlı veri ile yapılmış olduğunu tespit etmiş ve ileriki çalışmalarda araştırılmasının önemine vurgu yapmıştır.

Yıldırım (2021), çalışmasında literatürde nakit tutma düzeyi ile ilgili yapılmış az sayıda çalışma olduğunu vurgularken Türkiye'deki sektör bilançolarını analiz ederek şirketlerin nakit tutma düzeyi belirleyicilerini finansal parametreler üzerinden araştırmıştır. Sonuçta nakit tutma düzeyinin şirket büyüklüğü, karlılık, nakde dönüşüm süresi ile olumlu, borçlanma ve varlık yapısı ile olumsuz ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir.

Ferreira ve Vilela (2004), EMU ülkelerindeki araştırmaları sonucunda, yatırım fırsatları ve nakit akışları gibi faktörlerin nakit varlıkları olumlu yönde etkilediğini, varlıkların likiditesi, kaldıraç ve büyüklük gibi faktörlerin ise nakit varlıklarını olumsuz yönde etkilediğini bulmuşlardır.

Yücel (2016), 2005-2012 yılları arasın BİST İmalat sektörü şirketleri üzerine yaptığı araştırmada nakit tutma oranı ile büyüklük ve kar payı dağıtımını arasında pozitif, durun varlık oranı kaldıraç oranı, banka borcu, banka borcu vadesi arasında negatif korelasyon tespit edildiğini ifade etmiştir.

Hall vd. (2014), 2001-2010 yıllarını kapsayan 16.772 şirket üzerinden yaptıkları araştırmada halka açık şirketlerin ve girişimciliği destekleyen ülkelerdeki şirketlerin daha fazla nakit tuttuklarını, ayrıca nakit tutma düzeyinin finansal belirleyicilerinin hem halka açık hem de özel sermayeli şirketlerde aynı etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Maheswari ve Rao (2017), şirketlerinin nakit tutma düzeyi ile nakit akışı, temettü ödemesi, piyasa-değer kitap-değer oranı, net borç ihraç ve net özsermaye ihraçları arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, bu şirketlerin nakit tutmanın, net işletme sermayesi, finansal kaldıraç, araştırma ve geliştirme harcamaları ile şirket sermaye harcamaları tarafından negatif etkilendiği bulunmuştur.

Shah (2011), Pakistan şirketleri üzerine yaptığı çalışmada nakit tutma oranının büyüme fırsatları, şirketin büyüklüğü, temettü oranı ile pozitif ve borç vadesi ve dönüşüm döngüsü ile negatif yönde ilişkili olduğunu göstermiştir.

Şirketlerde nakit tutma düzenin kurumsal yönetim parametreleri ile ilişkisini kapsama alan çalışmalar az da olsa mevcuttur. Dittmar ve Mahrt-Smith (2007), 1990-2003 dönemine ait 1.952 ABD sanayi şirketinden oluşan bir örneklem kullanarak, kurumsal yönetimin

performansının nakit tutma üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Sonuçta daha güçlü kurumsal yönetime sahip şirketlerde nakit tutmanın daha yüksek değerlendirildiğini bulmuşlardır.

Gill ve Shah (2012), Kanada şirketlerinin 2008-2010 yıllarını kapsayan çalışmalarının sonucu, piyasa değeri/ defter değeri oranı, nakit akışı, net işletme sermayesi, kaldıraç, şirket büyüklüğü, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO dualitesi faktörlerinin nakit tutma düzeyini önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Gelecekteki çalışmalar için farklı ülkeler ve sektörler ile yönetim kurulu yapısı, denetim kurulu yapısı gibi diğer KSS(Kurumsal Sosyal Sorumluluk) parametrelerinin araştırılmasını önermişlerdir.

Ozkan ve Ozkan (2004), İngiltere'deki şirketlerinin nakit tutma belirleyicilerini inceledikleri çalışmalarında finansal parametreler ve KSS parametrelerinde odaklanmışlardır. Yönetimsel mülkiyet ve nakit tutma arasında önemli bir monoton olmayan ilişki olduğu ve bu ilişkinin yönetim kurulu yapısı ve nihai kontrolcülerin varlığıyla değişmediğini ifade etmişlerdir.

Harford ve M.V.F.(2008), 2000-2004 yılları arasında Amerikan şirketlerinde nakit tutma seviyesinin kurumsal yönetim ile pozitif yönde ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Lui vd (2014), çalışmalarında Çin'deki şirketlerde aile kontrolünün nakit tutma politikası üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Fazla kontrol haklarına sahip aile şirketlerinin, hissedarlara yatırım yapmak veya dağıtmak yerine tünellemek amacıyla yüksek nakit tutma eğiliminde olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Anderson ve Hamadi (2016), 1991-2006 yılları arasında Belçika'da halka açık olan şirketlere ait verileri kullanarak yatıkları çalışmada sahiplik yoğunlaşması ile nakit tutma arasında güçlü bir pozitif ilişki, şirket piyasa değerini ile olumlu ilişki olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca yönetimsel sahipliğin bir etkisi saptanmamıştır.

Najjar ve Clark (2017), MENA ülkelerinde 2000-2009 yılları için yaptıkları araştırmada; yönetim kurulu büyüklüğü ile nakit tutma arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Dış mekanizmalar açısından ise kanıtlar kesin değildir. Menkul kıymetler hukuku ve bankacılık denetimi konusunda uluslararası standartlara sahip olan ülkelerin şirketlerinin daha az nakit tuttuğunu, bununla birlikte, "mali şeffaflığa" ve iyi yönetim uygulamalarına sahip ülkelerin şirketlerinin daha fazla nakit tuttuğunu ifade etmişlerdir.

