



Contents lists available at [DergiPark](https://dergipark.org.tr/jttr)

## Journal of Travel and Tourism Research

ISSN: 1302-8545

journal homepage: <https://site.adu.edu.tr/jttr>



### Borsa İstanbul'da İşlem Gören Konaklama Şirketlerinde Karlılık Performansının Genişletilmiş Dupont Modeliyle Analizi.

*Analysis of Profitability Performance of Accommodation Companies Listed on Borsa İstanbul Using the Extended Dupont Model.*

**Erdinç KARADENİZ<sup>1</sup>**  
**Ömer İSKENDEROĞLU<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Prof. Dr., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi Turizm İşletmeciliği Bölümü, ORCID ID: 0000-0003-2658-8490, [ekaradeniz@mersin.edu.tr](mailto:ekaradeniz@mersin.edu.tr)

<sup>2</sup>Prof. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, ORCID ID: 0000-0002-3407-1259, [oiskenderoglu@ohu.edu.tr](mailto:oiskenderoglu@ohu.edu.tr)

Gönderilme Tarihi / Submitted: 27.02.2026  
Düzeltilme / Resubmitted: 04.05.2026  
Kabul / Accepted: 11.05.2026

### Özet

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketlerinin kârlılık performansını genişletilmiş DuPont modelleriyle ayrıntılı analiz etmektir. Bu amaçla 2018–2024 yılları arasında kesintisiz finansal verilerine ulaşılabilen ve analize uygun nitelikteki sekiz konaklama şirketi üzerinde dört farklı analiz gerçekleştirilmiştir. Birinci analizde şirketlerin aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı göstergeleri genişletilmiş DuPont modeli kullanılarak şirket bazında hesaplanmış ve yorumlanmıştır. İkinci analizde, sektörel eğilimi ortaya koymak amacıyla aktif ve özsermaye karlılık oranları ve bunları oluşturan bileşenlere ilişkin özet istatistikler hesaplanmış ve yorumlanmıştır. Üçüncü analizde şirketler, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığının medyan değerleri esas alınarak yüksek ve düşük performans gruplarına ayrılmış ve bu iki grup arasında genişletilmiş DuPont değişkenleri bakımından istatistiksel olarak anlamlı farklılık olup olmadığı Mann–Whitney U Testiyle analiz edilmiştir. Son analizde ise genişletilmiş DuPont modellerindeki değişkenlerin pandemi öncesi, pandemi dönemi ve pandemi sonrası dönemler itibarıyla değişimi Kruskal-Wallis H Testi ve Dunn Testi ile analiz edilmiştir. Analizler sonucunda en başarılı şirketin Petrokent Turizm A.Ş. olduğu belirlenmiştir. Sektörün ise karlılık seviyesinin ve satış gelirlerinin yetersiz kaldığı, bazı şirketlerde finansal kaldıraç düzeyinin aşırı seviyelere çıktığı, yine bazı şirketlerin vergi teşvikleri, yatırım indirimleri ve zarar mahsupları yoluyla önemli vergi avantajları elde ettiği, diğerlerinin ise daha yüksek vergi yükü taşıdığı saptanmıştır. Gerçekleştirilen Mann Whitney U Testi sonucunda ise düşük ve yüksek karlılık performansına sahip şirketler arasında aktif devir hızı ve faaliyet kar marjı değişkenlerinin istatistiki olarak anlamlı farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Kruskal Wallis H ve Dunn Testleri sonucunda da pandemi döneminin konaklama sektöründe karlılık göstergelerini ve varlık kullanım verimliliğini olumsuz etkilediği, pandemi sonrası dönemde ise kısmi toparlanma yaşandığı,

ancak bu toparlanmanın pandemi öncesi seviyelere tam olarak ulaşamadığı saptanmıştır. Sonuç olarak sektörde karlılık ayrışmasının en fazla operasyonel verimliliği ölçen faaliyet kâr marjından ve varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçen aktif devir hızından kaynaklandığı belirlenmiştir. Bulgular, sürdürülebilir karlılığa ulaşmada operasyonel verimliliğin ve varlık yönetiminin önemini vurgulamaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, genişletilmiş dupont modeli, konaklama şirketleri, borsa istanbul.

### Abstract

This study aims to provide a detailed analysis of the profitability performance of accommodation companies listed on Borsa İstanbul using the extended DuPont models. Eight accommodation companies with continuous and suitable financial data over the 2018–2024 period were selected, and four distinct analyses were conducted. In the first analysis, return on assets and return on equity, together with their extended DuPont components, were calculated and interpreted at the company level. The second analysis computed summary statistics for return on assets, return on equity, and their constituent components to identify sectoral trends. The third analysis divided the companies into high- and low-performance groups based on the median values of return on assets and return on equity and examined whether significant differences existed in the extended DuPont variables between these groups using the Mann–Whitney U test. The final analysis assessed changes in the extended DuPont components across three sub-periods—pre-pandemic, pandemic and post-pandemic—using the Kruskal–Wallis H test and Dunn’s post-hoc test. The results identified Petrokent Turizm A.Ş. as the most successful company in the sample. Sector-wide findings indicated persistently low overall profitability and insufficient sales revenue generation. Some companies displayed excessively high financial leverage, while others achieved substantial tax advantages through incentives, investment deductions, and loss carryforwards; certain firms faced higher tax burdens. The Mann–Whitney U test revealed significant differences between high- and low-performance groups in asset turnover and operating profit margin. Kruskal–Wallis H and Dunn tests confirmed that the pandemic period exerted a substantial negative impact on profitability indicators and asset utilization efficiency. Although partial recovery occurred post-pandemic, profitability levels did not fully return to pre-pandemic benchmarks. Overall, profitability dispersion in the accommodation sector is primarily driven by operational efficiency—reflected in operating profit margin and asset turnover, which measures effective asset utilization. These findings emphasize the importance of operational efficiency and asset management in achieving sustainable profitability.

**Key Words:** Return on assets, return on equity, extended dupont model, accommodation companies, borsa istanbul.

### GİRİŞ

Günümüzde şirketlerin finansal performans analizi, şirketin faaliyet alanı, analiz amacı, kullanılan yöntem ve sektörün kendine özgü dinamiklerine göre değişiklik göstermektedir. Bu analizlerde muhasebe kayıtları ve finansal tablolar temel veri kaynağı olarak kullanılmakta olup, konaklama sektörü gibi sermaye

yoğun sektörlerde kârlılık göstergeleri hem ekonomik başarıyı ölçmede hem de kredi riski değerlendirmesinde kritik rol oynamaktadır (Angelovska vd., 2017). Özellikle sermaye yoğun bir yapıya sahip olan konaklama şirketlerinde yüksek sabit yatırım gereksinimi, talebin mevsimsel dalgalanmalara açık olması, döviz kurları ve faiz oranları gibi makroekonomik değişkenlere duyarlılık ve rekabetin giderek artması, kârlılık performansının yakından izlenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, konaklama sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal durumlarının yalnızca mutlak dönem kârı üzerinden değil, oransal bağlamda kârlılığı oluşturan unsurlar dikkate alınarak çok boyutlu biçimde değerlendirilmesinin daha sağlıklı sonuçlar sunması açısından önemli olduğu düşünülmektedir (Koşan ve Karadeniz, 2014).

Finans literatüründe işletme performansının ölçümünde yaygın olarak kullanılan kârlılık göstergeleri arasında aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı öne çıkmaktadır. Aktif kârlılığı, işletmenin sahip olduğu varlıkları ne ölçüde verimli kullandığını ortaya koymaktadır. Özsermaye kârlılığı ise ortakların işletmeye tahsis ettikleri sermayeden sağladıkları getiriye ifade etmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2017). Ancak bu oranların tek başına incelenmesi, kârlılığın hangi faaliyet veya finansman unsurlarından kaynaklandığını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu sınırlılığı aşmak amacıyla geliştirilen geleneksel DuPont analizi, özsermaye kârlılığını; kâr marjı, varlık devir hızı ve finansal kaldıraç gibi bileşenlere, aktif kârlılığını ise kar marjı ve varlık devir hızı gibi bileşenlerine ayırarak daha ayrıntılı bir bakış sunmuştur (Ross vd., 2019; Soliman, 2008). Zamanla model genişletilerek vergi yükü ve faiz yükü unsurları da dahil edilmiş ve “genişletilmiş (beş faktörlü) DuPont analizi” literatürdeki yerini almıştır.

Genişletilmiş DuPont analizinde aktif kârlılığı; vergi yükü oranı, faiz yükü oranı, faaliyet kâr marjı ve aktif devir hızı olmak üzere dört alt bileşenle, özsermaye kârlılığı ise vergi yükü oranı, faiz yükü oranı, faaliyet kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı gibi beş alt bileşen üzerinden analiz edilebilmektedir. Böylece yöneticiler ve yatırımcılar, kârlılıkta meydana gelen değişimlerin hangi aşamada ve hangi nedenlerle ortaya çıktığını geleneksel DuPont analizine göre daha ayrıntılı biçimde gözlemleyebilmektedir (Manjunatha ve Gujjar, 2018a; Nissim ve Penman, 2001). Konaklama sektöründe gider yapısının karmaşık olması, borçla finansmanın yaygın şekilde kullanılması ve gelirlerin büyük ölçüde turistik talebe bağlı olarak şekillenmesinin genişletilmiş DuPont analizinin bu sektör açısından işlevsel bir yönetsel analiz aracı olarak kullanılmasını kritik olarak önemli hale getirdiği düşünülmektedir.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde, konaklama şirketlerinin kârlılık performansının DuPont analiziyle değerlendirildiği çalışmaların büyük çoğunluğunun geleneksel üç bileşenli model (net kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı) ile sınırlı kaldığı görülmektedir. Bu çalışmalar genellikle net kâr marjı ve aktif devir hızının düşük olması ile yüksek finansal kaldıraç kullanımına dikkat çekmiş, ancak vergi yükü ve faiz yükü gibi kritik unsurları ayırtmamıştır. Genişletilmiş (beş faktörlü) DuPont modeli ise bankacılık, imalat, çimento ve bilişim gibi sektörlerde daha sık uygulanmış olup, konaklama sektöründe kullanımı oldukça sınırlıdır. Mevcut literatürde ise sadece tek bir otel işletmesine yönelik genişletilmiş DuPont modeliyle özsermaye kârlılığını ölçen yalnızca Gibraltar vd. (2024) çalışmasına rastlanmıştır.

Dolayısıyla bu araştırmanın literatüre üç temel açıdan katkı sağlaması beklenmektedir. Birincisi, Borsa İstanbul (BİST) konaklama sektöründe pay senetleri işlem gören konaklama işletmelerinin kârlılık performansını geleneksel üç bileşenli DuPont yaklaşımı yerine genişletilmiş (beş faktörlü) DuPont modeli çerçevesinde analiz ederek kârlılığın operasyonel, finansal ve vergisel bileşenlerini birlikte değerlendirmesidir. İkincisi, pandemi öncesi (2018–2019), pandemi (2020–2021) ve pandemi sonrası (2022–2024) olmak üzere üç farklı dönem ayrımı yaparak kârlılık dinamiklerinin zaman içindeki değişimini karşılaştırmalı olarak istatistiksel olarak ortaya koymasındadır. Üçüncüsü ise, kârlılık performansındaki farklılaşmanın hangi bileşenlerden kaynaklandığını yine istatistiksel yöntemler yardımıyla analiz ederek sektör özelinde ampirik kanıt sunmasıdır. Bu yönleriyle araştırmanın, konaklama sektöründe kârlılık dinamiklerinin daha kapsamlı biçimde ortaya konulması ve sektöre özgü finansal performans belirleyicilerine ilişkin daha derinlemesine deneysel kanıt sunması bağlamında turizm literatürüne özgün bir katkı sağlayacağı ümit edilmektedir.

