



## Serbest Nakit Akışları ve Nakit Akış Oranları ile Kârlılık Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Dr. Öğr. Üyesi Oğuz Yusuf ATASEL

Trabzon Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, [oguzatasel@hotmail.com](mailto:oguzatasel@hotmail.com), <https://orcid.org/0000-0003-1654-9850>

### Özet

Bu çalışmanın amacı, BIST 100 Endeksi'nde yer alan 57 işletmenin serbest nakit akışları ve nakit akış oranları ile karlılık oranları arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda ilgili endeksteki işletmelerin 2005-2021 yılları arasındaki verileri dikkate alınmıştır. Araştırma kapsamında panel regresyon analizi kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada bağımlı değişken olarak Aktif ve Özkaynak Kârlılığı, bağımsız değişken olarak serbest nakit akışları ile nakit akış oranları (İşletme, Yatırım ve Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Toplam Aktif) ve son olarak kontrol değişkenleri olarak ise İşletme Büyüklüğü, Finansal Kaldıraç Oranı, Satışlardaki Büyüme Oranı dikkate alınmıştır. Çalışmanın sonucunda Aktif ve Özkaynak Kârlılığı ile serbest nakit akışları ve İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya konmuştur. Ayrıca Aktif Kârlılığı ile Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları arasında da pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Kontrol değişkenleri bakımından ise Aktif Kârlılığı ile Satışlardaki Büyüme Oranı ile pozitif yönlü, Finansal Kaldıraç Oranı ile ise negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Serbest Nakit Akışları, Nakit Akış Oranları, Aktif Kârlılığı, Özkaynak Kârlılığı.

**Makale Gönderme Tarihi:** 11.02. 2023

**Makale Kabul Tarihi:** 08. 03. 2023

### Önerilen Atf:

Atasel, O. Y. (2023). Serbest Nakit Akışları ve Nakit Akış Oranları ile Kârlılık Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, *İşletme Akademisi Dergisi*, 4 (1): 52-67.

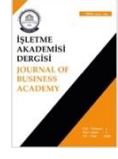


## Journal of Business Academy

2023, 4 (1): 52-67

DOI:10.26677/TR1010.2023.1207

Dergi web sayfası: [www.isakder.org](http://www.isakder.org)



### Examining the Effect of Free Cash Flows and Cash Flow Ratios on Profitability

Asst. Prof. Dr. Oğuz Yusuf ATASEL

Trabzon University, Faculty of Economics, Administrative and Social Sciences, Department of International Trade and Logistics, [oguzatase1@hotmail.com](mailto:oguzatase1@hotmail.com),

<https://orcid.org/0000-0003-1654-9850>

#### Abstract

This study aims to determine the effect of free cash flow and cash flow ratios on the profitability ratios of 57 enterprises in the BIST 100 Index. For this purpose, the data of the enterprises in the relevant index between the years 2005-2021 were taken into account. The panel regression analysis was used within the scope of the research. In addition, Return on Assets and Return on Equity as dependent variables in the research, free cash flow and cash flow ratios (Cash Flows from Operating, Investment, and Financing Activities/Total Assets) as independent variables, and finally Company Size, Financial Leverage Ratio, Sales Growth Ratio as control variables taken into account. As a result of the study, a positive relationship has been revealed between Profitability Ratios, free cash flows, and Cash Flows from Operating Activities. In addition, a positive relationship was found between Return on Assets and Cash Flows from Financing Activities. In terms of control variables, a positive relationship was found between Return on Assets and Sales Growth Ratio and a negative relationship with Financial Leverage Ratio.

**Keywords:** Free Cash Flows, Cash Flow Ratios, Return on Assets, Return on Equity.

**Received:** 11. 02. 2023

**Accepted:** 08. 03. 2023

#### Suggested Citation:

Atasel, O. Y. (2023). Examining the Effect of Free Cash Flows and Cash Flow Ratios on Profitability, *Journal of Business Academy*, 4 (1): 52-67.

## 1. GİRİŞ

İşletmelerin finansman ihtiyacı başta olmak üzere işletme ve yatırım kararlarına yönelik uzun ya da kısa vadeli planlar hazırlanabilmesi için dönem içerisindeki nakit akışlarını doğru olarak belirlemesi gerekmektedir. Zira işletmelerin nakit akışlarını doğru olarak belirleyememesi durumunda faaliyetlerinin devamlılığı riske girebilmekte, bundan dolayı da işletmeler için geri dönülemez olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda günümüzde hem işletme yöneticileri hem de finansal bilgi kullanıcıları için işletmelerin nakit akışları incelenerek birtakım kararlar almaları elzem konuların başında gelmektedir. Bu çerçevede nakit akışları işletmenin hissedarları ve paydaşları için oldukça önem arz ettiği söylenebilir. İşletmeler nakit akışları ile ilgili bilgilerini ise Nakit Akış Tablosu aracılığıyla finansal bilgi kullanıcılarına sunmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 358; Şamiloğlu ve Akgün, 2015: 158; Atasel ve Şeker, 2022: 941).

Bir işletme nasıl nakit yarattığı ve bu nakdi nerelere kullandığını ortaya koyabilmek amacıyla bilgi kullanıcıları için nakit akış tablosu hazırlanmaktadır. Nakdin kaynağının belirlenmesi, gelecekte ihtiyaç duyulacak nakdin ilgili kaynaklardan temin edilip edilmeyeceğinin saptanabilmesi bakımından önem arz etmektedir. Nakdin nerelere ve nasıl kullanıldığını bilmek ise işletmenin gelecekte ihtiyaç duyduğu nakdin değerlendirilmesine imkân sağlayabilmektedir (Gücenme ve Poroy Arsoy, 2006: 67).

Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları (TMS/TFRS) kapsamında hazırlanması zorunlu tam set finansal tablolardan bir tanesi nakit akış tablosudur. Nakit akış tablosu TMS 7 Nakit Akış Tabloları Standardı'na göre hazırlanmaktadır. TMS 7 hükümlerine göre nakit akış tablosunda üç ana kalem vardır. Bunlar; işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarıdır.<sup>1</sup> Başka bir ifadeyle işletmelerin nakit akış tablolarında sundukları üç kalem, işletmenin hangi faaliyetlerden nakit elde ettiğinin ya da nakdin nerelere aktarıldığının sınıflandırarak finansal bilgi kullanıcılarına aktarılmasını sağlamaktadır (Aktaş vd., 2012: 102-103).

Serbest nakit akışları, sermaye maliyeti üzerinden iskonto edildiğinde pozitif net bugünkü değeri olan tüm projeleri finanse etmek için gerekenden fazla olan nakit akışlarını ifade etmektedir (Jensen, 1986: 323). Başka bir ifadeyle serbest nakit akışları, varlıkları korumak ve beklenen yeni yatırımları finanse etmek için gerekli olanın ötesindeki nakit akışlarıdır (Richardson, 2006: 160). Serbest nakit akışları hipotezi ise (Jensen, 1986, 1993; Jensen ve Meckling, 1976), aşırı serbest nakit akışlarının, hissedar değeri ne olursa olsun yöneticilerin kişisel hedefleri takip etmesine izin verdiği şeklinde açıklanmaktadır (Park ve Jang, 2013: 52). İşletme önemli ölçüde serbest nakit akışları ürettiği zaman, ödeme politikaları konusunda hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışması daha da artış gösterebilmektedir (Jensen, 1986: 323). Bu bağlamda çıkar çatışması vekalet teorisi kapsamında incelendiğinde (Jensen, 1986; Jensen ve Meckling, 1976), eğer bir işletme aşırı serbest nakit akışlarına sahipse, yöneticiler yeni projelerden negatif bir net bugünkü değer beklese bile, fazladan nakdi yeni projelere aktarma eğiliminde olabileceği düşünülmektedir. Serbest nakit akışları bu şekilde kullanılarak aşırı yatırım yapılması, işletmenin değerini de olumsuz etkileyebilecektir. Sonuç olarak, aşırı nakit akışı (serbest nakit akışları) işletme değerini düşürebilmektedir. Buna göre, yönetsel takdir yetkisinin (serbest nakit akışları) azaltılması, temsil maliyetlerini azaltmakta ve dolayısıyla işletme değerini de artırabilmektedir. Böylece, borç finansmanı aşırı yatırım davranışlarını daha da sınırlayabilecektir. Bu durum, yöneticileri faiz ödemeye zorladığından ve serbest nakit akışlarını

<sup>1</sup> Nakit Akış Tabloları ile işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit akışları özelinde detaylı bilgi için Atasel ve Şeker'in (2022) çalışmalarına bakılabilir.

azalttığından, vekalet sorununun borcu artırarak bir sermaye yapısı kararıyla hafifletilebileceği anlamına gelebilmektedir (Park ve Jang, 2013: 52-53).

Brush vd. (2000), nakit akışının kendi başına işletmenin performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olmasına rağmen, serbest nakit akışlarının ise işletmenin performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak tespit edilen bu sonucun nakit akışları ve serbest nakit akışları üzerine yapılan literatürdeki çalışmaların bulguları kapsamında genelleştirilemeyeceği aşikârdır. Zira nakit akış türlerinden işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansını pozitif etkilediğini (Uyguntürk ve Vargün, 2018; Güvemli vd. 2021; Kesin ve Kurt, 2022; Topal ve Elmas, 2022) ya da negatif etkilediğini (Uyguntürk ve Vargün, 2018; Güvemli vd. 2021) ortaya koyan çalışmalar mevcuttur. Serbest nakit akışları hipotezini de destekleyen başka bir ifadeyle serbest nakit akışları ile finansal performans arasında negatif ilişkiyi tespit eden çalışmalar (Brush vd., 2000; Khidmat ve Rehman, 2014; Demirci, 2017; Kadioğlu ve Yılmaz, 2017) olmakla birlikte, ilgili hipotezle çelişen yani serbest nakit akışları ile finansal performans arasında pozitif ilişki tespit eden çalışmalar (Wang, 2010; Mutende vd., 2017; Şahin ve Başaran, 2018; Rımaz ve Ayanoğlu, 2020; Sapuan vd., 2021) da mevcuttur. Bundan dolayı bu çalışma kapsamında BIST 100 Endeksi'ndeki 57 işletmenin 2005-2021 yılları arasındaki hem serbest nakit akışları hem de nakit akış türleri (işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit akışları) dikkate alınarak kârlılık üzerindeki etkisinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Türkiye özelinde her ne kadar çalışmalar (Demirci, 2017; Şahin ve Başaran, 2018; Uyguntürk ve Vargün, 2018; Rımaz ve Ayanoğlu, 2020; Güvemli vd. 2021; Kesin ve Kurt, 2022; Topal ve Elmas, 2022) yapılmış olsa bile serbest nakit akışları ve nakit akış türlerini birlikte ele alarak kârlılık üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bundan dolayı çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Bundan sonraki kısımlarda sırasıyla; literatür ve hipotez geliştirme, veri seti ve yöntem, bulgular ve sonuç başlıklarına yer verilmiştir.

## 2. LİTERATÜR VE HİPOTEZ GELİŞTİRME

Bu başlık altında nakit akış oranları başta olmak üzere serbest nakit akış ile kârlılık, sermaye yapısı, faaliyet gibi finansal oranlar arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar özetlenmiştir.

Wang (2010), 2002-2007 yılları arasında Tayvan Borsası'ndaki (Taiwan Stock Exchange) 505 işletmenin finansal performans ile serbest nakit akışları ve temsil maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda, finansal performans ve pay getirileri ile temsil maliyetleri arasında negatif bir ilişki olduğunu, buna karşın serbest nakit akışları ve finansal performans arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Altan ve Karahan (2016), 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da dört sektörde faaliyet gösteren toplam 20 işletmenin İndirgenmiş Nakit Akımları (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları, İşletmeye Serbest Nakit Akımları, Ekonomik Katma Değer) kullanılarak işletme değerlemesini yapmış olup söz konusu yöntemlerden hangisinin hangi sektörde piyasa fiyatına daha yakın sonuçlar verdiğini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda İşletmeye Serbest Nakit Akımlarının gıda sektöründe, Ekonomik Katma Değerin ise enerji, teknoloji ve ulaştırma sektörlerinde piyasa değerine en yakın sonucu verdiğini tespit etmişlerdir.