Yiğit (2020), BİST şirketlerinin 2010-2019 yıllarını kapsayan araştırmasında, büyüme fırsatları, kaldıraç, şirket büyüklüğü, net çalışma sermayesi, nakit akışı ve sermaye harcamaları değişkenlerinin, nakit tutma oranının belirlenmesinde önemli etkiye sahip olduklarını belirlemiştir. Ancak kurumsal yönetim değişkeninde istatistiksel olarak anlamlı bir etki bulunamamıştır. Böylece, kurumsal yönetimin nakit tutma oranını negatif etkilediği hipotezi desteklenmemiştir.

Şirketlerin nakit tutma düzeyi belirleyiciler ile ilgili literatürde geliştirilen hipotezler aşağıdaki şekilde özetlenebilir. Bu çalışmanın konusu olmadığından finansal parametrelere kısaca değinilerek kurumsal yönetim parametreleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

3.1. Finansal Parametreler

Finansal parametreler nakit tutma düzeyinin şirketin finansal yapısı ile ilişkisini açıklamakta kullanılan parametrelerdir. Finansal parametreleri çeşitli koşullarda şirketin nakit tutma düzeyini arttırabilir ya da azaltabilir.

-Nakit Akışları: Şirketin gelirleri, borçları, satışlarının sürekliliği gibi nakit akışları, nakit tutma düzeyini etkiler. Daha düzenli ve istikrarlı nakit akışlarına sahip olan şirketler, genellikle daha az nakit tutma eğilimindedir.

-Finansal Risk: Şirketin maruz kaldığı finansal riskler, nakit tutma düzeyini etkileyebilir. Özellikle yüksek finansal risklere sahip sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, riskleri karşılamak için daha fazla nakit tutabilir.

-Kredi Erişimi: Şirketin borçlanma maliyeti ve krediye erişimi, nakit tutma düzeyini etkileyebilir. Düşük maliyetli krediye erişim sağlayabilen şirketler, nakit tutma eğilimini azaltabilir.

-Yatırım Fırsatları: Şirketin büyüme potansiyeli ve yatırım fırsatları, nakit tutma düzeyini etkileyebilir. Yüksek büyüme hedefleri olan şirketler, daha fazla yatırım yapmak için daha az nakit tutma eğiliminde olabilir.

3.2. Kurumsal Parametreler

Şirketlerin nakit tutma düzeyleri finansal etkenler yanında kurumsal yönetim ile de yakından ilgilidir. Çalışmalar farklı yönde sonuçlar raporlarsa da literatürde kurumsal yönetim parametrelerinin nakit tutma düzeyini etkilerini açıklayan genel hipotezler aşağıdaki gibidir:

-KSS Performansı: “Kurumsal Sosyal Sorumluluk-KSS”, şirketlerin yalnızca kâr elde etme amacı gütmek yerine, toplumsal, çevresel ve etik konulara odaklanmasını ve bu alanlarda olumlu katkı sağlamasını hedefler. ESG performansı da bunun bir parçası olarak şirketinin çevre, sosyal ve yönetim politikalarını uluslararası standartlara göre belirlemesi ve uygulamasının göstergesidir. Günümüzde birçok yatırımcı, finansal performansın yanı sıra şirketlerin sosyal ve çevresel etkilerini de değerlendirmektedir. Yatırımcılar, sürdürülebilirlik ve KSS performansı yüksek olan şirketlere yatırım yapmayı tercih edebilirler. Bu durumda, iyi bir KSS performansı, yatırımcıların ilgisini çekebilir ve şirketin finansman seçeneklerini artırabilir. Daha fazla yatırım çekmek, nakit tutma düzeyini düşürebilir. Bu durum, iki kanal aracılığıyla gerçekleşir; paydaş katılımını artırarak ajanlık maliyetlerini azaltma ve raporlama kalitesini yükselterek bilgi asimetrisini azaltma (Cheng vd., 2014;3). KSS performansının bilgi asimetrisini azaltmak ve sermaye maliyetini düşürmek için etkili bir mekanizma olarak kabul edilebileceği söylenebilir (Liem vd. 2020:17). KSS faaliyetleri, şirketin itibarını ve marka değerini artırabilir. İyi bir itibar ve güçlü bir marka, tüketici sadakatini ve müşteri tabanını artırabilir. Bu da şirketin gelirlerini ve nakit akışını olumlu yönde etkileyebilir (Little ve Little 2000:137; Godfrey vd., 2009;442). Güçlü bir markaya sahip olan şirketler genellikle daha kolay finansman sağlayabilirler ve daha düşük finansman maliyetleriyle karşılaşabilirler. Bu durumda, nakit tutma düzeyi düşebilir. KSS faaliyetleri, bazı durumlarda işletme maliyetlerini artırabilir. Örneğin, çevre dostu üretim süreçleri veya etik tedarik zinciri uygulamaları daha fazla maliyet gerektirebilir. Bununla birlikte, iyi bir KSS performansı, uzun vadede maliyetleri

düşürebilir. Örneğin, enerji verimliliği projeleri veya atık yönetimi uygulamaları, enerji veya atık maliyetlerini azaltabilir. Bu da nakit tutma düzeyini düşürebilir.