Bu kapsamda çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da işlem gören konaklama şirketlerinin 2018–2024 dönemine ait finansal verilerinden yararlanarak aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performanslarını genişletilmiş DuPont analizi çerçevesinde incelemektir. Bu doğrultuda şirket bazında kârlılık bileşenleri hesaplanmış, sektör ortalamaları belirlenmiş ve yüksek-düşük performans grupları arasında anlamlı farklılıklar test edilmiştir. Ayrıca pandemi öncesi, pandemi ve sonrası dönemler itibarıyla kârlılık ve DuPont bileşenlerindeki değişimler analiz edilmiştir. Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünde araştırmanın konusu, kapsamı ve amacı açıklanmaktadır. İkinci bölümde geleneksel ve genişletilmiş DuPont analiz yöntemleri üzerine teorik bilgiler kuramsal çerçeve başlığı altında sunulmuştur. Üçüncü bölümde konuyla ilgili literatür özetlenmiştir. Dördüncü bölümde veri seti değişkenler ve analiz yöntemleri tanıtılmıştır. Beşinci bölümde elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise elde edilen sonuçlar değerlendirilerek genel çıkarımlar ve öneriler sunulmuştur.

## KURAMSAL ÇERÇEVE

### Geleneksel DuPont Analiz Yöntemi

Geleneksel Dupont analizi, işletmelerin kârlılık performansını daha ayrıntılı ve açıklayıcı biçimde değerlendirmek amacıyla 20. yüzyılın başlarında ilk defa E. I. du Pont de Nemours and Company şirketi bünyesinde oluşturulan iç raporlama sistemlerine dayanılarak geliştirilen bir finansal analiz sistemidir (Moyer vd., 2007). Şirketin kurucusu Éleuthère Irénée du Pont Fransız kökenli olmakla birlikte, DuPont firması 19. yüzyılın başlarından itibaren Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) faaliyet göstermiş ve analiz yöntemi bu şirketin ABD’deki yönetsel uygulamaları çerçevesinde ortaya çıkmıştır. DuPont şirketi, yöneticilerin yalnızca nihai kârlılık oranlarını değil, bu oranları oluşturan temel bileşenleri de izleyebilmesini sağlamak amacıyla aktif ve özsermaye kârlılığını alt unsurlarına ayıran bir analiz çerçevesi oluşturmuştur. Zamanla bu yaklaşım akademik literatüre kazandırılmış ve finansal performans analizinde yaygın olarak kullanılan standart bir yöntem haline gelmiştir (Aydın vd., 2010; Brigham ve Ehrhardt, 2017).

Geleneksel DuPont analiz yönteminde aktif kârlılığı (AK) iki bileşenli olarak ele alınmakta ve net kâr marjı ile aktif devir hızının çarpımı şeklinde hesaplanmaktadır (Berk, 2010);

$$AK = (Net\ Kâr\ Marjı) \times (Aktif\ Devir\ Hızı) \quad (1)$$

Geleneksel DuPont analiz yöntemi, özsermaye kârlılığını ise üç temel bileşen üzerinden açıklamaktadır. Buna göre özsermaye karlılığı (ÖK); net kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanının bir fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. Bu yapı sayesinde yöneticiler ve analistler, özsermaye kârlılığındaki değişimin faaliyet performansından mı (net kar marjı), varlık kullanım etkinliğinden mi (aktif devir hızı) yoksa finansman yapısından mı (özsermaye çarpanı) kaynaklandığını daha açık biçimde değerlendirebilmektedir. Matematiksel olarak geleneksel DuPont eşitliği aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Ross vd., 2019);

$$ÖK = (Net\ Kâr\ Marjı) \times (Aktif\ Devir\ Hızı) \times (Özsermaye\ Çarpanı) \quad (2)$$

Geleneksel DuPont analizinin en önemli üstünlüğü, kârlılık oranlarını sade ve anlaşılır bir biçimde ayrıştırması ve farklı şirketler ya da dönemler arasında karşılaştırmaya imkân tanımasıdır. Ayrıca yöntemin muhasebe temelli verilere dayanması, uygulama kolaylığı sağlamaktadır. Bununla birlikte, geleneksel DuPont modeli bazı sınırlılıklar da içermektedir. Özellikle faiz giderleri, vergi yükü ve faaliyet dışı unsurların etkisini açık biçimde ayrıştırmaması, kârlılığın hangi aşamada oluştuğuna ilişkin ayrıntılı bir değerlendirme yapılmasını güçleştirmektedir. Bu durum, borçlanma düzeyi yüksek veya vergi avantajlarından yararlanan işletmelerde analiz sonuçlarının sınırlı kalmasına yol açabilmektedir (Hawawini ve Viallet, 2010).

### Genişletilmiş DuPont Analiz Yöntemi

Finansal analiz literatüründe geleneksel DuPont modelinin sınırlılıklarını gidermek amacıyla zaman içerisinde daha ayrıntılı ayrıştırmalar içeren genişletilmiş DuPont modeli önerilmiştir. Bu kapsamda geliştirilmiş DuPont modeli belirli bir kişi veya kurum tarafından tekil olarak ortaya konulmuş bir yöntemden ziyade, akademik literatürde zaman içerisinde evrimleşen analitik bir çerçeve niteliği taşımaktadır. Özellikle 2000'li yıllardan sonra yapılan çalışmalar, geleneksel DuPont yaklaşımını genişleterek kârlılığın oluşum sürecini daha ayrıntılı biçimde açıklayan katkılar sunmuş ve literatürde "Genişletilmiş DuPont Analizi" olarak anılan çok bileşenli ayrıştırmaların teorik temelini güçlendirmiştir (Nissim ve Penman, 2001; Soliman, 2008).

Genişletilmiş DuPont analizinde aktif kârlılığı (AK); vergi yükü, faiz yükü, faaliyet kâr marjı ve aktif devir hızı olmak üzere beş temel bileşen üzerinden ayrıştırılmaktadır. Böylelikle AK; vergi etkisi, faiz yükü etkisi, faaliyet kârlılığı ve varlık kullanım etkinliği çerçevesinde daha ayrıntılı biçimde analiz edilebilmektedir. Bu analizde AK aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Santhi ve Amruthavarshini, 2021);

$$AK = (Vergi\ Yükü) \times (Faiz\ Yükü) \times (Faaliyet\ Kâr\ Marjı) \times (Aktif\ Devir\ Hızı) \quad (3)$$

Genişletilmiş DuPont analizinde özsermaye kârlılığı (ÖK) ise vergi yükü, faiz yükü, faaliyet kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı olmak üzere beş temel bileşen üzerinden ayrıştırılmaktadır. Bu ayrıştırma sayesinde vergi politikalarının, borçlanma maliyetlerinin, temel faaliyet performansının ve

sermaye yapısı tercihlerinin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkileri ayrı ayrı değerlendirilebilmektedir. Bu analizde ÖK aşağıdaki genel çerçeve içerisinde hesaplanmaktadır (Manjunatha ve Gujjar, 2018b);

$$\text{ÖK} = (\text{Vergi Yüğü}) \times (\text{Faiz Yüğü}) \times (\text{Faal. Kâr Marjı}) \times (\text{Aktif Devir Hızı}) \times (\text{Özsermaye Çarpanı}) \quad (4)$$

Genişletilmiş DuPont analizinin en önemli avantajı, kârlılık performansının hangi aşamada ve hangi finansal unsur nedeniyle değiştiğini daha net biçimde ortaya koymasıdır. Özellikle borçlanma düzeyi yüksek, finansman giderleri önemli tutarlara ulaşan veya vergi avantajlarından yararlanan işletmelerde, geleneksel DuPont analizine kıyasla çok daha açıklayıcı sonuçlar sunmaktadır. Ayrıca bu yöntem, yönetsel karar alma süreçlerinde faaliyet performansı ile finansman ve vergi etkilerinin ayrıştırılarak değerlendirilmesine imkân tanımaktadır. Bu bağlamda genişletilmiş DuPont analizi, kârlılık performansındaki değişimlerin yalnızca operasyonel performanstan değil; vergi politikaları, finansman yapısı ve varlık kullanım etkinliği gibi çok boyutlu faktörlerden kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Bu yönüyle modeller, geleneksel üç bileşenli yapıdan daha ayrıntılı ve açıklayıcı bir performans çözümlemesi sunarak işletmelerin güçlü ve zayıf yönlerinin daha net belirlenmesine olanak tanımaktadır. Özellikle konaklama sektörü gibi sermaye yoğun ve finansal yapısı karmaşık sektörlerde işletme performansının değerlendirilmesinde önemli üstünlükler sağlamaktadır. Bu nedenle çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören konaklama şirketlerinin kârlılık performansının analizinde genişletilmiş DuPont modellerinin kullanılması tercih edilmiştir.

## LİTERATÜR TARAMASI

İşletmelerin finansal performansının ölçülmesi ve kârlılık bileşenlerinin ayrıntılı biçimde analiz edilmesi, finans ve muhasebe literatüründe uzun süredir üzerinde durulan temel araştırma alanlarından biridir. Geleneksel oran analizi, işletmelerin likidite, faaliyet etkinliği, finansal yapı ve kârlılık düzeylerini değerlendirmede yaygın olarak kullanılmakla birlikte, tek tek oranların yorumlanması performansın kaynaklarını bütüncül biçimde açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. Bu nedenle kârlılığı belirleyen unsurları ayrıştırarak inceleyen DuPont analizi, hem akademik çalışmalarda hem de uygulamada önemli bir analiz aracı haline gelmiştir (Chang vd., 2014). Konuyla ilgili literatür incelendiğinde genel olarak geleneksel DuPont analiz yöntemine göre veya tek başına aktif ve özsermaye karlılık performansını ölçmeyi amaçlayan çalışmaların gerçekleştirildiği saptanmıştır. Literatür taramasının sonuçları geleneksel DuPont analiz yöntemini uygulayan çalışmalar ve genişletilmiş DuPont analiz yöntemini uygulayan çalışmalar olmak üzere iki alt başlıkta tartışılmıştır.

### Geleneksel DuPont Analiz Yöntemini Uygulayan Çalışmalar

Konaklama sektöründe kârlılık performansını inceleyen çalışmaların büyük çoğunluğu geleneksel üç bileşenli DuPont modeli kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalar genellikle sektörün yüksek sabit maliyet yapısı, düşük aktif devir hızı ve sınırlı operasyonel kârlılık sorunlarına odaklanmıştır.

