

## Rasyo Analizinde Sektörel Farklılaşma: BİST Sektörleri Üzerinden Karşılaştırmalı Bir İnceleme (2016–2025)

Kemal Özdemir<sup>1</sup>

### Özet

Rasyo (oran) analizi, işletmelerin finansal durumlarını değerlendirmek için en yaygın kullanılan tekniklerden biridir ancak rasyo analizinde uygulanan standart yorumlama kurallarının sektörel farklılıkları yeterince dikkate almadığı tartışmalı bir konudur. Bu çalışma, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren şirketlerin finansal oranlarını sektörel bazda karşılaştırmalı olarak incelemektedir. Araştırmada Merkezi Kayıt Kuruluşu Veri Analiz Platformu'ndan (VAP) elde edilen 2016–2025 dönemi verileri kullanılarak sınai, toptan ve perakende ticaret ile teknoloji sektörleri likidite, mali yapı, faaliyet, kârlılık ve gider oranları açısından karşılaştırılmıştır. Çalışmada ayrıca DuPont ayrıştırması, nakit dönüşüm süresi analizi ve TMS 29 enflasyon muhasebesi öncesi ve sonrası karşılaştırma yapılmıştır. Bulgular, finansal oranların sektörler arasında sistematik ve anlamlı biçimde farklılaştığını ortaya koymaktadır. Sınai sektörde varlıkların %33,7'si maddi duran varlıklardan oluşurken bu oran teknoloji sektöründe yalnızca %3'tür. DuPont ayrıştırması, sektörlerin özkaynak kârlılığına birbirinden tamamen farklı bileşenlerle ulaştığını göstermektedir. Ticaret sektöründe nakit dönüşüm süresinin negatif (–19 gün) olması, sektörel iş modelinin rasyolara doğrudan yansıdığı somut kanıttır. TMS 29 uygulaması tüm sektörlerde kârlılık oranlarını düşürmüştür ancak maddi duran varlık yoğun sınai sektörde etkisi en belirgin olmuştur. Çalışma sonucunda, rasyo analizinin sektörel bağlamdan bağımsız yorumlanamayacağı ve her sektör için anlamlı rasyo setlerinin farklılaşması gerektiği ortaya konmuştur.

1 Doktor Öğretim Üyesi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Nazilli İİBE, kemal.ozdemir@adu.edu.tr, 0000-0003-0644-6460

## 1. GİRİŞ

Finansal tablolar analizi işletmelerin mali durumlarının, faaliyet sonuçlarının ve nakit akışlarının değerlendirilmesinde temel bir araç olarak işlev görmektedir (Popescu, 2023). Bu analiz yöntemleri arasında en yaygın kullanılanı oran (rasyo) analizidir. Rasyo analizi, bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin birbirleriyle oranlanması yoluyla işletmelerin likidite durumu, borç ödeme kapasitesi, varlık kullanım etkinliği ve kârlılık düzeyi hakkında bilgi üretmektedir (Çabuk ve Lazol, 2011).

Rasyo analizinin kökleri 19. yüzyılın sonlarına kadar uzanmaktadır. Horrigan (1968) tarafından belirtildiği üzere, cari oran kavramı 1890'larda kredi analizi amacıyla geliştirilmiş, 1919 yılında ise Alexander Wall'ın 981 firmayı kapsayan çalışmasıyla oran analizi sistematik bir yapıya kavuşmuştur. Aynı dönemde DuPont şirketi, özkaynak kârlılığını bileşenlerine ayıran modeli geliştirerek rasyo analizine önemli bir boyut kazandırmıştır (Suthar, 2018). Günümüzde rasyo analizi, yatırımcılardan kredi kuruluşlarına, denetçilerden akademisyenlere kadar geniş bir kullanıcı kitlesine hitap etmektedir.

Rasyo analizi geniş kullanıcı kitlesine rağmen uygulanmasında önemli bir sorun olan sektörel bağlam göz ardı edilmektedir. Ders kitaplarında ve uygulamada yaygın olarak kullanılan standart değer yaklaşımı her sektöre eşit biçimde uygulanmaktadır. Oysa standart değerler, büyük ölçüde 20. yüzyılın ortalarında Amerikan imalat sanayisinin yapısal özelliklerinden türetilmiştir ve farklı iş modellerine sahip sektörlerde yanıltıcı sonuçlar üretebilmektedir. Nitekim bir perakende ticaret firmasının 1,3'lük cari oranı, yüksek stok devir hızı ve negatif nakit dönüşüm süresi bağlamında değerlendirildiğinde son derece sağlıklı bir likidite pozisyonuna işaret edebilirken, aynı oran bir imalat firması için yetersiz görülebilir.