-Yönetim Kurulu Yapısı: Finans literatürü tarafından şirket yönetim kurulu özellikleri ile nakit tutma arasındaki ilişkinin yönü henüz net olarak tespit edilmemiştir (Ezeani vd.2022:21). Yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsız üye oranı veya kadın üye oranı gibi etkenler potansiyel olarak nakit tutma düzeyini etkileyebilir. Önceki çalışmalar, büyük yönetim kurullarının, kurul üyeleri arasındaki ajans sorununun çözümünde yaşanan zorluklar nedeniyle küçük kurullardan daha az etkili olduğunu savunmaktadır. Çalışma, karar verme sürecindeki verimlilik nedeniyle küçük kurulları desteklemektedir (Mohd vd. 2015:2). Diğer bir yönden kar dağıtımı ile şirketinin nakit tutma düzeyi doğrudan ilişkilidir. Şirket kar dağıtımı yaparsa nakit düzeyi azalacak kar dağıtımı yapmaz ise nakit düzeyi artacaktır (Bates vd. 2009:1986) Yöneticiler, potansiyel yatırım fırsatlarını ve piyasa dalgalanmalarını göz önünde bulundurmak için net karı temettü olarak dağıtmayı tercih etmeyebilir. Dolayısıyla, temettü ödemeleri de nakit düzeyinin belirlenmesinde önemli rol oynar (Kutlu Furtuna, 2017:618). Temettü ödemelerine karar veren merci yönetim kurulu olduğundan bu yönüyle de yönetim kurulu yapısı nakit tutma oranını doğrudan etkiler.

Literatürde genel olarak kabul gören bir görüş, yöneticilerin ve hissedarların çıkarları arasındaki uyum derecesinin yönetim kurulu yapısı ile değiştiğidir. Daha spesifik olarak, dışarıdan yönetici ağırlıklı yönetim kurullarına sahip şirketlerin, dış finansman ajans maliyetlerini azaltma eğiliminde olduğu varsayıldığında, bu şirketlerin daha düşük miktarda nakit tutmaları beklenir (Ozkan ve Ozkan, 2004:2107).

Yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu bağımsızlığı, iç kurumsal yönetimde kritik unsurlar olarak kabul edilmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü ile nakit tutma arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar, genellikle negatif ve pozitif olmak üzere her iki yönde de ilişki kurmuşlardır. Negatif yönlü olarak, denetim fonksiyonlarını yerine getiren komisyon üyelerinin yönetim kurulu büyüklüğü, şirketin iyi bir kurumsal yönetimine işaret eder. Bunun sebebi, komisyon üyelerinin yöneticilere ve yöneticilere denetim yapma ve danışmanlık sağlama gibi önemli bir rol oynamalarıdır (Kusumawardari vd. 2021:596). Zayıf bir kurumsal yönetim yapısı, yöneticilere daha az denetim ve hesap verebilirlik sağlar, bu da yöneticilerin daha fazla özerklik ve karar verme gücüne sahip olmalarına neden olabilir. Bu durumda, yöneticiler, nakit rezervlerini öncelikle kendi çıkarlarını desteklemek için kullanabilirler. Zayıf bir yönetim kurulu yapısı ve yöneticilerin nakit rezervlerini kendi çıkarları doğrultusunda kullanması, şirketin karlılığını olumsuz etkileyebilir. Harford and M.V.F. (2008)'e göre, nakit rezervlerinin etkin bir şekilde kullanılmaması, şirketin sermaye getirisini düşürebilir ve hissedar değerini azaltabilir. Ülkeler arası kanıtlar, Dittmar, Mahrt-Smith, (2007); Lins ve Kalcheva, (2007) çalışmalarında daha güçlü hissedar haklarının daha düşük nakit tutma ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Ezeani vd. (2023) göre daha büyük yönetim kurulları, ajans maliyetlerini artıran bilgi asimetrisi sorununa neden olabilir ve bu da daha yüksek nakit tutma eğilimini destekler.

Önceki çalışmalar, Adams ve Ferreira, (2009); Gul vd., (2011); Brieger vd., (2019), kurumsal yönetim kurulunun cinsiyet çeşitliliğinin tartışma kalitesi ve denetim yeteneği üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu savunmaktadır. Davranışsal finans literatüründen kadınların yatırım kararlarında görece riskten kaçınma eğiliminde oldukları kaydedilmiştir.

Kadın yöneticilerin yönetim kurulunda bulunması, riskten kaçınma eğiliminden dolayı denetim sürecini iyileştirdiği iddia edilmektedir: Elmagrhi vd., (2019); Liu vd., (2020).

4. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Çalışma şirketlerde kurumsal yönetim değişkenlerinin, nakit tutma düzeyine etkisini araştırmaktadır. Bu bölümde araştırmada kullanılan yöntemleri ve analiz süreci açıklanmıştır. Araştırmanın kapsamı ve veri toplama yöntemleri belirtilerek, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin nasıl tanımlandığı ve hangi veri kaynaklarından elde edildiği, çalışmada kullanılan analiz tekniği, örneklemin büyüklüğü ve özellikleri, istatistiksel yöntemler ve sonuçların yorumlanması için kullanılacak diğer analiz araçları alt başlıklar halinde sunulmuştur.