Koşan ve Karadeniz (2014), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) sektör bilançolarını kullanarak konaklama ve yiyecek hizmetleri alt sektörünün 2010–2012 dönemindeki performansını incelemiş ve sektörün maliyet baskısının yüksek, aktif devir hızının ise düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Sanalan Bilici



(2019) ve Ertürk (2024a, 2024b), TCMB ve BIST verilerini kullanarak sektörün kârlılık oranlarının yıllar itibarıyla istikrarsız olduğunu ve özellikle pandemi döneminde operasyonel verimliliğin önemli ölçüde gerilediğini vurgulamışlardır. Ertürk (2024a), konaklama sektörünün hizmetler alt sektörleri arasında özsermaye kârlılığı bakımından alt sıralarda yer aldığını gösterirken, Ertürk (2024b), BIST Turizm Endeksi şirketlerinin kârlılık düzeylerindeki dalgalanmayı ve varlık kullanım etkinliğinin önemini öne çıkarmıştır.

Uluslararası çalışmalar da benzer sorunlara işaret etmektedir. Hanafi ve Damayanti (2015), Endonezya’da bir otel şirketini diğerleriyle karşılaştırarak aktif kârlılıkta istikrarlı artış olmasına rağmen sektör genelinde varlık verimliliğinin sınırlı kaldığını bulmuştur. Karadeniz vd. (2019), Avrupa borsalarında işlem gören 76 konaklama şirketini panel veri yöntemiyle analiz ederek net kâr marjının hem aktif hem de özsermaye kârlılığı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, ancak aktif devir hızının anlamlı bir katkı sağlamadığını bulmuşlardır. Jiang (2023), Güneydoğu Asya konaklama şirketlerinde finansal kaldıraç unsurunun sektör büyümesi üzerinde belirleyici rol oynadığını, ancak muhasebe temelli ölçütlerle piyasa performansı arasında zayıf ilişki olduğunu tespit etmiştir. Stotler (2019), Andriani vd. (2024) ve Parrikar (2024) ise net kâr marjı ve aktif devir hızının düşük olmasının özsermaye kârlılığı üzerinde olumsuz etki yarattığını vurgulamışlardır.

Bu çalışmaların ortak noktası, konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı nedeniyle aktif devir hızının düşük kalması, operasyonel maliyetlerin yüksek olması ve kârlılığın büyük ölçüde net kâr marjına bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemesidir. Ancak bu çalışmaların çoğu geleneksel DuPont modeli ile sınırlı kalmış ve vergi yükü ile faiz yükü etkilerini yeterince ayırtmamıştır.

### **Genişletilmiş DuPont Analiz Yöntemini Uygulayan Çalışmalar**

Geleneksel DuPont modelinin faiz giderleri ve vergi yükünü yeterince ayırtmadaki sınırlılıklarını gidermek amacıyla geliştirilen genişletilmiş (beş faktörlü) DuPont analizi, son yıllarda farklı sektörlerde giderek daha fazla tercih edilmektedir. Bu model, kârlılığın operasyonel, finansal ve vergisel boyutlarını daha ayrıntılı biçimde ayırtmayı mümkün kılmaktadır.

Literatürde genişletilmiş DuPont modeli genellikle bankacılık, imalat, bilişim, otomotiv ve çimento gibi sektörlerde uygulanmıştır. Sur vd. (2014), Tata Steel Ltd.’nin 15 yıllık verilerini analiz ederek aktif devir hızının özsermaye kârlılığı ve faiz yükü ile güçlü pozitif ilişki gösterdiğini, faaliyet kâr marjının da anlamlı katkı sağladığını tespit etmişlerdir. Buna karşılık vergi yükü oranı ve özkaynak çarpanının özsermaye kârlılığı negatif yönlü etkilediği belirlenmiştir. Manjunatha ve Gujjar (2018a, 2018b), Hindistan bilgi teknolojisi şirketlerini inceleyerek genişletilmiş modelin şirket performansını değerlendirmede etkili bir araç olduğunu ve özellikle kâr marjı ile aktif devir hızının özsermaye kârlılığı ile pozitif ilişkili olduğunu vurgulamışlardır. Santhi ve Amruthavarshini (2021), otomotiv sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde özsermaye kârlılığının belirgin şekilde azaldığını ve genişletilmiş DuPont modelinin sektörler arası karşılaştırmalarda daha kapsamlı değerlendirme imkânı sunduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde Gopi (2018) çimento sektöründe, Minz vd. (2023) bankalarda ve Tajrian (2025) imalat sektöründe genişletilmiş DuPont modelini kullanarak

bileşenlerin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Bu çalışmalar genel olarak faaliyet kâr marjı ve aktif devir hızının kârlılık üzerindeki belirleyici rolünü ortaya koyarken, vergi yükü ve faiz yükü bileşenlerinin sektörlere göre değişen etkilerine dikkat çekmişlerdir.

Konaklama sektörüne yönelik olarak ulaşılabilen tek çalışma olan Gibraltar vd. (2024) çalışması ise Endonezya’da faaliyet gösteren Saung Dolken Otel’i’nin 2018–2022 dönemine ait finansal performansını genişletilmiş DuPont analizi ve sektör karşılaştırmaları çerçevesinde incelemiştir. Çalışma, COVID-19 pandemisinin aktif devir hızını düşürmesi ve faiz ile vergi yükünün artması sonucunda özsermaye kârlılığında belirgin bir gerileme yaşandığını tespit etmiş ve konaklama işletmelerinde kâr marjının artırılması, varlık kullanım etkinliğinin iyileştirilmesi ile sermaye yapısının dengelenmesinin kritik önem taşıdığını vurgulamıştır.

Yukarıda özetlenmeye çalışılan literatür bağlamında, konaklama sektörüne yönelik araştırmaların büyük ölçüde geleneksel DuPont modeli çerçevesinde net kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı bileşenlerine odaklandığı görülmektedir. Bu çalışmalar, kârlılık performansının temel belirleyicilerini ortaya koymakla birlikte, vergi yükü ve finansman maliyetleri gibi unsurların etkisini ayrıntılı biçimde ayrıştırmada sınırlı kalmaktadır. Buna karşılık farklı sektörlerde gerçekleştirilen çalışmalar, genişletilmiş DuPont modelinin kârlılığın oluşum sürecini daha kapsamlı biçimde açıklamada önemli avantajlar sunduğunu göstermektedir. Ancak konaklama sektörüne yönelik genişletilmiş DuPont analizine dayalı ampirik çalışmaların son derece sınırlı olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum, konaklama sektöründe birden fazla şirketi kapsayan, pandemi dönemlerini de dikkate alan ve istatistiksel testlerle desteklenen kapsamlı bir genişletilmiş DuPont analizine duyulan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Bu çalışma, söz konusu boşluğu gidermek amacıyla BİST’te işlem gören sekiz konaklama şirketini genişletilmiş DuPont modeli ile analiz etmekte, hem şirket bazında hem de sektörel düzeyde inceleme yapmakta, pandemi öncesi, pandemi ve pandemi sonrası dönem karşılaştırması içermekte ve performans grupları arasındaki farklılıkları istatistiksel analizlerle ortaya koymaktadır. Böylece literatüre hem yöntemsel hem de sektörel açıdan özgün bir katkı sunmayı hedeflemektedir.

## YÖNTEM

### Veri Seti ve Değişkenler

Bu araştırmada, Borsa İstanbul (BİST) Oteller ve Lokantalar Sektörü’nde payları işlem gören konaklama şirketlerinin 2018–2024 dönemine ilişkin aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performansları, genişletilmiş DuPont analizi çerçevesinde değerlendirilmiştir. Analiz kapsamında BİST’te faaliyet gösteren dokuz konaklama işletmesinden sekizine ait finansal veriler kullanılmıştır. Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş. (AYCES), Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş. (AVTUR), Kuştur Kuşadası Turizm Endüstrisi A.Ş. (KSTUR), Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. (MAALT), Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MARTI), Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş. (MERİT), Petrokent Turizm A.Ş. (PKENT) ve Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.’ye (TEKTU) ait finansal durum tabloları ile ayrıntılı gelir tablosu verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu’ndan (KAP) temin edilerek gerekli oran ve bileşen hesaplamaları yapılmıştır (Kamuyu Aydınlatma Platformu, 2026). Ulaşlar Turizm



Enerji Tarım Gıda ve İnşaat Yatırımları A.Ş. (ULAS) ise analiz kapsamına dâhil edilmemiştir. Şirketin 2018-2023 yılları arasındaki finansal tablolarında satış gelirleri ve brüt kârının sıfır olarak raporlanması, faaliyet kârının ise büyük ölçüde diğer faaliyetlerden (yatırım ve finansal gelir/giderler) kaynaklanması nedeniyle, genişletilmiş DuPont analizinin temel bileşenlerinden olan faaliyet kâr marjı ve aktif devir hızı hesaplamalarında anlamlı ve tutarlı sonuçlar üretmemektedir. Bu yapısal özellik, şirketin temel operasyonel faaliyetlerinin sınırlı olması nedeniyle karşılaştırmalı analiz için uygun olmadığını göstermektedir. İnceleme döneminin 2018–2024 yıllarıyla sınırlandırılmasının temel nedeni, söz konusu sekiz işletmeye ait finansal verilere kesintisiz ve güvenilir biçimde erişilebilen en uygun zaman aralığının bu dönem olmasıdır.

Geliştirilmiş DuPont analizinde gerçekleştirilen hesaplamalarda özkaynak kârlılığı (ÖK), geleneksel üç bileşenli DuPont modelinin muhasebe temelli olarak genişletilmiş beş bileşenli versiyonu kullanılarak ayrıştırılmıştır. Buna göre ÖK; vergi yükü, faiz yükü, faaliyet kâr marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı bileşenlerinin çarpımı olarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde aktif karlılığı (AK), özsermaye çarpanı hariç tutularak aynı bileşenlerin çarpımı şeklinde modellenmiştir. Bu bağlamda AK için dört değişkenli, ÖK için ise beş değişkenli alt modeller kullanılmıştır. Söz konusu modeller ve modellerdeki değişkenlerin hesaplanma formülleri ile değişkenlerin açıklamaları aşağıda sunulmuştur (Manjunatha ve Gujjar, 2018a; Manjunatha ve Gujjar, 2018b; Santhi ve Amruthavarshini, 2021; Gibraltar vd., 2024);

$$AK = (Vergi\ Y\ddot{u}k\ddot{u}) \times (Faiz\ Y\ddot{u}k\ddot{u}) \times (Faal.\ K\ddot{a}r\ Marj\ddot{ı}) \times (Aktif\ Devir\ H\ddot{ı}z\ddot{ı}) \quad (5)$$

$$\ddot{O}K = (Vergi\ Y\ddot{u}k\ddot{u}) \times (Faiz\ Y\ddot{u}k\ddot{u}) \times (Faal.\ K\ddot{a}r\ Marj\ddot{ı}) \times (Aktif\ Devir\ H\ddot{ı}z\ddot{ı}) \times (\ddot{O}zsermaye\ \ddot{C}arpan\ddot{ı}) \quad (6)$$

Modellerdeki değişkenler;

- Vergi Yüğü (VY): Bu değişken, şirketin vergi sonrası kârının, vergi öncesi kâra oranını göstermekte ve vergi yükünün net kârlılık üzerindeki etkisini yansıtmaktadır. Bu oran genellikle 0-1 arasında değeri alır. Oranın yüksek gerçekleşmesi (1'e yakın olması), vergi oranının düşük olduğunu veya vergi avantajlarından yararlanıldığını göstermektedir. Bu durum hissedarlara daha yüksek net getiri sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle AK ve ÖK'ya olumlu katkı sağlar. Oranın düşük olması (0'a yakın olması) ise yüksek vergi yükünü, artan vergi oranlarını veya verimsiz vergi yönetimine işaret etmektedir. Bu durum ise AK ve ÖK performansını zayıflatabilir. Ancak bu oran uygulamada bazı dönemlerde 1'in üzerinde ya da negatif değerlerde olabilir. Oranın 1'in üzerinde gerçekleşmesi şirketin ilgili dönemde net vergi geliri elde ettiğini; yani ertelenmiş vergi gelirleri, vergi teşvikleri veya geçmiş dönem düzeltmeleri gibi unsurlar nedeniyle vergi öncesi kârın üzerinde net kâr açıkladığını göstermektedir. Bu durum ÖK üzerinde yapay bir artış yaratabilir ve çoğu zaman sürdürülebilir operasyonel performansı yansıtmaz. Oranın negatif olması ise genellikle zarar ve vergi etkilerinin birlikte ortaya çıktığı dönemlerde görülmektedir. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$Vergi\ Y\ddot{u}k\ddot{u}\ (VY) = Net\ K\ddot{a}r / Vergi\ \ddot{O}ncesi\ K\ddot{a}r \quad (7)$$

- Faiz Yüğü (FY): Bu oran şirketin borç finansmanı politikaları sonucunda ortaya çıkan finansman giderlerinin faaliyet kârı üzerindeki etkisini ölçmektedir. Diğer bir ifadeyle FY, şirketin borç yapısının operasyonel performansı nasıl etkilediğini göstermektedir. Bu oran da genellikle 0-1 arasında değeri alır.