Demirci (2017), BIST 100 Endeksi'ndeki 49 işletmenin 2002-2016 verilerini kullanarak işletmelerin Tobin's q değerleri ile serbest nakit akışları arasındaki ilişki dinamik panel veri analizi kapsamında incelemiştir. Çalışmanın sonucunda Tobin's q değeri 1'in altında değere sahip işletmelerde serbest nakit akışları ve işletme değeri arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir.

Mutende vd. (2017), 2006-2015 yılları arasında Nairobi Borsası'nda (Nairobi Securities Exchange) işlem gören tüm işletmelerin serbest nakit akışları ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi ve işletme özelliklerinden olan işletme büyüklüğünün ve işletme yaşının serbest nakit akışları ile finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, serbest nakit akışlarının finansal performans üzerinde önemli bir pozitif etkiye sahip olduğunu; işletme büyüklüğünün ve işletme yaşının serbest nakit akışları ile finansal performans arasındaki ilişki üzerinde negatif ve anlamlı bir düzenleyici etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Şahin ve Başaran (2018), 2013-2017 yılları arasındaki çeyreklik dönemler itibarıyla BIST Ulaşım, Depolama ve Taşımacılık Alt Sektöründe işlem gören lojistik işletmelerinin temsil maliyetlerini tespit edilebilmek amacıyla Tobin's q oranı ile serbest nakit akışları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ayrıca borçlanma ve aktif büyüklüğü ile serbest nakit akışları arasındaki ilişkiyi de araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, serbest nakit akışları ile Tobin's q arasında pozitif bir ilişki bulmalarına karşın, serbest nakit akışları ile borçlanma ve aktif büyüklüğü arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir. Son olarak serbest nakit akışları ile risk arasında herhangi bir ilişki ortaya koyamamışlardır.

Uyguntürk ve Vargün (2018), 2005-2015 yılları arasında BIST Taşıt Araçları Sektöründe faaliyet gösteren 10 işletmenin dönem kârı/zararı ile işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit akışları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, işletme (5 işletmenin), yatırım (4 işletmenin) ve finansman (2 işletmenin) faaliyetlerinden nakit akışları ile dönem kârı/zararının pozitif yönlü ilişkisinin olduğunu, 2 işletmenin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ve 1 işletmenin finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile dönem kârı/zararının ise negatif yönlü ilişkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Son olarak işletme (5 işletmenin), yatırım (4 işletmenin) ve finansman (7 işletmenin) faaliyetlerinden nakit akışları ile dönem kârı/zararı arasında ise bir ilişki tespit edememişlerdir.

Güleç ve Bektaş (2019), 2008-2017 yılları arasında BIST'te 7 alt sektörde faaliyet gösteren 107 İmalat Sanayi işletmesinin 8 adet nakit akış oranı (likidite, karlılık ve finansal yapı ile ilgili) ve 10 geleneksel finansal oranı dikkate alınarak nakit akış tablosunun gücünü incelemiştir. Çalışmanın sonucunda işletmelerin faaliyetlerini devam ettirebilmek için yeterli nakit akışı sağlayamadıkları ve düşük gelir kalitesinin olduğunu belirlemiştir. Ayrıca işletmelerin yüksek dış finansman ihtiyacına binaen, işletmelerin likidite sorunuyla karşı karşıya olduğunu, sektör ve yıl itibarıyla en iyi durumda olan sektörün ise 2009 yılı nakit akış verilerine göre Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe gerçekleştiğini tespit etmişlerdir.

Dereköy (2020), 2014-2018 yılları arasında BIST KOBİ Sanayi Endeksi'nde yer alan 40 işletmenin nakit akışları ile likidite oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda likidite oranları ile işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit akışları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya koyamamıştır.

Rımaz ve Ayanoğlu (2020), 2013-2018 yılları arasında BIST 100 Endeksi'nde İmalat Sektöründeki 21 işletmenin serbest nakit akışlarının sermaye yapısı, kâr payı ve faiz ödemesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda serbest nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında pozitif yönlü, finansal kaldıraç ile ise negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ancak serbest nakit akışları ile kâr payı ve faiz ödemeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edememişlerdir.

Güvemli vd. (2021), 2009-2018 yılları arasındaki çeyreklik dönemler itibarıyla BIST Sigorta Sektöründeki en büyük aktife sahip 5 işletmenin nakit akışları ile özkaynak kârlılığı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda, finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı ve hisse senedi getirisi arasında negatif yönlü, yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki

olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı ve hisse senedi getirisi arasında ise herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir. Son olarak hisse senedi getirisi ile yatırım faaliyetlerinden elde edilen nakit akışları arasında da bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuşlardır.