4.1. Yöntem

Shah (2011)'e göre şirketlerin hedef veya optimal nakit tutma düzeyine maliyetler olmadan hızla uyum sağlayabileceği varsayımı altında, analiz için statik panel veri modeli kullanılabilir, ancak şirketler istenen nakit tutma düzeyine anında geçiş yapamayacakları düşünüldüğünde, tercihen dinamik bir model kullanılmalıdır. Arellano ve Bond (1995) tarafından geliştirilen Sistem GMM tahminci yöntemi, panel veri analizi için kullanılan dinamik bir yöntemdir. Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman boyutlarını bir araya getirerek ekonomik ilişkileri değerlendirmek için kullanılır. Bu analizde, N birim ve her bir birim için T gözlem bulunur. Albayrak ve Akyol (2020)'a göre ekonometrik analizler genellikle yalnızca kesit veya zaman boyutuyla ilgilenirken, panel veri analizi, bu iki boyutun birleştirilerek daha kapsamlı bir analiz sağlar. Bu yöntem, panel veri analizinde endojenlik sorunlarını ele alabilen etkili bir tekniktir ve araştırmanın geçerliliğini ve güvenilirliğini artırmayı amaçlamaktadır.

Dinamik panel veri modelleri, bağımlı değişkenin bir önceki dönemdeki gecikmeli değerini modelde bağımsız değişken olarak kullanır. Bu şekilde, aynı değişkenin önceki dönemdeki etkisi, ilgili dönemdeki değişken üzerinde test edilir. Dinamik modeller ayrıca, bağımlı değişkenin gecikmeli değerini açıklayıcı değişken olarak modele ekleyerek sabit panel veri modellerindeki değişken kalıntı sorununu da çözer. Sonuç olarak, Sistem GMM tahminci yöntemi ve panel veri analizi, finansal ilişkileri incelemek ve geçmiş dönemlerin etkisini değerlendirmek için güçlü bir araçtır. Modelin oto-korelasyon sınaması için Arellano-Bond Oto-Korelasyon testi yapılmıştır. Ayrıca regresyon katsayılarının anlamlılığına Wald testi ile bakılmıştır. Analizler Eviews programında yapılmıştır.

4.2. Veri Seti

Araştırma örneklemini İngiltere şirketlerinin 2013-2022 yılları arası 10 yıllık dönemini kapsamaktadır. Çalışma için Türkiye dahil diğer ülkelerin verileri de araştırılmış ancak en geniş ve sürekli veri seti İngiltere için ulaşılabilir olduğundan çalışma İngiltere şirketleri için yapılmıştır. Bu veri seti, işletmelerin nakit tutma oranıyla ilgili kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkiyi incelemek için geniş bir zaman aralığını kapsamaktadır. Bu çalışma için panel veri seti aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur. İlk olarak, finansal kuruluşlar örneklemden çıkarılmıştır. İkinci olarak, örneklem dönemi boyunca modele ait herhangi bir değişken için yeterli gözlemi sağlanamayan şirket örneklemden çıkarılmıştır. Son olarak, bu şirketlerden sadece örneklem dönemi boyunca 10 yıllık sürekli verisi bulunanlar seçilmiştir. Bu kriterlere

uygun olan 137 şirket ve 1.370 gözlem örnekleme dâhil edilmiştir. Çalışmadaki en önemli sınırlılık uzun zaman serilerine ait kurumsal yönetim verilerinin kısıtlı raporlanmış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle örneklemedeki veri ve gözlem sayısı verilere ulaşılabilen şirketlerle sınırlıdır. Veriler EIKON veri tabanından elde edilmiştir.

4.3. Araştırma Modeli

Araştırma modelinde bağımlı değişken, nakit tutma oranıdır. Bağımsız değişkenler ise; nakit tutma oranının önceki dönem değeri, CSP skoru, ESG skoru, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu kadın oranı, yönetim kurulu üye bağımsızlığı olup, araştırma modeli aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

$$NKO = \beta_0 + \beta_1NKO(-1) + \beta_2ESG + \beta_3CSP + \beta_4BOSİZ + \beta_5BOFEM + \beta_6INDBOM + \varepsilon$$

Modelde β_0 , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 ve β_6 , katsayıları temsil etmektedir ve bu katsayılar, ilgili bağımsız değişkenin; NKO(-1), ESG, CSP, BOSİZ, BOFEM ve INDBOM etkisini belirtmektedir. ε ise hata terimini ifade eder, yani modelin gözlenemeyen diğer etkileri ve rasgele değişkenleri temsil eder. Bu denklem, dinamik panel regresyon yöntemiyle, nakit tutma oranının diğer değişkenlerle ilişkisini anlamak için kullanılmaktadır. Modeldeki değişkenler aşağıdaki gibidir;

NKO, Nakit tutma oranı

NKO (-1), bir önceki döneme ait NKO değeridir.

ESG (Çevresel, Sosyal ve Yönetişim) , ESG performansı

CSP, Kurumsal Sosyal Sorumluluk Performansı

BOSİZ, Yönetim Kurulu üye sayısı

BOFEM, Yönetim Kurulu kadın üye oranı

INDBOM, Yönetim Kurulu bağımsız üye oranı

ε , hata terimi.

Nakit tutma oranı (NKO), şirket bilançosunda raporlanan nakit ve benzeri değerler kaleminin, toplam varlıklar kalemine bölünmesi ile bulunmuştur.