Oranın yüksek olması (1'e yakın olması), finansman giderlerinin düşük ve borç yükünün yönetilebilir olduğunu ayrıca finansman giderlerinin operasyonel kârlılığı minimum düzeyde azalttığı anlamına gelmektedir. Bu durum ise AK ve ÖK performansını olumlu etkiler. Oranın düşük olması ise (0'a yakın olması) aşırı borçlanma veya yüksek faiz yükü nedeniyle faaliyet kârının eridiğini ve finansal riskin arttığını göstermektedir ki bu durum AK ve ÖK performansını olumsuz etkilemektedir. Bu oran da bazı dönemlerde 1'in üzerinde ya da negatif değerlerde olabilir. FY'nin 1'den büyük olması, işletmenin net finansal gelir pozisyonunda olduğunu, yani finansal gelirlerinin faiz giderlerini aştığını göstermektedir. Bu durum finansal riskin düşük olduğuna işaret edebilir. Ancak faaliyet dışı gelirlerin sürdürülebilirliği ayrıca değerlendirilmelidir. Oranın negatif olması ise faiz giderlerinin faaliyet kârını aşarak işletmeyi vergi öncesi zarara sürüklediğini göstermekte ve yüksek finansal kaldıraç ile finansal stres göstergesi olarak yorumlanabilmektedir. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Faiz Yüğü (FY)} = \text{Vergi Öncesi Kâr} / \text{Faaliyet Kârı} \quad (8)$$

- Faaliyet Kar Marjı (FKM): Bu oran satışların ne kadarının faaliyet kârına dönüştüğünü göstermekte ve şirketin operasyonel verimliliğini ve maliyet kontrol gücünü yansıtmaktadır. Oranın sektör ortalamalarına göre yüksek olması etkin maliyet yönetimi, güçlü fiyatlama gücü ve yüksek operasyonel verimlilik anlamına gelmektedir. Buna karşın oranın düşük olması yüksek maliyet yapısı, düşük kârlılık, rekabet baskısı ya da kapasite kullanım sorunlarına işaret etmektedir. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Faaliyet Kar Marjı (FKM): Faaliyet Kârı} / \text{Satışlar} \quad (9)$$

- Aktif Devir Hızı (ADH): Bu oran şirketlerde dönen ve duran varlıkların satış yaratma kapasitesini ölçerek ne düzeyde verimli kullanıldığını göstermektedir. Oranın sektör ortalamalarına göre yüksek olması varlıkların etkin kullanıldığını ve gelir üretme kapasitelerinin güçlü olduğuna işaret etmektedir. Oranın düşük olması ise atıl kapasite, fazla sabit varlık yatırımı veya verimsiz operasyonel süreç sorunlarının bir sonucu olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu durum şirkette sermaye getirisini düşürür ve likidite sorunlarına yol açabilir. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Aktif Devir Hızı (ADH): Satışlar} / \text{Toplam Aktifler} \quad (10)$$

- Özsermaye Çarpanı (ÖÇ): Bu oran şirketin varlıklarını ne ölçüde yabancı kaynakla finanse ettiğini ve finansal kaldıraç düzeyini ölçmektedir. Oranın sektör ortalamalarına göre yüksek olması borç kullanımının fazla olduğunu ve kaldıraç etkisiyle ÖK'ında artabileceğini, ancak finansal riskinde yükseldiğini gösterir. Oranın düşük olması ise daha muhafazakâr finansman yapısını ve düşük risk düzeyini ifade etmektedir. Ancak bu durumda büyüme fırsatlarını sınırlayabilmekte ve ÖK'yı baskılayabilmektedir. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$\text{Özsermaye Çarpanı (ÖÇ): Toplam Aktifler} / \text{Özsermaye} \quad (11)$$

Bu çalışmada finansal oranlar ve DuPont bileşenlerinin değerlendirilmesinde mutlak bir referans değerden ziyade karşılaştırmalı analiz yaklaşımı benimsenmiştir. Oranların yorumlanmasında üç temel referans noktası kullanılmıştır: (i) örneklemdeki sekiz şirketin dönemsel ortalama ve medyan değerleri, (ii) şirketler arası göreceli performans farklılıkları, (iii) ilgili oranların teorik ve sektörel ekonomik anlamı. Bu çerçevede bir oranın “yüksek”, “düşük” veya “makul” olarak nitelendirilmesi, sektörün sermaye yoğun yapısı,

yüksek sabit maliyet özelliği ve örneklem içi dağılım dikkate alınarak yapılmıştır. Dolayısıyla yorumlar, sabit bir eşik değere değil, örneklem içi karşılaştırmalara ve sektörün yapısal özelliklerine dayanmaktadır.

### Analiz Yöntemi

Analizde dört aşamalı bir yaklaşım benimsenmiştir. İlk olarak genişletilmiş DuPont yaklaşımına göre her bir şirketin AK ve ÖK değerleri ile kullanılan modellerdeki değişkenler hesaplanarak analiz dönemi bağlamında ortalama değerleri alınmış ve şirket bazında yorumlanmıştır. İkinci olarak analiz kapsamındaki sekiz şirketin geliştirilmiş DuPont modellerindeki değişkenlerin özet istatistik verileri bütünsel olarak hesaplanmış ve sektörün performansı yorumlanmıştır. Üçüncü olarak AK ve ÖK medyan değerleri üstünde/altında kalan gruplar arasında DuPont bileşenlerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Analiz sürecinde öncelikle verilerin normal dağılıma uyup uymadığı Shapiro-Wilk testi ile incelenmiştir. Verilerin normal dağılıma uymadığı saptandıktan sonra farklılık durumu parametrik olmayan Mann-Whitney U testi ile analiz edilmiştir. Dördüncü olarak ise karlılık performansının ve DuPont bileşenlerinin zaman içindeki değişimini incelemek amacıyla pandemi öncesi dönem (2018–2019), pandemi dönemi (2020–2021) ve pandemi sonrası dönem (2022–2024) olmak üzere üç dönem ayrımı yapılmış ve bu dönemler arasında performans açısından anlamlı bir fark olup olmadığı analiz edilmiştir. Bu ayrıştırma, pandemi şokunun en yoğun etkisinin görüldüğü yılları (2020–2021) geçiş dönemi olarak ayırmak ve toparlanma sürecini ayrı bir şekilde değerlendirmek amacıyla tercih edilmiştir. Bu analiz sürecinde de ilk olarak verilerin normal dağılıma uyup uymadığı Shapiro-Wilk testi ile incelenmiş ve verilerin normal dağılıma sahip olmadığı saptanmıştır. Bu bağlamda üç dönem arasındaki genel farklılıkları test etmek için parametrik olmayan Kruskal-Wallis H testi kullanılmıştır. Kruskal-Wallis testi sonucunda da istatistiki olarak anlamlı fark tespit edilen bileşenler için ise dönemler arası ikili karşılaştırmalar Dunn testi ile gerçekleştirilmiştir.

### BULGULAR VE YORUM

#### Şirket Bazında Analiz ve Yorumlar

Aşağıdaki Tablo 1’de analiz kapsamındaki her bir şirketin genişletilmiş DuPont analizine göre hesaplanan AK ve ÖK değerleri ile bu değerlerin hesaplanmasında kullanılan alt değişkenlerin 2018-2024 yılları arasındaki ortalama değerleri sunulmuş ve yorumlanmıştır. Tablodaki şirketler BİST’teki kodlarıyla gösterilmiştir. Yine değişkenlere ait en yüksek ve en düşük ortalama değerler koyu renkle vurgulanmıştır.

**Tablo 1.** Şirket bazında genişletilmiş dupont değişken bulguları (2018-2024 ortalamaları).

| Şirket Kodu | ÖK             | AK             | VY             | FY             | FKM            | ADH           | ÖÇ            |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| AVTUR       | 0,0901         | 0,0799         | 0,6646         | 19,1796        | -0,1030        | 0,0291        | 1,1430        |
| AYCES       | -0,0065        | -0,0049        | <b>1,3332</b>  | -0,4404        | -0,0042        | 0,1069        | 1,2430        |
| KSTUR       | 0,2227         | 0,2028         | -0,4402        | 1,2478         | 0,1434         | 0,4621        | 1,0993        |
| MAALT       | 0,0685         | 0,0412         | 1,0719         | <b>27,0557</b> | -0,3950        | 0,0211        | 1,6636        |
| MARTI       | <b>-0,4192</b> | -0,0217        | 1,2032         | <b>-5,9758</b> | -0,0831        | 0,0691        | <b>7,1091</b> |
| MERİT       | 0,0665         | 0,0598         | 1,3276         | 0,9698         | <b>0,5409</b>  | 0,0975        | <b>1,0725</b> |
| PKENT       | <b>0,3257</b>  | <b>0,2195</b>  | 0,7807         | 1,3641         | 0,2185         | <b>0,8043</b> | 1,5418        |
| TEKTU       | -0,0399        | <b>-0,0271</b> | <b>-1,6833</b> | 1,7415         | <b>-0,7897</b> | <b>0,0203</b> | 1,4450        |

Tablo 1. incelendiğinde her bir şirket bağlamında şunları söylemek mümkündür; AVTUR, pozitif aktif karlılığı (AK) ve özsermaye karlılığı (ÖK) ortalamalarına göre sekiz şirket içinde üçüncü sıradadır. Düşük aktif devir hızı (ADH), turizm yatırımlarının uzun vadeli yapısını yansıtırken, negatif faaliyet kâr marjı (FKM) maliyet ve giderlerin satışları aştığını göstermektedir. Yüksek faiz yükü (FY), şirketin net finansal gelir elde ettiğini; makul özsermaye çarpanı (ÖÇ) ise finansal riskin sınırlı olduğunu göstermektedir. Vergi yükü (VY) ortalaması teşviklerden yararlanıldığını işaret etmektedir. Bu oran genellikle 0–1 arasında değer alır. 1'e yakın olması düşük vergi yükünü veya vergi avantajlarını gösterir. 0'a yakın olması ise yüksek vergi yüküne işaret ederek kârlılığı olumsuz etkiler. Oran bazı dönemlerde 1'in üzerine çıkabilir veya negatif olabilir. 1'in üzerindeki değerler, vergi teşvikleri veya ertelenmiş vergi gelirleri nedeniyle net vergi geliri oluştuğunu ve kârlılıkta sürdürülebilir olmayan artışlar yaratabileceğini gösterir. Genel olarak şirketin operasyonel verimliliğini ve aktif kullanım etkinliğini artırması gerekmektedir.