Sapuan vd. (2021), 2005-2015 yılları arasında Malezya'da halka açık 350 işletmenin finansal performansı, serbest nakit akışları ve temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, serbest nakit akışları ve finansal performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu, aktif devir hızı ile aktif kârlılığı arasında da pozitif bir ilişki olduğunu, ancak faaliyet gideri oranı ile aktif kârlılığı arasında negatif bir ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Kesin ve Kurt (2022), 2017-2021 yılları arasındaki çeyreklik dönemler itibariyle BIST'te işlem gören 5 katılım bankasının banka, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile kârlılık oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişki bulunmasına karşın, banka ve yatırım faaliyet akışları ile aktif kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Son olarak banka ve finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu, yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında ise negatif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Nur ve Korkmaz (2022), BIST Metal Eşya, Makina Endeksi'ndeki 2011-2020 yılları arasında 20 işletmenin serbest nakit akışları ile finansal performans ve temsil maliyeti arasındaki ilişki başta olmak üzere temsil maliyetleri ile finansal performans arasındaki ilişkiyi de incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, temsil maliyetleri ile serbest nakit akışları arasında negatif ilişki olduğunu, özkaynak ve aktif kârlılığı ile yönetici-borç veren temsil maliyetleri arasında negatif, özkaynak kârlılığı ile yönetici-hissedar temsil maliyetleri arasında da yine negatif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Topal ve Elmas (2022), 2008-2018 BIST Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Alt Sektöründeki 23 işletmenin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı, aktif büyüme oranı ve satışlardaki büyüme oranı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda yatırım faaliyetlerinden nakit akışlarının aktif kârlılığı ile pozitif ve aktif büyüme oranı ile negatif bir ilişkinin olduğunu, buna karşın yatırım faaliyetlerinden nakit akışlarının satışlardaki büyüme oranı ile bir ilişkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Nakit akışlarının sağlandığı faaliyetler yöntemi ile işletmelerin nakit akış profillerini inceleyen (Aktaş vd., 2012; Orhan ve Başar, 2015; Arfan vd., 2016; Güleç, 2017; Güleç ve Arda, 2019; Tüfekçi ve Karaca, 2019; Açıkgöz, 2021; Çil Koçyiğit vd., 2021), 2010-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin nakit akış tablosu ile ilgili oranları arasındaki ilişki ve yönünü korelasyon analizi yardımıyla araştıran (Başar ve Azgın, 2016), 2005-2017 yılları arasında imalat sektöründeki 165 işletmenin nakit akışı belirsizliklerinin nakit kâr payı dağıtım tutarına ve olasılığına etkilerini ortaya koyan (Dinçergök ve Pirgaip, 2018), BIST 100'de 79 işletmenin nakit akışlarının sektöre ve yıllara göre seyrini araştıran (Atasel ve Şeker, 2022), nakit akış tablosuna dayalı finansal oranlar ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen (Çiftçi vd., 2021; Sakarya ve Eryaman, 2022; Sakarya ve İlkdoğan, 2022)<sup>2</sup> çalışmalar da yapılmıştır.

Literatür incelendiğinde BIST 100 Endeksi kapsamında her ne kadar serbest nakit akışlar özelinde çalışmalar (Demirci, 2017; Rımaz ve Ayanoglu, 2020) yapılmış olsa bile, serbest nakit akışlar ve

<sup>2</sup> Nakit akış tablosuna dayalı finansal oranlar ile finansal performans arasındaki ilişki incelenirken genel olarak çalışmalarda Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri kullanılmaktadır. Detaylı bilgi için Gök Kısa ve Perçin (2018)'in çalışmasına bakılabilir.

nakit akış oranları ile kârlılık oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu çalışma kapsamında serbest nakit akışları ve nakit akış oranları birlikte ele alınmış olup aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığına etkisi incelenmiştir. Dolayısıyla bu çalışmanın literatüre katkı sağlamasının yanında, serbest nakit akışlar hipotezinin Türkiye’de geçerliliğinin de sorgulanabilmesi sağlanmıştır.

Yukarıda sunulan literatürdeki çalışmalarda serbest nakit akışları ve nakit akış oranları ile finansal performans arasında tek yönlü bir ilişki olmadığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle serbest nakit akışları ve nakit akış oranları ile finansal performans arasındaki ilişkinin yönü pozitif ya da negatif olabilmektedir. Bundan dolayı bu çalışma kapsamında geliştirilen hipotezlerde ilişkinin yönü tayin edilmemiş olup hipotezler aşağıda sunulmuştur.

“H<sub>1</sub>: İşletmelerin serbest nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>2</sub>: İşletmelerin serbest nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>3</sub>: İşletmelerin işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>4</sub>: İşletmelerin işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>5</sub>: İşletmelerin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>6</sub>: İşletmelerin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>7</sub>: İşletmelerin finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

“H<sub>8</sub>: İşletmelerin finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır.”

### 3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bu çalışma kapsamında BIST 100 Endeksi’ndeki bankalar dışındaki 57 işletmenin 2005-2021 yılları arasındaki verileri dikkate alınarak serbest nakit akışları ve nakit akış oranları ile kârlılık oranları (aktif ve özkaynak kârlılığı) arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Söz konusu ilişkiyi tespit etmek için panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışma kapsamında dikkate alınan veriler ise Refinitiv’in Thomson Reuters EIKON ve Datastream veri tabanından elde edilmiştir.

Araştırma kapsamında geliştirilen hipotezlerin sınanabilmesi adına kurulan panel regresyon modelleri aşağıda sunulmuştur.

$$ROA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 GSALES_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 GSALES_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 CFFOA_{it} + \beta_3 CFFIA_{it} + \beta_4 CFFFA_{it} + \beta_5 GSALES_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 CFFOA_{it} + \beta_3 CFFIA_{it} + \beta_4 CFFFA_{it} + \beta_5 GSALES_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Denklemlerde yer alan kısaltmalar;

- ROA : Return on Assets [Net Kar (Zarar)/Toplam Aktif] Aktif Kârlılığını,
- ROE : Return on Equity [Net Kar (Zarar)/Özkaynaklar] Özkaynak Kârlılığını,
- FCF : Free Cash Flows [(Faaliyet Gelirleri + Amortisman Giderleri – Finansman Giderleri – Vergi – Nakit Kar Payı) / Toplam Aktifler] Serbest Nakit Akışlarını,
- CFFOA/TA : Cash Flows from Operating Activities/Total Assets – İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranını,

- $CFFIA/TA$  : Cash Flows from Investing Activities/Total Assets – Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranını,
- $CFFFA/TA$  : Cash Flows from Financing Activities/Total Assets – Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışı/Toplam Aktif Oranını,
- $GSALES$  : Growth Sales Rate [(Net Satışlar<sub>t</sub> – Net Satışlar<sub>t-1</sub>)/Net Satışlar<sub>t-1</sub>] Satışlardaki Büyüme Oranını,
- $LEV$  : Leverage [Toplam Borç/Toplam Aktif] Finansal Kaldıraç Oranını,
- $SIZE$  : Company Size [Toplam Aktifin doğal logaritmik değeri] İşletme Büyüklüğünü,
- $ei$  : Hata terimini ifade etmektedir.