5. BULGULAR

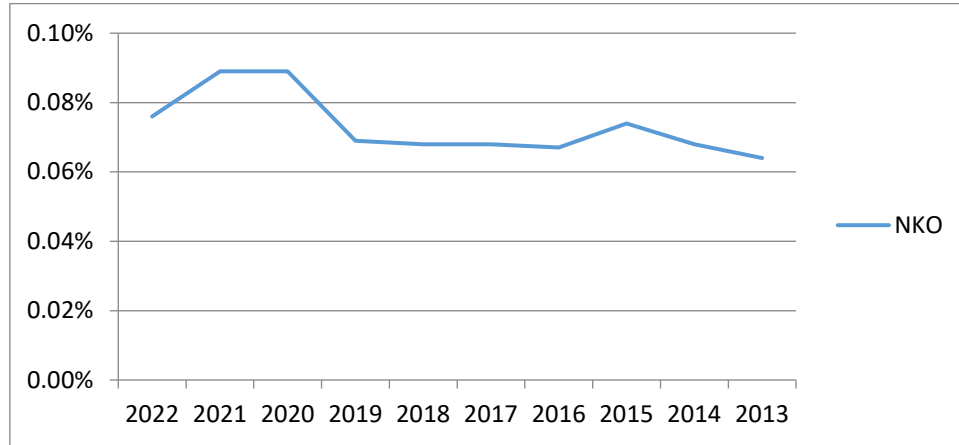
Analiz sonuçlarına ait bulgular tablo ve açıklamaları ile sırasıyla gösterilmektedir. Öncelikle örnekleme ait açıklayıcı istatistikler Tablo 1’de verilmiştir.

Tablo 1. Açıklayıcı İstatistikler

	NKO	CSR	ESG	BOSIZ	BOFEM	INDBOM
Mean	0.073061	62.96715	55.94724	9.144981	25.96133	62.10193
Median	0.048304	68.26923	55.65530	9.000000	25.00000	62.50000
Maximum	0.820195	99.59893	95.75386	16.00000	66.66667	100.0000
Minimum	0.000000	0.000000	1.019613	2.000000	0.000000	11.11111
Std. Dev.	0.086644	26.27886	16.55611	2.103839	12.27751	12.63718
Skewness	2.736361	-0.597024	-0.144150	0.514890	0.164734	-0.179368
Kurtosis	14.86731	2.402203	2.812411	3.240651	3.018948	3.319087
Observations	1368	1350	1350	1345	1345	1345

Bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere göre örneklemedeki şirketlerin NKO ortalaması %7, minimum nakit tutma oranı %4,8 ve maksimum nakit tutma oranı %8,2'dir. CSR skoru ortalama 62, ESG skoru ise ortalama 56 olarak görülmektedir. Yönetim kurulu üye sayılarına baktığımızda örneklemedeki şirketlerde en az 2 en çok 16 üyeli kurullar mevcuttur. Yönetim kurulu kadın üye ortalaması %25'tir. En yüksek kadın üye oranı %66 iken en düşük kadın üye oranı 0'dır. Yani yönetim kurulunda hiç kadın üye bulunmayan şirketler mevcuttur. Yönetim kurulu bağımsız üye oranına baktığımızda ortalamasının %62, minimum oranın %62,5 ve maksimum oranın %100 olduğu görülmektedir. Yönetim kurulunun tamamı bağımsız üyelere oluşmuş şirketler bulunmaktadır.

Şirketlerin yıllar itibarıyla genel ortalamasına bakıldığında son 10 yılda NKO'nun artış eğiliminde olduğu görülmektedir.



Şekil 1. Yıllar İtibarıyla Ortalama Nakit Tutma Oranları

Özellikle 2020 yılında tavan seviyeye ulaşan NKO, 2021 yılından sonra düşüş trendinde geçmiştir. Bu durum pandemi etkisiyle şirketlerin ihtiyat amaçlı nakit tutma eğilimlerinin zirveye ulaştığı, pandemi etkisinin geçmesiyle tekrar düşüşe geçtiği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 2. GMM Dinamik Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NKO(-1)	0.079987	0.029492	2.712212	0.0068
ESG	0.001107	0.000383	2.893794	0.0039
CSR	0.001069	0.000471	2.271684	0.0233
BOSIZ	0.007927	0.003297	2.404483	0.0164
BOFEM	-0.001729	0.000631	-2.740297	0.0062
INDBOM	-0.000540	0.000542	-0.996287	0.3193

Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	0.001257	S.D. dependent var		0.065267
S.E. of regression	0.072761	Sum squared resid		5.622448
J-statistic	50.71331	Instrument rank		41
Prob(J-statistic)	0.041760			

Tablo 2’de yer alan model sonuçlarına göre, NKO ile gecikmeli değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki görülmektedir. NKO ve ESG kombine skoru arasında %1 düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. ESG skorunda meydana gelen %1’lik artış NKO’da %0.001 birimlik bir artış sağlamaktadır. Dolayısıyla şirketlerin ESG performansı nakit tutma düzeyini arttırmaktadır. Benzer şekilde CSP skoru ve NKO arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü ve NKO arasında pozitif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre yönetim kurulu üye sayısı fazla olan şirketler daha yüksek oranda nakit tutmaktadırlar. Diğer yandan yönetim kurulu kadın üye oranı ile NKO arasında negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu duruma göre yönetim kurulunda kadın üye oranı yüksek olan şirketlerin daha az nakit tutmakta oldukları söylenebilir. Son olarak yönetim kurulu bağımsız üye oranı ilke NKO arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 3. Arellano-Bond Oto-Korelasyon Testi Sonuçları

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-2.589006	-2.155763	0.832661	0.0096
AR(2)	0.067822	0.010761	0.158661	0.9459

Otokorelasyon analizi için Arellano-Bond Serial Corelation testi uygulanmıştır. Tablo 3'ün gösterdiği P-olasılık değerlerine göre, birinci aşamada istenen sonuç elde edilememiş, ancak ikinci aşamada oto-korelasyon bulunmadığı gözlemlenmiştir. Teoride birinci aşamada oto-korelasyona önem atfedilmezken, ikinci aşamada oto-korelasyon olmaması önem taşımaktadır(Arellano & Bond, 1991).Bu nedenle, modele oto-korelasyon sorunu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Modeldeki regresyon katsayılarının anlamlılık derecelerinin belirlenmesi için Wald test uygulanmıştır. Wald testi null hipotez olarak katsayıların sifira eşit olduğunu kabul eder. P değerinin 0,05 ten küçük olması durumunda null hipotez reddedilecektir.