AYCES, negatif AK ve ÖK ortalamalarıyla zayıf bir kârlılık performansı sergilemektedir. Sıfıra yakın FKM, zayıf operasyonel performansı ve fiyat baskısını; düşük ADH ise tesislerin kısmi kullanımını göstermektedir. Negatif FY, faiz giderlerinin faaliyet kârını aşarak şirketi zarara sürüklediğini ifade etmektedir. Makul ÖÇ, borçlanmanın sınırlı olduğunu; yüksek VY ortalaması ise vergi avantajlarından yararlanıldığını göstermektedir. Genel olarak şirketin operasyonel verimliliğini artırması ve daha düşük maliyetli finansman sağlaması gerektiğini söylemek mümkündür.

KSTUR, pozitif AK ve ÖK ortalamalarıyla sekiz şirket içinde ikinci sıradadır. Yüksek FKM güçlü operasyonel performansı ve etkin maliyet kontrolünü göstermektedir. Düşük ÖÇ, borçlanma riskinden kaçınıldığını; negatif VY ise geçmiş zarar mahsubu sayesinde vergi avantajı elde edildiğini işaret etmektedir. Yüksek ADH tesislerin etkin kullanıldığını gösterirken, FY ortalamasının 1'in üzerinde olması şirketin net finansal gelir elde ettiğini ortaya koymaktadır.

MAALT, ÖK ortalamasında dördüncü, AK ortalamasında beşinci sıradadır. Negatif FKM operasyonel verimsizliği, düşük ADH ise yetersiz doluluk oranlarını göstermektedir. Yüksek FY ve ÖÇ, faiz ve kur riskine duyarlılığı artırmaktadır. VY ortalaması teşviklerden yararlanıldığını göstermektedir. Genel olarak şirketin maliyet yönetimini iyileştirmesi ve borçluluğunu azaltması gerektiği söylenebilir.

MARTI, negatif ÖK ve AK ortalamalarıyla en zayıf performans gösteren şirketlerden biridir; ÖK açısından en başarısız, AK açısından ise ikinci sıradadır. Yüksek negatif ÖÇ, borçla finanse edilen agresif büyüme; negatif FY ise faiz yükünün kârlılığı azalttığını göstermektedir. Düşük ADH ve negatif FKM, zayıf talep ve yüksek giderleri işaret etmektedir. VY, teşviklerden yararlanıldığını gösterse de, şirketin finansal yapılandırma ve operasyonel iyileştirmeye ihtiyaç duyduğunu söylemek mümkündür.

MERİT, ÖK ortalamasında beşinci, AK ortalamasında dördüncü sıradadır. Yüksek FKM güçlü operasyonel performansı göstermektedir. Düşük ADH kapasite kullanımındaki sınırlılığı, düşük ÖÇ ise ihtiyatlı finansman politikasını yansıtmaktadır. Yüksek VY, vergi planlamasının etkinliğini, FY'nin sıfıra yakın olması ise finansal istikrarın korunduğunu göstermektedir.

PKENT, en yüksek AK ve ÖK ortalamalarıyla en başarılı şirkettir. Yüksek ADH, tesislerin etkin kullanıldığını göstermektedir. Pozitif FKM güçlü maliyet kontrolünü yansıtırken, dengeli ÖÇ istikrarlı ve düşük riskli büyümeye işaret etmektedir. Yüksek VY, teşviklerden yararlanıldığını, makul FY ise finansal dayanıklılığın korunduğunu göstermektedir.

TEKTU, negatif ÖK ve AK ortalamalarıyla en zayıf şirketlerden biridir. Düşük FKM ve ADH operasyonel yetersizlik ve düşük kapasite kullanımını göstermektedir. Yüksek ÖÇ riski artırırken, negatif VY zarar mahsubu kaynaklı vergi avantajını yansıtmaktadır. FY ortalaması ise net finansal gelir pozisyonuna işaret etmektedir. Genel olarak şirketin maliyet kontrolünü ve aktif kullanımını iyileştirmesi gerektiğini söylemek mümkündür.

Genel olarak yukarıdaki bulgular gözönünde bulundurulduğunda konaklama şirketlerinde sektörün varlık yoğun yapısı, operasyonel olarak yaşanan sorunlar ve mevsimsel talep dalgalanmalarının karlılık üzerindeki etkisini netleştirmektedir. Yüksek ÖK ve AK değerlerine sahip şirketler operasyonel verimlilikle finansal dengeleri korurken, düşük performanslılar kaldıraç ve maliyet baskısı altında kalmaktadır. Diğer bir ifadeyle bulgular, konaklama sektöründe karlılık performansının büyük ölçüde FKM ve ADH gibi operasyonel bileşenlerden kaynaklandığını göstermektedir. ÖÇ ve VY bileşenleri ise şirketler arasında daha heterojen bir dağılım sergilemektedir. Bu bulgular, şirket temelinde risk yönetiminin ve varlık optimizasyonunun öncelikli olduğunu vurgulamaktadır.

### Özet İstatistikler

Tablo 2, BİST konaklama sektöründeki 8 şirketin genişletilmiş DuPont bileşenleri ve karlılık göstergeleri için özet istatistikleri sunmaktadır. Veriler, 2018-2024 dönemini kapsayan 56 gözlem üzerinden hesaplanmıştır.

**Tablo 2.** Konaklama şirketlerinin dupont bileşenleri ve karlılık göstergelerine ilişkin özet istatistikler

| İstatistik      | ÖK      | AK      | VY       | FY       | FKM     | ADH    | ÖÇ      |
|-----------------|---------|---------|----------|----------|---------|--------|---------|
| Gözlem Sayısı   | 56      | 56      | 56       | 56       | 56      | 56     | 56      |
| Ortalama        | 0,0385  | 0,0687  | 0,5322   | 56,589   | -0,1593 | 0,2429 | 20,397  |
| Standart Sapma  | 0,4003  | 0,1234  | 31,283   | 506,412  | 0,5842  | 0,3401 | 30,538  |
| Minimum         | -20,603 | -0,1386 | -174,588 | -711,956 | -17,794 | 0,0115 | 10,023  |
| 1. Çeyrek (25%) | -0,0142 | -0,0117 | 0,7424   | -0,0325  | -0,3265 | 0,0412 | 11,254  |
| Medyan          | 0,0305  | 0,0274  | 0,8669   | 0,9234   | -0,0972 | 0,0959 | 12,529  |
| 3. Çeyrek (75%) | 0,1882  | 0,1269  | 10,000   | 26,706   | 0,2787  | 0,2957 | 15,658  |
| Maksimum        | 0,6091  | 0,4423  | 60,646   | 322,727  | 0,7272  | 16,007 | 197,827 |

Tablo 2 incelendiğinde sektörün kârlılık düzeyinin düşük olduğu görülmektedir. Ortalama değerler itibariyle ÖK'nın %3,85, AK'nın %6,87 olması, yüksek sabit maliyetler nedeniyle kârlılığın sınırlı kaldığını göstermektedir. Negatif FKM (-%15,93), satış gelirlerinin operasyonel giderleri karşılamada yetersiz olduğunu ortaya koymaktadır. ADH'nin 0,2429 olması, aktiflerin uzun vadeli ve düşük devir hızına sahip olduğunu ve AK üzerinde baskı oluşturduğunu göstermektedir. Ortalama ÖÇ'nin 2,0397 olması borç

kullanımının görece sınırlı olduğunu, ancak maksimum değerin 19,7827'ye ulaşması bazı şirketlerde yüksek finansal risk bulunduğunu işaret etmektedir.

FY'nin standart sapmasının 50,6412 gibi yüksek bir değere ulaşması, sektörün kur ve faiz dalgalanmalarına duyarlı olduğunu göstermektedir. Bu durum, döviz cinsinden borçlanma ve yabancı turist gelirlerine bağımlılıkla ilişkilidir. VY'nin ortalama 0,5322 olması efektif vergi oranının yaklaşık %46,78 olduğunu gösterirken, yüksek standart sapma (3,1283) şirketler arasında vergi yükünün önemli ölçüde farklılaştığını ve bazı firmaların vergi avantajlarından yararlandığını, diğerlerinin ise daha yüksek vergi yükü taşıdığını göstermektedir.

Dağılımın çarpık yapısı medyan değerlerde görülmektedir. ÖK medyanının 0,0305 ve AK medyanının 0,0274 ile ortalamanın altında kalması, birkaç yüksek performanslı şirketin ortalamayı yukarı çektiğini göstermektedir. Minimum değerler (ÖK:-20,603; FKM:-17,794) dışsal şokların etkisini, maksimum değerler ise yüksek talep dönemlerindeki potansiyeli yansıtmaktadır. Çeyreklik sonuçlar, alt grupta ÖK ve AK'nın düşük veya negatif, üst grupta ise belirgin şekilde yüksek olduğunu göstermektedir. FKM ve ADH'deki farklar, kârlılık ayrışmasının büyük ölçüde operasyonel verimlilik ve varlık kullanımından kaynaklandığını ortaya koymaktadır.

### Farklılık Analizi

Çalışmada üçüncü analiz olarak AK ve ÖK değerleri itibarıyla şirketleri medyan değerlerine göre düşük ve yüksek gruplara ayırarak DuPont bileşenleri arasında anlamlı farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Bu analiz, karlılık performansının bileşenler bazında nasıl ayrıştığını anlamak amacıyla gerçekleştirilmiş olup, genişletilmiş DuPont yönteminin sektör özelindeki uygulanabilirliğini test etmektedir. Bu kapsamda öncelikle ÖK ve AK için medyan değerler hesaplanmış (ÖK medyan: 0,0305; AK medyan: 0,0274) ve şirketler buna göre yüksek ve düşük gruplara ayrılmıştır (her grupta 28 gözlem). Daha sonra verilerin normal dağılım gösterip göstermediğini belirlemek için ÖK ve AK grupları için Shapiro-Wilk testi uygulanmıştır. Shapiro-Wilk testi, bir örneklemin normal dağılıma uyup uymadığını test eden en güçlü normallik testlerinden biridir.  $p < 0,05$  ise  $H_0$  (normal dağılım) reddedilir. Bu test, küçük örneklemelerde ( $n < 50$ ) daha güvenilir olduğu için tercih edilmiştir (Shapiro ve Wilk, 1965). Test, her bileşen ve grup için ayrı ayrı yapılmış olup, normal dağılım hipotezini test etmiştir. AK grupları için gerçekleştirilen Shapiro-Wilk testi sonuçları Tablo 3'de sunulmuştur.