#### 4. BULGULAR

Bu başlık altında ilk olarak tanımlayıcı istatistiklere, değişkenler arasındaki ilişkinin ve kuvvetinin yer aldığı korelasyon tablosuna ve panel regresyon sonuçlarına yer verilmiştir.

Değişkenlere ait aritmetik ortalama, standart hata, maksimum ve minimum değerlere ait tanımlayıcı istatistik bilgiler Tablo 1’de sunulmuştur.

**Tablo 1.** Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Aritmetik Ortalama	Standart Hata	Maksimum Değer	Minimum Değer
ROA	0,0975	0,0908	0,5816	-0,1621
ROE	0,1243	1,3477	2,6679	-39,7407
FCF/TA	0,0835	0,1192	1,9053	-0,3269
CFFOA/TA	0,0941	0,1134	0,6893	-0,4058
CFFIA/TA	0,0648	0,0775	0,5660	-0,3894
CFFFA/TA	-0,0049	0,1069	0,6869	-0,7228
GSALES	0,1063	0,4872	10,7879	-0,8096
LEV	0,2502	0,1799	0,7958	0
SIZE	13,9860	1,6069	18,5981	10,1215

Tablo 1’de görüldüğü üzere değişkenlere ait aritmetik ortalama değerleri ROA için 0,0975, ROE için 0,1243, FCF/TA için 0,0835, CFFOA/TA için 0,0941, CFFIA/TA için 0,0648, CFFFA/TA için -0,0049, GSALES için 0,1063, LEV için 0,2502 ve SIZE için 13,9860 şeklinde gerçekleşmiştir. Değişkenler ile ilgili standart hata, maksimum ve minimum değerler Tablo 1’de sunulmuştur. Tablo 2’de ise değişkenler arasındaki korelasyon tablosuna yer verilmiştir.



**Tablo 2.** Korelasyon Tablosu

Değişkenler	ROA	ROE	FCF/TA	CFFOA/TA	CFFIA/TA
ROA	1,0000				
ROE	0,1957***	1,0000			
FCF/TA	0,4380***	0,0775**	1,0000		
CFFOA/TA	0,4894***	0,1108***	0,6464***	1,0000	
CFFIA/TA	0,1151***	0,0074	0,2404***	0,2731***	1,000
CFFFA/TA	-0,2641***	-0,0837**	-0,3509***	-0,5241***	0,3868***
GSALES	0,1419***	0,0334	-0,0028	0,0103	0,0678**
LEV	-0,2744***	-0,1087***	-0,2404***	-0,2545***	0,1268***
SIZE	-0,2707***	-0,0229	-0,0765**	-0,0763**	-0,0185

*"Not: \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %10, % 5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir."*

**Tablo 2 (Devamı).** Korelasyon Tablosu

Değişkenler	CFFFA/TA	GSALES	LEV	SIZE
CFFFA/TA	1,0000			
GSALES	0,0845**	1,0000		
LEV	0,3035***	0,0235	1,0000	
SIZE	0,0447	-0,0052	0,3029	1,0000

*"Not: \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %10, % 5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir."*

Tablo 2'de birçok değişken arasında %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde pozitif ya da negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak Bağımsız değişkenler arasında korelasyon sorunu varlığının tespit edilmesi gerekmektedir. Söz konusu sorunun belirlenmesi için varyans artış faktörünün (variance inflation factors-VIF) değerlerine bakılmış olup tüm analizlerde VIF değerleri 1,00 ile 2,41 arasında bir değer aldığı ortaya konmuştur. Bulunan VIF değerleri 5'in altında olduğundan değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunun olmadığı ifade edilebilir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 261).

Araştırma kapsamında veri seti incelendiğinde 17 yıl ve 57 işletmenin verisi olduğu görülecektir. Birim boyutu (57 işletme – N) zaman boyutundan (17 yıl – T) büyük olduğundan diğer bir ifadeyle N>T olduğu için araştırmada statik panel yöntemi kullanılmıştır. Statik panel yönteminde izlenmesi gereken aşamalar olup ilk olarak söz konusu yöntemde havuzlanmış klasik en küçük kareler, sabit etkiler ya da tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin geçerli olduğunun saptanması gerekmektedir. Bunun için ise sırasıyla F (Chow) testi, Breusch Pagan LM testi ve

son olarak Hausman testi yapılmış olup ilgili testlerin istatistik ve olasılık değerleri Tablo 3'te sunulmuştur.

**Tablo 3.** Geçerli Olan Modellerin Tespit Edilmesi

Model	F (Chow)	Breusch Pagan LM	Hausman	Geçerli Olan Model
1	6,02 (0,000)	235,39 (0,000)	55,50 (0,000)	Sabit Etkiler
2	1,10 (0,266)	0,03 (0,429)	7,68 (0,104)	Klasik Havuzlanmış
3	5,90 (0,000)	242,33 (0,000)	96,28 (0,000)	Sabit Etkiler
4	1,08 (0,310)	0,00 (1,000)	4,29 (0,638)	Klasik Havuzlanmış

Tablo 3'te görüldüğü üzere Model 1 ve Model 3 için sabit etkiler modelinin, Model 2 ve Model 4 için ise klasik havuzlanmış modelinin geçerli olduğu ortaya konmuştur. Statik panel yöntemin ikinci aşamasında ise değişen varyans sorunu, otokorelasyon sorunu ve yatay kesit bağımlılığı için temel varsayım testlerinin yapılması gerekmektedir.