Tablo 4. Wald Testi Sonuçları

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.992623	(6, 1062)	0.0006
Chi-square	23.95574	6	0.0005

Null Hypothesis: C(1)=0, C(2)=0, C(3)=0, C(4)=0, C(5)=0, C(6)=0

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(1)	0.079987	0.029492
C(2)	0.001107	0.000383
C(3)	0.001069	0.000471
C(4)	0.007927	0.003297
C(5)	-0.001729	0.000631
C(6)	-0.000540	0.000542

Tablo 4 Wald testi sonuçlarını göstermektedir. Bu test, her bir katsayının sıfır olup olmadığını test eder ve katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirlemek için p-değerlerini hesaplar. P değerinin 0,05'ten küçük olması model katsayılarının anlamlı olduğunu gösterir. P değerine göre 6 değişken olan regresyon modelinde tüm değişken katsayıların anlamlı olduğu bulunmuştur.

6. SONUÇ VE TARTIŞMA

Araştırma şirketlerde nakit tutma oranı ile bazı kurumsal yönetim değişkenlerinin ilişkisini analiz etmektedir. Bağımlı değişken NKO iken bağımsız değişkenler şirketlerin önceki dönem NKO'su, CSP skoru, ESG skoru, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu kadın üye oranı ve yönetim kurulu bağımsız üye oranıdır. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin önceki dönem nakit tutma oranı yüksek ise cari dönemdeki nakit tutma eğilimi artmaktadır. Doğal olarak şirketler kısa süre için nakit seviyesini hızlıca değiştiremeyebilir. Bu nedenle nakit tutma eğiliminin kümülatif bir etkisinden söz edilebilir. Bulgular, CSP skoru ve ESG skoru gibi kurumsal yönetim değişkenlerinin yüksek nakit tutma oranlarıyla ilişkili olduğunu göstermektedir. Bulgulara göre CSP skoru yüksek olan şirketlerin daha yüksek nakit tutma düzeyine sahip oldukları söylenebilir. Bunun nedeni CSP ve ESG faaliyetlerinin yarattığı ek maliyetler için nakit gerekliliği olabilir. CSP ve ESG politikaları sosyal, çevresel ve yönetim politikalarında maliyetlere neden olurken uzun dönemde maliyet azaltıcı etkilerinden de bahsedilebilir. Ancak sonuçlar bu skorların yüksekliği ile NKO arasında pozitif bir ilişki ortaya koymuştur. Bu sonuç Dittmar ve Mahrt-Smith (2007), Harford ve M.V.F. (2008), Kusumawardani vd. (2021) çalışmalarının sonuçlarıyla uyumludur. Yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu büyüklüğünü ifade etmektedir. Analiz sonuçlarına göre yönetim kurulu büyük olan şirketler daha yüksek nakit tutma eğilimindedirler. Bu sonuç Gill ve Shah (2011) çalışmasını teyit etmektedir ancak Najjar ve York (2017), Eazani vd. (2023) tersi sonuç tespit etmişlerdir. Yönetim kurulu üye sayısı arttıkça, karar alma süreci daha karmaşık hale gelebilir. Bu durum, risk yönetimi açısından daha dikkatli ve temkinli bir yaklaşım gerektirebilir. Yönetim kurulu üyeleri, potansiyel riskleri değerlendirirken ve kriz durumlarında hızlı bir şekilde tepki verirken daha fazla zaman ve çaba gerektirebilir. Bu nedenle, daha fazla yönetim kurulu üyesine sahip olan şirketler, nakit rezervlerini artırarak olası risklere karşı daha güvende olmayı tercih edebilirler. Ayrıca daha fazla yönetim kurulu üyesine sahip olan şirketler, daha etkin bir risk yönetimi ve kontrol süreci yoluyla nakit rezervlerini artırabilirler. Yönetim kurulunda kadın üye sayısı arttıkça nakit tutma düzeyinin düştüğü görülmektedir. Araştırmalar, kadın yöneticilerin genellikle daha riskten kaçınan bir yaklaşıma sahip olduklarını göstermektedir. Daha fazla kadın üyeye sahip olan yönetim kurulları, risklerin farkında olup bunlara karşı daha temkinli bir yaklaşım benimseyebilirler. Bu durum, daha düşük riskli ve daha likit varlık olan nakit tutmalarını teşvik edebilir. NKO ile kadın yönetim kurulu üye oranı arasındaki pozitif ilişki Ezeani vd. (2023) sonuçlarını teyit etmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile NKO arasından anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Kusumawardani vd. (2021) bağımsız yönetim kurulu ilişkisi için benzer şekilde anlamlı sonuç bulamadığını raporlamıştır.