**Tablo 3.** AK grupları için shapiro-wilk normallik testi sonuçları

| Grup             | FKM<br>(İstatistik / p) | ADH<br>(İstatistik / p) | FY<br>(İstatistik / p) | VY<br>(İstatistik / p) |
|------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| <b>Yüksek AK</b> | 0,857 / 0,0013          | 0,796 / <0,001          | 0,473 / <0,001         | 0,450 / <0,001         |
| <b>Düşük AK</b>  | 0,908 / 0,0181          | 0,550 / <0,001          | 0,554 / <0,001         | 0,525 / <0,001         |

Tablo 3'deki Shapiro-Wilk testi sonuçları, AK gruplarında tüm bileşenler için p-değerlerinin 0,05'in altında olduğunu göstermektedir. Bu sonuç verilerin normal dağılım göstermediğini doğrulamaktadır.



**Tablo 4.** ÖK grupları için shapiro-wilk normallik testi sonuçları

| Grup      | FKM<br>(İstatistik / p) | ADH<br>(İstatistik / p) | FY<br>(İstatistik / p) | VY<br>(İstatistik / p) | ÖÇ<br>(İstatistik / p) |
|-----------|-------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Yüksek ÖK | 0,857 / 0,0013          | 0,796 / <0,001          | 0,473 / <0,001         | 0,450 / <0,001         | 0,340 / <0,001         |
| Düşük ÖK  | 0,908 / 0,0181          | 0,550 / <0,001          | 0,554 / <0,001         | 0,525 / <0,001         | 0,358 / <0,001         |

Tablo 4'te incelendiğinde, ÖK gruplarında tüm bileşenler için p-değerlerinin 0,05'in altında olduğu görülmektedir. Bu sonuç verilerin normal dağılıma sahip olmadığını göstermektedir. AK ve ÖK grupları için Shapiro-Wilk testi sonuçlarında bileşen istatistikleri benzer çıkmıştır. Bu, AK ve ÖK medyanlarının yakınlığı nedeniyle grupların büyük oranda örtüşmesinden kaynaklanmaktadır ve veri setinin sektöre özgü tutarlılığını yansıtmaktadır. Hem AK hem de ÖK grupları açısından verilerin normal dağılıma sahip olmamasının nedeni olarak konaklama sektöründeki uç değerlerin (örneğin faiz yükü volatilitesi) dağılımı çarpık hale getirdiğiyle açıklanabilir. Dolayısıyla, farklılık testi için parametrik olmayan Mann-Whitney U testi tercih edilmiştir. Bu test normal dağılım varsayımına bağlı değildir ve örneklem boyutuna uygundur (Hollander vd., 2013). Tablo 5'de AK grupları, Tablo 6'da ise ÖK grupları için Mann-Whitney U Testi sonuçları sunulmaktadır.

**Tablo 5.** AK grupları için mann-whitney u testi sonuçları

| Bileşen | Yüksek Grup Ortalaması | Düşük Grup Ortalaması | U İstatistiği | p-Değeri | Anlamlı Fark? (p<0,05) |
|---------|------------------------|-----------------------|---------------|----------|------------------------|
| FKM     | 0,0701                 | -0,1881               | 515,0         | 0,0447   | Evet                   |
| ADH     | 0,3304                 | 0,0722                | 564,0         | 0,0049   | Evet                   |
| FY      | 118,088                | -0,4910               | 386,0         | 0,9282   | Hayır                  |
| VY      | 0,7580                 | 0,3064                | 364,0         | 0,6522   | Hayır                  |

**Tablo 6.** ÖK grupları için mann-whitney u testi sonuçları

| Bileşen | Yüksek Grup Ortalaması | Düşük Grup Ortalaması | U İstatistiği | p-Değeri | Anlamlı Fark? (p<0,05) |
|---------|------------------------|-----------------------|---------------|----------|------------------------|
| FKM     | 0,0701                 | -0,1881               | 515,0         | 0,0447   | Evet                   |
| ADH     | 0,3304                 | 0,0722                | 564,0         | 0,0049   | Evet                   |
| FY      | 118,088                | -0,4910               | 386,0         | 0,9282   | Hayır                  |
| VY      | 0,7580                 | 0,3064                | 364,0         | 0,6522   | Hayır                  |
| ÖÇ      | 16,565                 | 24,228                | 303,0         | 0,1470   | Hayır                  |

Medyan değerlerine göre oluşturulan yüksek ve düşük AK ve ÖK grupları arasında FKM (faaliyet kâr marjı) ve ADH( aktif devir hızı) bileşenlerinde istatistiksel olarak anlamlı fark tespit edilmiştir (p < 0,05). Yüksek AK ile ÖK gruplarında bu bileşenlerin ortalamaları belirgin şekilde daha yüksek çıkmıştır. Bu bulgu, konaklama sektöründe karlılık performansının operasyonel verimlilik (faaliyet marjı) ve tesis kullanım etkinliği (aktif devir hızı) ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir. FY, VY ve ÖÇ bileşenlerinde ise gruplar arası fark anlamlı bulunmamıştır (p > 0,05). Bu durumun, finansal bileşenlerin sektörde yüksek dalgalanmaya sahip olması ve karlılık grupları arasında net bir ayrışma yaratmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bununla beraber istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmasa da FY ortalaması, yüksek AK ve ÖK gruplarında 1'in çok

yukarısında, buna karşın düşük AK ve ÖK gruplarında ise negatif bir ortalamaya sahiptir. Bu sonuç yüksek AK ve ÖK gruplarındaki şirketlerin net finansal gelir pozisyonunda olduğu, yani finansal gelirlerinin faiz giderlerini aştığını ve finansal riskin düşük olduğunu söylemek mümkündür. Düşük karlılık gruplarında ise faiz giderlerinin faaliyet kârını aşarak şirketleri vergi öncesi zarara sürüklediği söylenebilir.

### **Pandemi Öncesi, Pandemi Dönemi ve Pandemi Sonrası Dönem Analizi**

Çalışmada gerçekleştirilen dördüncü analizde BİST konaklama sektöründe yer alan sekiz şirketin 2018–2024 dönemine ait karlılık performansı (AK ile ÖK) ve genişletilmiş DuPont bileşenlerinin eğilimi pandemi öncesi (2018–2019), pandemi (2020–2021) ve pandemi sonrası (2022–2024) olmak üzere üç dönemde incelenmiştir. Öncelikle üç dönemde AK ve ÖK için genişletilmiş DuPont modellerindeki bileşenlerin ortalama ve medyan değerleri Tablo 7’de sunulmuştur.

**Tablo 7.** Dönemlere göre ortalama ve medyan değerleri

| <b>Dönem (Ortalama)</b> | <b>ÖK</b> | <b>AK</b> | <b>FKM</b> | <b>ADH</b> | <b>ÖÇ</b> | <b>FY</b> | <b>VY</b> |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Pandemi Öncesi</b>   | 0,0812    | 0,0985    | 0,0824     | 0,3127     | 14,216    | 32,147    | 0,9124    |
| <b>Pandemi Dönemi</b>   | -0,0287   | 0,0124    | -0,3126    | 0,1542     | 19,874    | 148,721   | 0,6127    |
| <b>Pandemi Sonrası</b>  | 0,1128    | 0,0946    | -0,0842    | 0,2619     | 24,862    | 41,289    | 0,4218    |
| <b>Dönem (Medyan)</b>   | <b>ÖK</b> | <b>AK</b> | <b>FKM</b> | <b>ADH</b> | <b>ÖÇ</b> | <b>FY</b> | <b>VY</b> |
| <b>Pandemi Öncesi</b>   | 0,0468    | 0,0682    | 0,1127     | 0,2484     | 13,125    | 1,682     | 0,9510    |
| <b>Pandemi Dönemi</b>   | -0,0129   | 0,0087    | -0,2189    | 0,1126     | 16,843    | 3,941     | 0,7842    |
| <b>Pandemi Sonrası</b>  | 0,0894    | 0,0721    | -0,0317    | 0,1987     | 20,147    | 1,947     | 0,8926    |

Tablo 7’deki ortalama ve medyan değerleri incelendiğinde konaklama sektöründe pandemi dönemi (2020–2021), AK ve ÖK göstergelerinde ciddi bir düşüşe yol açtığı görülmektedir. FKM ve ADH’deki düşüş, sektörün talep şokuna karşı kırılganlığını ortaya koymaktadır. Pandemi dönemi (2020–2021), konaklama sektöründe tarihi bir talep şoku yaratmıştır. UNWTO verilerine göre, 2020 yılında uluslararası turizm hareketleri %74 oranında daralmış, Türkiye’de ise turizm gelirleri bir önceki yıla göre yaklaşık %65–70 düşüş göstermiştir (UNWTO, 2021; TÜİK, 2022). Bu keskin talep daralması, sektörün yüksek sabit maliyet yapısı nedeniyle FKM ve ADH göstergelerinde ciddi gerilemelere yol açmıştır.

Pandemi sonrası dönemde (2022–2024) önemli bir toparlanma gözlense de FKM’nin negatif kalması ve ADH’nin pandemi öncesi seviyelere ulaşamaması, sektörün yapısal sorunlarının (yüksek sabit maliyetler, enflasyonist baskı, mevsimsellik, döviz kuru riski) devam ettiğini göstermektedir. ÖÇ’nin artması, toparlanmada borç kullanımının rol oynadığını ancak FY dalgalanmasıyla birleşince uzun vadeli risk yarattığına işaret etmektedir. VY ortalaması pandemi öncesinde yüksektir ancak teşviklerle dengelenmiştir. Pandemi döneminde VY değeri gerilemiş ve zarar mahsupları ile teşvikler devreye girmiştir. Pandemi dönemi sonrasında ise VY ortalaması daha da düşmüş ve teşviklerin etkisi sürmüştür. Pandemi sonrası dönemde (2022–2024) küresel turizm sektöründe kısmi bir toparlanma yaşanmış olmakla birlikte, OECD Turizm Raporları’na göre birçok ülkede turizm talebinin pandemi öncesi seviyelere dönmesi 2023’ü bulmuştur (OECD, 2023).

Üç dönem arasında genişletilmiş DuPont modellerindeki değişkenler ve karlılık performansları bağlamında anlamlı bir farklılık olup olmadığı da incelenmiştir. Bu kapsamda öncelikle verilerin üç dönem bağlamında normal dağılıma uygunluğu Shapiro-Wilk testi ile değerlendirilmiştir. Tablo 8’de söz konusu testin sonuçları sunulmuştur. Tablo 8 incelendiğinde normallik varsayımının büyük ölçüde ihlal edildiği tespit edilmiştir ( $p < 0,05$ ). Bu nedenle dönemler arası karşılaştırmalarda parametrik testler yerine non-parametrik Kruskal-Wallis H testi tercih edilmiştir. Kruskal-Wallis H testi, 3 veya daha fazla bağımsız grubun medyanlarının eşit olup olmadığını test eden non-parametrik bir ANOVA alternatifidir. Bu testte sıfır hipotezi tüm grupların medyanlarının eşit olduğuna yöneliktir.  $p < 0,05$  ise en az bir grup diğerlerinden farklıdır (Kruskal ve Wallis, 1952).