Değişen varyans sorununun tespiti noktasında Model 1 ve Model 3 için Değiştirilmiş Wald Testi kullanılmış olup ilgili test istatistiği ile olasılık değeri sırasıyla 19465,25 (0,000) ve 21095,69 (0,000) şeklinde tespit edilmiştir. Model 2 ve Model 4 için White testi kullanılmış olup ilgili test istatistiği ile olasılık değeri sırasıyla; 13,39 (0,496), 21,01 (0,786) şeklinde bulunmuştur. Bu sonuçlar incelendiğinde Model 2 ve Model 4 için değişen varyans sorunu olmadığı, ancak Model 1 ve Model 3 için ise değişen varyans sorunu varlığı söz konusudur.

Otokorelasyon sorununun tespit edilebilmesi adına Model 1 ve Model 3 için Bhargava etc. DW ile Baltagi-Whu LBI testi kullanılmış olup istatistik değeri sırasıyla 1,25-1,43 ve 1,38-1,53 şeklinde bulunmuştur. Model 2 ve Model 4 için Wooldridge testi kullanılmış olup test istatistiki ve olasılık değeri sırasıyla; 59,498 (0,000), 111,916 (0,000) gerçekleşmiştir. Bu sonuçlara göre Model 1 ve Model 3 için test sonuçları incelendiğinde 2'den küçük çıktığından ve Model 2 ve Model 4 için ise olasılık değerleri anlamlı olduğundan tüm modellerde otokorelasyon sorunu varlığı ortaya konmuştur.

Son olarak yatay kesit bağımlılığının tespiti için tüm modellerde Peseran testi kullanılmış olup test istatistiği ve olasılık değerleri sırasıyla Model 1 için 12,24 (0,000), Model 2 için 18,344 (0,000), Model 3 için 12,655 (0,000), Model 4 için 13,003 (0,000) olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuçlara göre tüm modellerde yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

Statik panel yöntemin son aşamasında ise temel varsayım testleri sonuçlarına göre söz konusu sorunları dikkate alan dirençli standart hatalar elde edilmelidir. Bu bağlamda ise tüm modellerde ilgili sorunları dikkate alan Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmış olup söz konusu tahminci kapsamında tahmin edilen panel regresyon sonucu Tablo 4'te sunulmuştur.

**Tablo 4.** Panel Regresyon Sonucu

(Model)	(1)	(2)	(3)	(4)
Değişkenler	ROA	ROE	ROA	ROE
FCF/TA	0,174***	0,615***		
CFFOA/TA			0,277***	0,906***
CFFIA/TA			-0,021	0,071
CFFFA/TA			0,055*	-0,282
GSALES	0,022**	0,099	0,021*	0,100
LEV	-0,069***	-0,749	-0,059**	-0,652
SIZE	0,009	0,010	0,005	0,009
Sabit (C)	-0,034	0,111	0,012	0,061
Gözlem Sayısı	912	912	912	912
R <sup>2</sup>	0,094	0,021	0,137	0,021

*“Notlar: 1) Standart hatalar parantez içerisinde gösterilmiştir. 2) \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %10, % 5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.”*

Tablo 4’te görüldüğü üzere Aktif Kârlılığı ve Özkaynak Kârlılığı ile Serbest Nakit Akışları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki ortaya konmuştur. Ayrıca Aktif Kârlılığı ile Satışlardaki Büyüme Oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif, Finansal Kaldıraç ile ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki ortaya konmuştur. İşletme Büyüklüğü ile Aktif Kârlılığı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Keza Özkaynak Kârlılığı ile tüm kontrol değişkenleri (Satışlardaki Büyüme Oranı, Finansal Kaldıraç, İşletme Büyüklüğü) arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aktif Kârlılığı ve Özkaynak Kârlılığı ile İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca Aktif Kârlılığı ile Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışı arasında da istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü ilişki bulunmuştur. Son olarak Aktif Kârlılığı ve Özkaynak Kârlılığı ile Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamış, dahası Özkaynak Kârlılığı ile Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışı arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır.

Değişkenler arasında bulunan bu sonuçlar doğrultusunda çalışma kapsamında test edilen hipotezlere ilişkin sonuçlar Tablo 5’te sunulmuştur.

**Tablo 5.** Test Edilen Hipotezlerin Sonucu

Hipotezler	Bağımsız Değişken	İlişkinin Yönü	Durumu
"H <sub>1</sub> : İşletmelerin serbest nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Serbest Nakit Akışları"	+	Kabul
"H <sub>2</sub> : İşletmelerin serbest nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Serbest Nakit Akışları"	+	Kabul
"H <sub>3</sub> : İşletmelerin işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	+	Kabul
"H <sub>4</sub> : İşletmelerin işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	+	Kabul
"H <sub>5</sub> : İşletmelerin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	x	Ret
"H <sub>6</sub> : İşletmelerin yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	x	Ret
"H <sub>7</sub> : İşletmelerin finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	+	Kabul
"H <sub>8</sub> : İşletmelerin finansman faaliyetlerinden nakit akışları ile özkaynak kârlılığı arasında bir ilişki vardır."	"Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları"	x	Ret

*"(+ Pozitif yönlü bir ilişki, (x) İlişkinin olmadığı anlamına gelmektedir."*

Tablo 5'te görüldüğü üzere sınanan 8 hipotezden 5'i (H<sub>1-4</sub>, H<sub>7</sub>) kabul edilirken, 3'ü (H<sub>5-6</sub>, H<sub>8</sub>) reddedilmiştir.