Bu çalışmada İngiltere'de faaliyet gösteren 137 şirketin 2013-2022 yılları arasında NKO ile bazı kurumsal yönetim değişkenlerinin ilişkisi GMM dinamik panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Sonuçta CSP ve ESG performansı yüksek olan şirketlerin daha yüksek nakit tutma oranına sahip oldukları, yönetim kurulu büyüklüğü ile nakit tutma düzeyi arasında pozitif ilişki bulunduğu, yönetim kurulu kadın üye oranının nakit tutma eğilimini düşürdüğü tespit

edilmiştir. Bu bulgular, şirketlerin sürdürülebilirlik ve çevresel faktörlere odaklanmalarının, nakit tutma kararlarını etkileyebileceğini desteklemektedir. Ayrıca, yönetim kurulu büyüklüğü ile nakit tutma düzeyi arasındaki pozitif ilişki, daha büyük yönetim kurullarının risk yönetimi ve kontrol süreçlerini etkin bir şekilde gerçekleştirme kapasitesini artırdığını göstermektedir. Bu sonuçlar, şirketlerin yönetim kurulu yapılarını gözden geçirmeleri ve risk yönetimi stratejilerini iyileştirmeleri açısından önemlidir. Bulgularımız, kurumsal yönetim politikalarının şirketlerin nakit tutma düzeyine etkisinin farklı sonuçlar raporlayan önceki çalışmalara katkıda bulunmaktadır. Özellikle, BOFEM değişkeni ile nakit tutma arasındaki negatif ilişki, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin anlamlı etkisini ortaya koymaktadır. Bu bulgu şirketlerin cinsiyet çeşitliliği politikalarını gözden geçirmeleri ve daha fazla kadın yöneticiyi yönetim kurullarında yer almaya teşvik etmeleri, risk yönetimi ve nakit yönetimi stratejilerini etkileyebilir. Aynı zamanda bu çalışma, şirket paydaşları ve akademisyenler için de, ajans ilişkilerin dengeli yönetilmesi konusundaki bulgular ile anlamlı bir katkı sunmaktadır. İlerideki çalışmalar farklı ülkeler ve sektörler için genişletilerek ve kurumsal yönetim değişkenleri çeşitlendirilerek yapılabilir. Farklı sektörlerde ve ülkelerdeki şirketlerin nakit yönetimi stratejileri üzerindeki etkileri daha detaylı bir şekilde araştırılabilir. Ayrıca, farklı ölçeklerdeki şirketlerin ve kurumsal yapıların nakit tutma kararları üzerindeki etkileri de değerlendirilebilir.

KAYNAKLAR

- Adams, Renée B. - Daniel Ferreira (2009), "Women in The Boardroom And Their Impact On Governance And Performance", *Journal Of Financial Economics* 94 (2), pp.291-309.
- Albayrak, Tuğba – Akyol, Mehmet (2020), "Ulusal Varlık Fonları Ve Ekonomik üyüme Arasındaki İlişki: Panel GMM Analizi", *The Journal Of International Scientific Researches*, 5 (3), pp.368-380.
- Al-Najjar, Basil – Ephraim, Clark (2017), "Corporate Governance And Cash Holdings in MENA: Evidence From Internal And External Governance Practices", *Research in International Business And Finance*, 39, pp.1-12.
- Amess, Kevin- Sanjay, Banerji - Athanasios Lampousis (2015), "Corporate Cash Holdings: Causes And Consequences." *International Review Of Financial Analysis*, 42, pp.421-433.
- Anderson, Ronald W. – Malika, Hamadi (2016), "Cash Holding And Control-Oriented Finance", *Journal Of Corporate Finance*, 41, pp.410-425.
- Arellano, Manuel – Stephen, Bond (1991), "Some Tests Of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence And An Application To Employment Equations", *The Review Of Economic Studies*, 5 (2), pp. 277-297.
- Bates, Thomas W. – Kathleen, M. Kahle – René, M. Stulz (2009), "Why Do US Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?", *The Journal Of Finance* 64 (5), pp.1985-2021.

- Batuman, Billur (2020), 2008 Kriz Sonrası Türkiye Ve Doğu Avrupa Şirketlerinde Nakit Tutma Belirleyicileri, Yayınlanmamış Tez.
- Baumol, William J. (1952), "The Transactions Demand For Cash: An Inventory Theoretic Approach", *The Quarterly Journal Of Economics*, 66 (4), pp.545-556.
- Brieger, Steven. A - Francoeur, Claude - Welzel, Christian - Ben-Amar, Walid (2019), "Empowering Women: The Role Of Emancipative Forces in Board Gender Diversity", *Journal Of Business Ethics*, 155, pp.495-511.
- Cheng, Beiting – Ioannis, Ioannou – George, Serafeim (2014), "Corporate Social Responsibility And Access To Finance", *Strategic Management Journal*, 35 (1), pp.1-23.
- Dittmar, Amy - Mahrt-Smith, Jan (2007), "Corporate Governance And The Value Of Cash Holdings", *Journal Of Financial Economics*, 83 (3), pp.599-634.
- Elmagrhi, Mohamed. H - Ntim, Collins G. - Elamer, Ahmed A. - Zhang, Qingjing (2019), "A Study Of Environmental Policies And Regulations, Governance Structures, And Environmental Performance: The Role Of Female Directors", *Business Strategy And The Environment*, 28, pp.206-220.
- Ezeani, Ernest - Salem, Rami I.A. - Usman, Muhammad - Kwabi, Frank - Bilal (2023), "Board Characteristics And Corporate Cash Holding: Evidence From The UK, France And Germany", *International Journal Of Accounting And Information Management*, 31(3), pp.413-439
- Ferreira, Miguel A - Antonio S. Vilela (2004), "Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries", *European Financial Management* 10 (2), pp.295-319.
- Frank, Murray Z. – Vidhan, K. Goyal (2008), "Trade-Off And Pecking Order Theories Of Debt", *Handbook Of Empirical Corporate Finance*, 2, pp.135-202.
- Gill, Amarjit – Charul, Shah (2012), "Determinants Of Corporate Cash Holdings: Evidence From Canada", *International Journal Of Economics And Finance* 4 (1), pp.70-79.
- Godfrey, Paul C. – Craig, B. Merrill – Jared, M. Hansen (2009), "The Relationship Between Corporate Social Responsibility And Shareholder Value: An Empirical Test Of The Risk Management Hypothesis", *Strategic Management Journal* ,30,4, pp.425-445.
- Gul, Ferdinand A. – Bin, Srinidhi – Anthony, C. Ng. (2011), "Does Board Gender Diversity Improve The Informativeness Of Stock Prices?", *Journal Of Accounting And Economics*, 51 (3), pp.314-338.
- Hall, Thomas – Cesario, Mateus – Irina, Bezhentseva Mateus (2014), "What Determines Cash Holdings At Privately Held And Publicly Traded Firms? Evidence From 20 Emerging Markets", *International Review Of Financial Analysis*, 33, pp.104-116.