**Tablo 8.** Üç dönem için shapiro-wilk normallik testi sonuçları

| Değişken | Dönem   | W İstatistiği | p-değeri | Normal Dağılım? |
|----------|---------|---------------|----------|-----------------|
| ÖK       | Öncesi  | 0,8181        | 0,0048   | Hayır           |
| ÖK       | Pandemi | 0,8724        | 0,0182   | Hayır           |
| ÖK       | Sonrası | 0,8916        | 0,0127   | Hayır           |
| AK       | Öncesi  | 0,8460        | 0,0119   | Hayır           |
| AK       | Pandemi | 0,8593        | 0,0094   | Hayır           |
| AK       | Sonrası | 0,8761        | 0,0048   | Hayır           |
| FKM      | Öncesi  | 0,9316        | 0,2585   | Evet            |
| FKM      | Pandemi | 0,9482        | 0,3126   | Evet            |
| FKM      | Sonrası | 0,9124        | 0,0381   | Hayır           |
| ADH      | Öncesi  | 0,5960        | <0,0001  | Hayır           |
| ADH      | Pandemi | 0,6847        | <0,0001  | Hayır           |
| ADH      | Sonrası | 0,7035        | <0,0001  | Hayır           |
| ÖÇ       | Öncesi  | 0,4782        | <0,0001  | Hayır           |
| ÖÇ       | Pandemi | 0,5218        | <0,0001  | Hayır           |
| ÖÇ       | Sonrası | 0,6824        | <0,0001  | Hayır           |
| FY       | Öncesi  | 0,8080        | 0,0035   | Hayır           |
| FY       | Pandemi | 0,7942        | 0,0012   | Hayır           |
| FY       | Sonrası | 0,4698        | <0,0001  | Hayır           |
| VY       | Öncesi  | 0,7518        | 0,0007   | Hayır           |
| VY       | Pandemi | 0,7389        | 0,0004   | Hayır           |
| VY       | Sonrası | 0,7125        | <0,0001  | Hayır           |

Tablo 9’da üç dönem arasında değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığına yönelik gerçekleştirilen Kruskal-Wallis H testinin sonuçları sunulmuştur.

**Tablo 9.** Üç dönem için kruskal-wallis h testi sonuçları

| Değişken | H İstatistiği | Serbestlik Derecesi | p-değeri | Anlamlı Fark Var mı? ( $p < 0,05$ ) |
|----------|---------------|---------------------|----------|-------------------------------------|
| ÖK       | 9,874         | 2                   | 0,0072   | Evet                                |
| AK       | 8,416         | 2                   | 0,0149   | Evet                                |
| FKM      | 4,128         | 2                   | 0,127    | Hayır                               |
| ADH      | 7,892         | 2                   | 0,019    | Evet                                |
| ÖÇ       | 2,947         | 2                   | 0,229    | Hayır                               |
| FY       | 2,314         | 2                   | 0,314    | Hayır                               |
| VY       | 1,682         | 2                   | 0,431    | Hayır                               |

Kruskal-Wallis H testi sonuçlarına göre ÖK ( $p = 0,0072$ ), AK ( $p = 0,0149$ ) ve ADH ( $p = 0,019$ ) değişkenlerinde üç dönem arasında istatistiksel olarak anlamlı fark bulunmuştur. Bu sonuç pandemi döneminin karlılık göstergeleri ve varlık kullanım verimliliği üzerinde belirgin olumsuz etki yarattığını doğrulamaktadır. Diğer DuPont bileşenlerinde ise dönem etkisinin anlamlı olmadığı saptanmıştır ( $p > 0,05$ ).

Kruskal-Wallis H testinde anlamlı çıkan değişkenler için ikili karşılaştırmalar Dunn testi ile gerçekleştirilmiştir (Dunn, 1964). Karşılaştırma sayısı 3 dönem olduğu için çoklu karşılaştırma düzeltmesi uygulanmamış olup, ham p-değerleri rapor edilmiştir. Bu yaklaşım, karşılaştırma sayısının sınırlı olması ve keşifsel analiz niteliği nedeniyle tercih edilmiştir. Tüm analizlerde, istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,05 olarak kabul edilmiştir. Tablo 10'da Dunn testi sonuçları sunulmuştur.

Dunn testi sonuçları, ÖK ve AK açısından pandemi öncesi ile pandemi dönemi arasında ve pandemi dönemi ile pandemi sonrası arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar olduğunu ortaya koymuştur. Aktif devir hızında ise pandemi öncesi ile pandemi dönemi ve pandemi öncesi ile pandemi sonrası karşılaştırmalarında anlamlı fark gözlenmiştir. Bu bulgular, pandemi döneminin (2020–2021) konaklama sektöründe karlılık göstergelerini ve varlık kullanım verimliliğini olumsuz etkilediğini, 2022–2024 döneminde ise kısmi toparlanma yaşandığını doğrulamaktadır. Ancak pandemi öncesi ile pandemi sonrası karşılaştırmalarında fark anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuç sektörün toparlanma sürecinin pandemi öncesi seviyelere tam olarak ulaşamadığını göstermektedir.

**Tablo 10.** Dunn testi sonuçları

| Değişken | Karşılaştırma                    | U İstatistiği | Ham p-değeri | Anlamlı mı? (Ham $p < 0.05$ ) |
|----------|----------------------------------|---------------|--------------|-------------------------------|
| ÖK       | Pandemi Öncesi - Pandemi Dönemi  | 108,0         | 0,0031       | Evet                          |
| ÖK       | Pandemi Dönemi- Pandemi Sonrası  | 168,0         | 0,0078       | Evet                          |
| ÖK       | Pandemi Öncesi - Pandemi Sonrası | 324,0         | 0,0926       | Hayır                         |
| AK       | Pandemi Öncesi - Pandemi Dönemi  | 96,0          | 0,0042       | Evet                          |
| AK       | Pandemi Dönemi- Pandemi Sonrası  | 172,0         | 0,0142       | Evet                          |
| AK       | Pandemi Öncesi - Pandemi Sonrası | 312,0         | 0,0684       | Hayır                         |
| ADH      | Pandemi Öncesi - Pandemi Dönemi  | 88,0          | 0,0319       | Evet                          |
| ADH      | Pandemi Dönemi- Pandemi Sonrası  | 184,0         | 0,0926       | Hayır                         |
| ADH      | Pandemi Öncesi - Pandemi Sonrası | 378,0         | 0,0271       | Evet                          |

## SONUÇ VE TARTIŞMA

Konaklama sektörü, Türkiye ekonomisi için stratejik öneme sahip olmasının yanı sıra, yüksek sabit maliyet yapısı, mevsimsel talep dalgalanmaları, faiz-kur ve likidite riskine karşı yüksek duyarlılığı nedeniyle

finansal performansın yakından izlenmesi gereken bir sektördür. Bu bağlamda, kârlılığın yalnızca nihai sonuçlar üzerinden değil, onu oluşturan operasyonel, finansal ve vergisel bileşenler açısından ayrıntılı biçimde analiz edilmesi, hem akademik literatür hem de sektör uygulamaları açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmada, BİST’te işlem gören konaklama şirketlerinin karlılık performansının genişletilmiş DuPont modeli aracılığıyla çok boyutlu olarak incelenmesi amaçlanmıştır. 2018-2024 dönemini kapsayan veri seti üzerinde şirket bazında DuPont bileşenlerinin hesaplanması, sektörel özet istatistiklerin değerlendirilmesi, yüksek ve düşük performans grupları arasında Mann-Whitney U testiyle fark analizi ve pandemi öncesi (2018-2019), pandemi (2020-2021) ile pandemi sonrası (2022-2024) dönemler arasında Kruskal-Wallis H ve Dunn testleriyle değişimin incelenmesi olmak üzere dört farklı analiz gerçekleştirilmiştir.

Analizler neticesinde elde edilen genel bulgular, sektörün genel karlılık seviyesinin ve aktiflerin kullanım performansının oldukça düşük olduğunu ayrıca satış gelirlerinin operasyonel giderleri karşılamakta yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Özellikle FKM’nin negatif ortalama değere sahip olması, konaklama işletmelerinde operasyonel verimliliğin ve maliyet kontrolünün temel sorun alanlarından biri olduğunu doğrulamaktadır. Bu sonuç, Koşan ve Karadeniz (2014), Sanalan Bilici (2019) ve Ertürk (2024a, 2024b) gibi çalışmalarla uyumlu olup, sektörün sermaye yoğun yapısı ve yüksek sabit maliyet yükünün kârlılığı sınırladığını bir kez daha teyit etmektedir. Çalışmada en başarılı şirket olarak belirlenen Petrokent Turizm A.Ş., hem AK hem de ÖK açısından örneklemdaki en yüksek performansı göstermiş ve ADH ile FKM bileşenlerinde de lider konumda olmuştur. Bu bulgu, Gibraltar vd. (2024) çalışmasında vurgulandığı üzere, konaklama işletmelerinde varlık kullanım etkinliğinin ve operasyonel kârlılığın sürdürülebilir karlılık için kritik öneme sahip olduğunu desteklemektedir. Çalışma sonucunda ayrıca yüksek kaldıraçlı şirketlerde finansal riskin arttığı, bazı şirketlerin vergi teşvikleri ve zarar mahsupları sayesinde önemli avantajlar elde ettiği, diğerlerinin ise daha yüksek vergi yükü taşıdığı saptanmıştır. Elde edilen bulgular, literatürdeki önceki çalışmalarla önemli ölçüde örtüşmektedir. Konaklama şirketlerine yönelik olarak geleneksel DuPont analizini uygulayan Koşan ve Karadeniz (2014), Sanalan Bilici (2019), Ertürk (2024a), Ertürk (2024b) ve Parrikar (2024) çalışmalarında da sektörün ADH’nin düşük ve maliyet baskısının yüksek olduğu vurgulanmıştır.

Çalışmada yine yüksek performans gösteren şirketlerde ADH ve FKM’nin belirgin şekilde daha yüksek olduğu ve Mann-Whitney U testi ile istatistiksel olarak anlamlı farklılığa sahip olduğu kanıtlanmıştır. Bu sonuç, konaklama sektöründe karlılık ayrışmasının temel olarak operasyonel verimlilikten (doluluk oranları ve maliyet yönetimi) ve varlıkların etkin kullanılmasından kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Finansal bileşenler (faiz yükü, vergi yükü ve özsermaye çarpanı) ise gruplar arasında anlamlı bir farklılık yaratmamıştır. Bu durum, sektördeki yüksek volatilité nedeniyle finansal faktörlerin karlılık üzerindeki etkisinin daha karmaşık ve dolaylı olduğunu düşündürmektedir. Kruskal-Wallis H ve Dunn testleri ise pandemi döneminin karlılık göstergeleri ve varlık kullanım verimliliği üzerinde önemli olumsuz etki yarattığını göstermiştir. 2020-2021 yıllarında karlılık göstergelerinde ve ADH’de belirgin düşüş yaşanmış, pandemi sonrası dönemde ise kısmi bir toparlanma gözlenmiştir. Ancak bu toparlanma, pandemi öncesi seviyelere tam olarak ulaşamamıştır. Bu bulgular, turizm

sektörünün dış şoklara karşı kırılganlığını ve toparlanma sürecinin uzun sürebileceğini gösteren Gibraltar vd., (2024) çalışmasıyla örtüşmektedir. Gibraltar vd. (2024) çalışmasında pandemi döneminde ADH'deki gerilemenin karlılığı olumsuz etkilediği vurgulanmış ve sektöre yönelik FKM'nin artırılması ve varlık kullanım etkinliğinin iyileştirilmesi önerilmiştir.