## 5. SONUÇ

TMS/TFRS kapsamında tam set finansal tablolar içerisinde nakit esasa göre hazırlanan tek finansal tablo nakit akış tablosudur. Bundan dolayı bir dönem boyunca işletmenin nakit girişleri ve çıkışları nakit akış tabloları aracılığıyla sunulabilmektedir. Bu durum ise işletme yöneticilerin stratejik kararlar almalarına yardımcı olmakta, aynı zamanda işletmeye yatırım yapan/yapacak olan yatırımcılar başta olmak üzere tüm finansal bilgi kullanıcılarında yol göstermektedir. Nakit akış tabloları TMS 7 kapsamında üç ana kalemden oluşmakta olup bunlar işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden nakit akışlarıdır. Söz konusu kalemler sınıflandırılarak işletmelerin nakit giriş ya da çıkışlarının hangi faaliyetlerden kaynakladığının anlaşılabilirliği

sağlanmaktadır. Serbest nakit akışları ise varlıkları korumak ve beklenen yeni yatırımları finanse etmek için gerekli olandan fazla nakit akışını ifade etmektedir. Genel olarak Jensen (1986) serbest nakit akışları hipotezi kapsamında yöneticilerin serbest nakit akışlarının mevcut olduğu ortamda net bugünkü değeri negatif olsa dahi söz konusu nakit akışlarını yatırım yapma eğiliminde olduklarını, bundan dolayı işletmelerin temsil maliyetlerinin arttığını buna karşılık ise işletmenin finansal performansının negatif etkileneceğini ileri sürmektedir. Bu durum işletme yöneticilerinin ve hissedarlarının çıkarlarıyla çatıştığından ortaya çıktığı, söz konusu çatışma ise vekâlet teorisiyle açıklandığı ifade edilmiştir. Jensen (1986) tarafından ileri sürülen serbest nakit akışları ile finansal performans arasındaki negatif ilişki literatürdeki bazı çalışmalar (Brush vd., 2000; Khidmat ve Rehman, 2014; Demir, 2017; Kadioğlu ve Yılmaz, 2017) tarafından desteklenebile, bazı çalışmalar (Wang, 2010; Mutende vd., 2017; Şahin ve Başaran, 2018; Rımaz ve Ayanoglu, 2020; Sapuan vd., 2021) tarafından da reddedilmiştir.

Bu çalışma kapsamında 2005-2021 yılları arasında BIST 100 Endeksi'nde bankalar dışındaki 57 işletmenin nakit akış oranları (İşletme, Yatırım ve Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları/Toplam Aktif) ile serbest nakit akışlarının kârlılık (aktif ve özkaynak kârlılığı) üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda aktif ve özkaynak kârlılığı ile serbest nakit akışlar arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Başka bir ifadeyle serbest nakit akışlarında bir birimlik artış aktif kârlılığında yaklaşık %17,4'lük, özkaynak kârlılığında ise %61,5 artışa neden olacağı söylenebilir. Bulunan bu sonuç literatürdeki çalışmaların (Wang, 2010; Mutende vd., 2017; Şahin ve Başaran, 2018; Rımaz ve Ayanoglu, 2020; Sapuan vd., 2021) bulgularıyla da desteklenmektedir. Ayrıca tespit edilen sonuca binaen Jensen (1986) serbest nakit akışları hipotezinin bu araştırma kapsamında geçerli olmadığı ifade edilebilir.

Bu çalışmada ayrıca ilgili örneklem dahilindeki işletmelerin nakit akış türleri ile aktif ve özkaynak kârlılığı arasındaki ilişki de incelenmiş olup işletme faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif ve özkaynak kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki ortaya konmuştur. Başka bir ifadeyle işletme faaliyetlerinden nakit akışlarında bir birimlik artış aktif kârlılığında %27,7'lik, özkaynak kârlılığında ise %90,6'lık bir artışa neden olabileceği ifade edilebilir. Finansman faaliyetlerinden nakit akışlar ile aktif kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmasına rağmen, özkaynak kârlılığı ile arasında istatistiksel olarak bir ilişki tespit edilememiştir. Diğer bir ifadeyle finansman faaliyetlerinden nakit akışlarında bir birimlik artış aktif kârlılığında %5,05'lik bir artışa neden olabileceği söylenebilir. Son olarak yatırım faaliyetlerinden nakit akışları ile aktif ve özkaynak kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Kontrol değişkenlerinden satışlardaki büyüme oranı, finansal kaldıraç ve işletme büyüklüğü ile özkaynak kârlılığı arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ancak aktif kârlılığı ile satışlardaki büyüme oranı arasında pozitif yönlü, finansal kaldıraç arasında ise negatif yönlü bir ilişki ortaya konmasına karşın, aktif kârlılığı ile işletme büyüklüğü arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışmanın bu kısmındaki elde edilen sonuçlarda literatürdeki çalışmaların (Uyguntürk ve Vargün, 2018; Güvemli vd. 2021; Kesin ve Kurt, 2022; Topal ve Elmas, 2022) bulgularıyla da uyumlu olduğu söylenebilir.

Çalışmadan elde edilen bulgular Türkiye özelinde değerlendirildiğinde Jensen (1986) serbest nakit akışları hipotezinin geçerli olmadığı görülecektir. Bu çalışmada BIST 100 Endeksi'ndeki 57 işletmenin 2005-2021 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Bu durum aynı zamanda çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Bundan sonraki yapılacak çalışmalarda serbest nakit akışlar hipotezinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler üzerine yapılarak ilgili hipotezin test edilmesi önerilebilir.