- Harford, Jarrad – Sattar, A. Mansi – William, F. Maxwell (2008), "Corporate Governance And Firm Cash Holdings in The US", *Journal Of Financial Economics*, 87 (3), pp.535-555.
- Harford, Jarrad (1999), "Corporate Cash Reserves And Acquisitions", *The Journal Of Finance*, 54 (6), pp.1969-1997.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers", *American Economic Review*, 76 (2), pp.323-329.
- Kalcheva, Ivalina - Karl V. Lins (2007), "International Evidence On Cash Holdings And Expected Managerial Agency Problems." *The Review Of Financial Studies*, 20 (4), pp.1087-1112.
- Kalcheva, Ivalina, - Karl, V. Lins (2007), "International Evidence On Cash Holdings And Expected Managerial Agency Problems", *The Review Of Financial Studies*, 20 (4), pp.1087-1112.
- Kusumawardani, Anisa – Rizky, Yударuddin – Yanzil, Azizi Yударuddin (2021), "Corporate Governance's Policy On The Impact Of Cash Holding In Indonesia", *Universal Journal Of Accounting And Finance*, 9 (4), pp.594-603.
- Kutlu Furtuna, Özlem (2017), "Nakit Bulundurma Düzeyinin Sektörel Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Reel Sektör Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *International Journal Of Management Economics And Business*, 13 (3), ss.615-630.
- Liem, Nguyen Than – Nguyen, Vinh Khuong – Phung, Anh Thu (2020), "Social And Environmental Contributions, Board Size And Cash Holding: The Case Of Energy Firms", *International Journal Of Energy Economics And Policy*, 10 (4), pp.17-22.
- Little, Philip L. – Little, Beverly, L. (2000), "Do Perceptions Of Corporate Social Responsibility Contribute To Explaining Differences in Corporate Price-Earnings Ratios? A Research Note", *Corporate Reputation Review*, 3, pp.137-142.
- Liu, Qigui – Tianpei, Lu – Gary, Gang Tian (2015), "Family Control And Corporate Cash Holdings: Evidence From China", *Journal Of Corporate Finance*, 31, pp.220-245.
- Liu, Yonghong – Lijun, Lei - E. Holly, Buttner (2020), "Establishing The Boundary Conditions For Female Board Directors' Influence On Firm Performance Through CSR", *Journal Of Business Research*, 121, pp.112-120.
- Modigliani, Franco – Miller, Merton H. (1958), "The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment", *The American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-297.
- Mohd, Kamarun Nisham Taufil - Rohaida Abdul Lati - Isam Saleh, (2015) "Institutional Ownership And Cash Holding", *Indian Journal Of Science And Technology*, 8 (32), pp.1-6.

- Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle." *The Journal Of Finance*, 39 (3), pp.575-592.
- Opler, Tim - Pinkowitz, Lee - Stulz, Rene -Williamson, Rohan (1999), "The Determinants And Implications Of Corporate Cash Holdings", *Journal Of Financial Economics*, 52 (1), pp.3-46.
- Ozkan, Aydın - Ozkan, Neslihan (2004), "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation Of UK Companies", *Journal Of Banking And Finance*, 28 (9), pp.2103-2134.
- Pinkowitz, Lee – René, Stulz – Rohan, Williamson (2006), "Does The Contribution Of Corporate Cash Holdings And Dividends To Firm Value Depend On Governance?, A Cross-Country Analysis, *The Journal Of Finance*, 61(6), pp.2725-2751.
- Shah, Attaullah (2011), "The Corporate Cash Holdings: Determinants And Implications", *African Journal Of Business Management*, 5 (34), pp.12939-12950.
- Titman, Sheridan (1956), "The Effect Of Capital Structure On A Firm's Liquidation Decision", *Journal Of Financial Economics*, 13 (1), pp.137-151.
- Tobin, James (1956), "The Interest-Elasticity Of Transactions Demand For Cash", *The Review Of Economics And Statistics*, 38 (3), pp.241-247.
- Ye, Yulu (2018), "A Literature Review On The Cash Holding Issues" *Modern Economy*, 9 (6), pp.1054-1064.
- Yıldırım, Durmuş (2021), *Muhasebe Ve Finans Üzerine Güncel Araştırmalar, KOBİ'lerde Nakit Tutma Düzeyi Belirleyicileri*, Gazi Kitabevi, Ankara
- Yücel, Emel (2016), "İmalat Sanayi Firmalarının Nakit Tutma Dinamikleri", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 16 (1), ss.103-117.