Analiz sonucunda elde edilen bulgular ışığında sektör yöneticilerine yönelik dört temel öneri sunulabilir. Öncelikle tesislerin etkin kullanımını artıracak doluluk ve gelir yönetimi stratejilerine odaklanılmalıdır. ADH'nin düşük olması, sektörün en önemli yapısal sorunu olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle atıl kapasitenin azaltılması, tesislerin çok amaçlı kullanımına yönelik yatırımlar ve dijital pazarlama stratejileri kritik önem taşımaktadır. İkinci olarak enflasyonist baskı nedeniyle maliyet kontrolünü güçlendirecek operasyonel stratejiler önceliklendirilmelidir. Bu kapsamda enerji verimliliği yatırımları, personel planlamasında esnek vardiya modelleri, mevsimsel stok yönetiminin optimize edilmesi, tedarikçi sözleşmelerinde enflasyona endeksli fiyat ayarlamaları ve dijital rezervasyon sistemleriyle doluluk oranını artırarak birim maliyetleri düşürme gibi stratejiler önceliklendirilmelidir. Üçüncü olarak, yüksek kaldıraç kullanan şirketlerin döviz riskini yönetmek için doğal riskten korunma yöntemleri (doğal hedge) ve uzun vadeli sabit faizli finansman kaynaklarına geçiş yapması gerekmektedir. Dördüncü olarak da vergi uygulamalarının sürdürülebilirliği açısından vergi avantajları ile sektörel vergi teşviklerinin etkin bir şekilde takip edilmesi ve kurumsal vergi planlamasının profesyonelce yürütülmesi önerilmektedir. Bu bağlamda çalışma sonuçları konaklama sektöründe karlılığın yalnızca nihai oranlarla değil, onu oluşturan operasyonel, finansal ve vergisel bileşenler üzerinden incelenmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bulgular, sektörde sürdürülebilir karlılığa ulaşmanın öncelikle operasyonel verimlilik ve etkin varlık yönetiminden geçtiğini güçlü bir şekilde vurgulamaktadır.

Bu araştırma, konaklama sektöründe kârlılık performansını genişletilmiş DuPont modeli ile inceleyen mevcut çalışmaların ötesinde dört temel özgün katkı sunmaktadır. Birincisi, literatürde ağırlıklı olarak geleneksel üç bileşenli DuPont modeli kullanılırken, bu çalışma genişletilmiş (beş faktörlü) DuPont modelini Türkiye konaklama sektöründe çoklu şirket örneğiyle ilk kez kapsamlı biçimde uygulamıştır. İkincisi, pandemi öncesi (2018–2019), pandemi (2020–2021) ve pandemi sonrası (2022–2024) dönemleri ayrı ayrı analiz ederek kriz dönemlerindeki kârlılık dinamiklerini karşılaştırmalı olarak ortaya koymuştur. Üçüncüsü, şirketleri performans seviyelerine göre gruplandırarak (Mann-Whitney U testi) karlılık ayrışmasının hangi DuPont bileşenlerinden kaynaklandığını istatistiksel olarak test etmiştir. Dördüncüsü ise hem şirket bazında hem de sektörel düzeyde analiz yaparak hem mikro hem makro düzeyde bulgular sunmuştur. Bu yönleriyle çalışma, mevcut literatürden (Koşan ve Karadeniz, 2014; Ertürk, 2024a, 2024b; Gibraltar vd., 2024) farklılaşmaktadır. Araştırma sonucunda elde edilen bulgular, konaklama şirketlerinde karlılığın sürdürülebilirliğinin operasyonel verimlilik ve etkin varlık yönetiminden geçtiğini bir kez daha vurgulamakta, akademik literatüre ise Türkiye konaklama sektörüne özgü deneysel kanıtlar sunmaktadır.



Elde edilen sonuçların, sektörün sürdürülebilir büyümesi ve kriz direncinin artırılmasına yönelik stratejik karar alma süreçlerinde faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bununla birlikte araştırmanın bazı kısıtları da bulunmaktadır. Araştırma, BİST’te işlem gören sekiz konaklama şirketi ile sınırlı tutulmuştur. Sektördeki diğer özel şirketlerin dahil edilememesi genelleme gücünü sınırlamaktadır. Ayrıca analiz, sadece muhasebe temelli verilere dayanmakta olup, pazar değeri veya sürdürülebilirlik performansını içeren bütüncül bir değerlendirme yapılmamıştır. Gelecek araştırmalar için, daha geniş bir şirket evreni ile panel veri regresyon modelleri kullanılarak DuPont bileşenlerinin karlılık üzerindeki nedensel etkileri incelenebilir. Ayrıca, pandemi sonrası dönemin daha uzun bir zaman aralığında takip edilmesi ve makroekonomik değişkenlerin modele dahil edilmesinin literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Andriani, R., Premadha, R. Y., Hidayat, T. T., Sunardi, N., ve Sunardi, N. (2024). Financial Performance Assessment by Du Pont System on a Hotel Company. *Indonesian Development of Economics and Administration Journal*, 2 (3), 378-385. <https://doi.org/10.70001/idea.v2i3.185>
- Angelovska, N., Vska, M. T. ve Serafimova, M. (2017). Possibilities for Improvement of Profitability of Enterprises in Tourism Industry in The Republic of Macedonia. *Economic Development/Ekonomiski Razvoj*, 19 (3), 51-60.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Berk, N. (2010). *Finansal yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Brigham, E. F., ve Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.
- Chang, K.J., Chichernea, D.C. ve HassabElnaby, H.R. (2014). On the DuPont Analysis in the Health Care Industry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33 (1), 83-103. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.10.002>
- Dunn, O. J. (1964). Multiple Comparisons Using Rank Sums. *Technometrics*, 6(3), 241-252.
- Ertürk, M. (2024a). Konaklama Sektörü Finansal Performansının Diğer Hizmet Alt Sektörleri ile Karşılaştırılması. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16 (4), 2791–2809. <https://doi.org/10.20491/isarder.2024.1947>
- Ertürk, M. (2024b). DuPont Analizi Yöntemi ile Finansal Performansın Değerlendirilmesi: BIST XTRZM Endeksi Örneği. *Third Sector Social Economic Review*, 59 (4), 3073-3096.
- Gibraltar, M. R., Hermanto, H., ve Bandono, B. (2024). Analyzing Financial Performance of Resort and Hotel Subsector: A Case Study at Saung Dolken. *Indonesian Journal of Multidisciplinary Science*, 3 (4), 1-15. <https://doi.org/10.55324/ijoms.v3i4.810>
- Gopi, K. T. (2018). Financial Performance of Cement Industry in India Using Extended Dupont Approach. *Asian Journal of Managerial Science*, 7 (2), 16-20.
- Hanafi, K. ve Damayanti, S. M. (2015). Financial Performance Assessment of PT Bukit Uluwatu Villa Tbk in Comparison with other Hospitality Companies in Indonesia. *Journal of Business and Management*, 4 (1), 79-94.
- Hawawini, G. ve Viallet, C. (2010). *Finance for executives: Managing for value creation*. Mason, OH: Cengage Learning.
- Hollander, M., Wolfe, D. A. ve Chicken, E. (2013). *Nonparametric statistical methods* (3rd ed.). USA: John Wiley & Sons.

- Jiang, J. (2023). Application of Dupont-Factor Analysis to Financial Performance and Market Measurement of the Southeast Asian Hotel Industry. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 17 (1), 127-134.
- Kamuoyu Aydınlatma Platformu (2026). Sektörler. [https://www.kap.org.tr/tr/ Sektorler](https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler) adresinden 2 Ocak 2026 tarihinde alınmıştır.
- Karadeniz, E., Koşan, L., Günay, F. ve Dalak, S. (2019). Otel İşletmelerinde Kârlılığı Etkileyen Değişkenlerin DuPont Analiz Tekniğiyle Ölçülmesi: Avrupa Borsalarında Ekonometrik Bir Analiz. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 81, 21-36. <https://doi.org/10.25095/mufad.510452>
- Koşan, L., ve Karadeniz, E. (2014). Konaklama ve Yiyecek Hizmetleri Alt Sektörünün Finansal Performansının Dupont Finansal Analiz Sistemi Kullanılarak İncelenmesi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 11 (2), 75-89.
- Kruskal, W. H. ve Wallis, W. A. (1952). Use of Ranks in One-Criterion Variance Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 47 (260), 583–621. <https://doi.org/10.2307/2280779>.
- Manjunatha, T. ve Gujjar, P. (2018a). A Study of Indian Software and Networking Companies Using Extended Dupont Model. *Journal of Engineering & Management*, 2 (1), 53-58.
- Manjunatha, T. ve Gujjar, P. (2018b). Extended DuPont Ratio Analysis of Indian information Technology Companies. *Pacific Business Review International*, 11 (5), 5-14.
- Minz, W. P., Ahamed, S. ve Bhowmik, G. (2023). A Comparative Study on the Financial Performance of Domestic Systematically Important Banks (D-SIBS) in India Using Extended Dupont Analysis. *Vidyasagar University Journal of Commerce*, 28 (2023-2024), 31-48. <http://dx.doi.org/10.62424/vujc.2023.28.00.03>
- Moyer, C. R., McGuigan, J. R. ve Rao, R.P. (2007). *Fundamentals of contemporary financial management*. Canada: Thomson South Western.
- Nissim, D. ve Penman, S. H. (2001). Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies*, 6 (1), 109–154. <https://doi.org/10.1023/A:1011338221623>
- OECD (2022), OECD Tourism Trends and Policies 2022, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/a8dd3019-en>. adresinden 1 Nisan 2026 tarihinde alınmıştır.
- Parrikar, J. G. (2024). What Drives the ROE of Hotel Companies in India: An Analysis Using Dupont Model. *Journal of Services Research*, 24 (2), 31-41.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of corporate finance* (12th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Sanalan Bilici, N. (2019). Turizm Sektöründe Özsermaye Kârlılığının Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 82, 41-54. <https://doi.org/10.25095/mufad.535962>
- Santhi, P. ve Amruthavarshini, T. S. (2021). Financial Performance of Automobile Companies in India using Extended DuPont Approach. *Anvesha-a Multidisciplinary E-Journal for all Researches*, 2 (2), 82-84.
- Shapiro, S. S., ve Wilk, M. B. (1965). An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, 52 (3-4), 591–611. <https://doi.org/10.2307/2333709>.
- Soliman, M. T. (2008). The Use of Dupont Analysis by Market Participants. *The Accounting Review*, 83 (3), 823–853. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.823>
- Stotler, J. (2019). US REIT Firms and US C-Corporations in the Hospitality Industry: A Return Analysis. *Global Journal of Accounting & Finance (GJAF)*, 3 (1), 98-104. <https://doi.org/10.47177/gjaf.03.01.2019.098>

- Sur, D., Mitra, S. ve Maji, S.K. (2014). Disintegrating Return on Equity Using the DuPont Model: A Case Study of Tata Steel Ltd. *Journal of Management Research in Emerging Economies*, 2 (2), 1-20.
- Tajrian, S. (2025). Financial Performance Analysis of Manufacturing Sectors in Bangladesh Using DuPont Model. *The Cost and Management*, 53 (1), 17-31.
- TÜİK (2022). *Turizm İstatistikleri, 2021*. Ankara: Türkiye İstatistik Kurumu.
- UNWTO (2021). *World Tourism Barometer, Volume 19, Issue 1*. <https://www.e-unwto.org/toc/wtobarometereng/19/1> adresinden 2 Nisan 2026 tarihinde alınmıştır.