## KAYNAKÇA

- Açıkğöz, T. (2021). İmalat Sektörü İşletmelerinin Nakit Akış Profillerinin İncelenmesi ve Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi ile Karşılaştırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (90), 127-148.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri* (12. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktaş, R., Karğın, S. ve Karğın, M. (2012). Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi ile İşletmelerin Nakit Akış Profillerinin İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (56), 101-118.
- Altan, M. ve Karahan, N. S. (2016). Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özsermayeye Serbest Nakit Akımları ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri ile Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul'da Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 11-23.
- Arfan, M. C., Saputra, M., and Ariani, N. (2016). The Influence of Earnings And Cash Flows on Market Value of Equity Based On Firm Life Cycle (A Study Of Listed Companies From Manufacturing Sector on The Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Research Science & Management*, 3(7), 47-59.
- Atasel, O. Y. ve Şeker, Y. (2022). Türkiye'deki İşletmelerin 2005-2021 Yılları Arasındaki Nakit Akışlarının İncelenmesi. *Karadeniz 11. Uluslararası Sosyal Bilimler Kongresi*, 17- 18 Aralık 2022, Rize, Türkiye, ss. 940-951.
- Başar, A. B. ve Azgın, N. (2016). İşletme Performansının Ölçülmesinde Nakit Akış Analizlerinin Esasları ve Borsa İstanbul Perakende Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (23), 779-804.
- Brush, T. H., Bromiley, P., and Hendrickx, M. (2000). The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.
- Çiftci, H. N. Kuzu, Yıldırım, S. ve Yıldırım, B. F. (2021). Nakit akış oranlarına dayalı finansal performansların kombine uzlaşık çözüm yöntemi ile analizi: BIST'te işlem gören enerji firmaları üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (92), 207-224.
- Çil Koçyiğit, S., Senemoğlu, P. ve Dursun Temiz, T. N. (2021). Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Modeli ve Oran Analizi ile Nakit Akış Profili Analizi: Özel Bir Sağlık Grubu Uygulaması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 14 (3), 1163-1191.
- Demirci, N. S. (2017). Serbest Nakit Akışlarının Şirket Değerine Etkisi: Serbest Nakit Akış Teorisi Bağlamında BIST 100 Endeksi Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 283-299.
- Dereköy, F. (2020). Nakit Akış Tablosu ile Likidite Oranları İlişkisi: Borsa İstanbul KOBİ Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12 (4), 3505-3517.
- Dinçergök, B. ve Pirgaip, B. (2018). Kâr Payı Dağıtım ve Nakit Akışı Belirsizliği İlişkisi: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10 (4), 422-442.
- Gök Kısa, A. C. ve Perçin, S. (2018). Bütünleşik Entropi Ağırlık-Vikor Yöntemi ile Bilişim Teknolojisi Sektöründe Performans Ölçümü. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 14(1), 1-13.

- Gücenme, Ü. ve Arsoy, A. P. (2006). Muhasebe Standartlarındaki Sınıflandırılmış Nakit Akım Tablosu Formatı ile Finansal Performansın Ölçülmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (30), 66-74.
- Güleç, Ö. F. (2017). Nakit Akışları ve Kazançların Değer İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 19(2), 524-546.
- Güleç, Ö. F. ve Arda, I. (2019). Investigation of Cash Flow Profiles: Evidence From Turkey. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (Ağustos 2019 Özel Sayı), 555-568.
- Güleç, Ö. F. ve Bektaş, T. (2019). Cash Flow Ratio Analysis: The Case of Turkey. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (Ağustos 2019 Özel Sayı), 247-262.
- Güvemli, B., Taysı, K. ve Saygı, N. (2021). Nakit Akışlarının Hisse Senedi Getirileri ve Özkaynak Kârlılığı Üzerindeki Etkileri: Türkiye Sigorta Endeksi Örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (Ağustos 2019 Özel Sayı), 233-248.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kadıoğlu, E. ve Yılmaz, E. A. (2017). Is The Free Cash Flow Hypothesis Valid in Turkey?. *Borsa İstanbul Review*, 17(2), 111-116.
- Keskin, Ö. ve Kurt, Y. (2022). Muhasebe Standartlarına Göre Katılım Bankalarının Nakit Akış Tabloları ve Karlılık Oranları Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. *Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 266-285.
- Khidmat, W. B. ve Rehman, M. U. (2014). The Impact of Free Cash Flows And Agency Costs on Firm Performance—An Empirical Analysis of KSE Listed Companies of Pakistan. *Journal of Financial Engineering*, 1(03), 1450027.
- Mutende, E. A., Mwangi, M., Njihia, J. M., and Ochieng, D. E. (2017). The Moderating Role of Firm Characteristics on The Relationship between Free Cash Flows and Financial Performance of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 6(4), 1-3.
- Nur, T. ve Korkmaz, T. (2022). Serbest Nakit Akışları, Temsil Maliyetleri ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: BİST’te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 103-120.
- Orhan, A. ve Başar, A. B. (2015). İşletmelerde Nakit Akış Profilleri ve Analizi: BİST 100 İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8(2), 107-122.
- Park, K., ve Jang, S. S. (2013). Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification and Firm Performance: A Holistic Analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63.
- Rımaz, M. ve Ayanoglu, Y. (2020). Sermaye Yapısı-Serbest Nakit Akışları İlişkisi: BİST 100’deki İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerinde Bir İnceleme. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 20(60), 19-36.
- Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.

- Sakarya, Ş. ve Erayman, Ç. (2022). Nakit Akış Tablosuna Dayalı Finansal Oranlar ve Promethee Yöntemi ile Finansal Performans Analizi: BİST Bilişim Sektöründe Bir Uygulama. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(1), 51-78.
- Sakarya, Ş. ve İlkdoğan, S. (2022). BIST Bilişim Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Nakit Akış Oranları Kapsamında CRITIC Temelli TOPSIS Yöntemi ile Değerlendirilmesi. *Pamukkale Üniversitesi İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 421-445.
- Sapuan, N. M., Wahab, N. A., Fauzi, M. A., and Omonov, A. (2021). Analysing the Impacts of Free Cash Flow, Agency Cost and Firm Performance in Public Listed Companies in Malaysia. *Journal of Governance and Integrity*, 5(1), 211-218.
- Şahin, E. E. ve Başaran, N. (2018). Nakit Akışı Kaynaklı Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Lojistik Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 247-256.
- Şamiloğlu, F. ve Akgün, A. İ. (2015). *Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi* (2. Baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Topal, B. ve Elmas, B. (2022). Borsa İstanbul (BIST) Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Alt Sektöründe Firma Performansına Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışlarının Etkisinin Panel Veri Analizi ile Araştırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (95), 1-20.
- Tüfekçi, B. ve Karaca, S. S. (2019). İşletmelerin nakit Akış Profillerinin Analizi: Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, (Ekonomi & Siyaset Özel Sayısı-2019), 157-180.
- Uygurtürk, H. ve Vargün, H. (2018). Nakit Akışı ile Karlılık Arasındaki İlişki: Taşıt Araçları Sektörü Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20(3), 705-727.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2020), *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı* (5. Baskı), İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Wang, G. Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science and Management*, 3(04), 408.