Türkiye'de rasyo analizi üzerine yapılan akademik çalışmaların büyük çoğunluğu tek bir sektöre odaklanmaktadır. Havayolu şirketleri (Gümüş ve Bolel, 2017), konaklama işletmeleri (Onocak, 2023; Keleş, 2021), perakende işletmeler (Yenisu, 2019), sağlık kuruluşları (Gider, 2011; Akca ve İkinci, 2014; Alper ve Biçer, 2017), enerji sektörü (İskenderoğlu vd., 2015) ve inşaat sektörü üzerinde çok sayıda çalışma gerçekleştirilmiştir. Fakat bu çalışmalar sektörler arası sistematik karşılaştırma yapmamakta, dolayısıyla aynı rasyonun farklı sektörlerde nasıl farklı davrandığı sorusuna yanıt üretememektedir. Akaytay vd., (2015) TCMB sektör raporları üzerinden finansal oranların faaliyet alanlarına göre değişimini incelemiş olsa da bu çalışma sınırlı bir dönem ve rasyo setini kapsamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, rasyo analizinin sektörel bağlamdan bağımsız uygulanıp uygulanamayacağını ampirik olarak sorgulamaktır. Bu doğrultuda şu araştırma sorularına yanıt aranmaktadır: (1) Finansal oranlar, BİST’te faaliyet gösteren şirketlerin ait olduğu sektöre göre sistematik farklılık göstermekte midir? (2) Hangi rasyo grupları sektörler arasında en fazla farklılaşmaktadır? (3) DuPont ayrıştırması perspektifinden sektörler özkaynak kârlılığına hangi farklı yollardan ulaşmaktadır? (4) TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması farklı sektörlerin rasyolarını nasıl farklı biçimde etkilemiştir?

Çalışmanın literatüre katkısı üç boyutludur. Birincisi, mevcut çalışmaların çoğunluğunun tek sektöre odaklanmasının aksine, bu çalışma yapısal olarak birbirinden farklı üç sektörü sistematik biçimde karşılaştırmaktadır. İkincisi, DuPont ayrıştırması ve nakit dönüşüm süresi gibi bütünleşik analiz araçlarını sektörel karşılaştırma bağlamında kullanmaktadır. Üçüncüsü, Türkiye’nin 2016–2025 dönemindeki makroekonomik ortamında (kur krizi, pandemi, enflasyon muhasebesi) rasyo analizinin güvenilirliğini ve sektörel farklılaşma durumunu tartışmaktadır.

## 2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE LİTERATÜR TARAMASI

### 2.1. Rasyo Analizi ve Temel Rasyo Grupları

Oran analizi, mali tablolarda yer alan kalemler arasında matematiksel ilişki kurarak bu kalemlerin birbirinin yüzdesi ya da katı biçiminde ifade edilmesine dayanan bir analiz tekniğidir (Akgüç, 2011). Bu teknik, işletmelerin mali yapılarını ortaya koyması ve diğer muhasebe bilgi sistemine dayanan analizlere temel oluşturması açısından önem taşımaktadır (Yenisu, 2019). Finansal oranlar genel olarak likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet (verimlilik) oranları ve kârlılık oranları olarak dört temel grupta sınıflandırılmaktadır.

Likidite oranları işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü, mali yapı oranları finansman tercihlerini ve borçlanma düzeyini, faaliyet oranları varlık kullanım etkinliğini, kârlılık oranları ise işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği getiriyi ölçmektedir. Bu oranların yorumlanmasında yaygın olarak kabul görmüş eşik değerler kullanılmaktadır ancak bu değerlerin evrensel geçerliliği tartışmalıdır.

### 2.2. Sektörel Yapısal Farklılıkların Teorik Temeli

Her sektörün kendine özgü iş modeli, varlık yapısı, maliyet yapısı ve gelir döngüsü bulunmaktadır. Bu yapısal farklılıklar, finansal oranların düzeylerini ve yorumlanma biçimlerini doğrudan etkilemektedir. İmalat sektöründe hammadde, yarı mamul ve mamul stokları bilanço içinde önemli bir yer

tutarken, teknoloji sektöründe maddi olmayan duran varlıklar (yazılım, patent, lisans) ağırlık kazanmaktadır. Perakende ticaret sektöründe ise yüksek stok devir hızı ve düşük kâr marjı ile yüksek ciro modeli hâkimdir.

DuPont modeli, özkaynak kârlılığını (ROE) üç bileşene ayırarak bu farklılıkları görünür kılmaktadır.  $ROE = \text{Net Kâr Marjı} \times \text{Aktif Devir Hızı} \times \text{Finansal Kaldıraç}$  formülüne göre, aynı ROE düzeyine farklı sektörler farklı bileşen kombinasyonlarıyla ulaşabilmektedir (Palepu vd., 2019). Benzer şekilde, Richards ve Laughlin (1980) tarafından geliştirilen nakit dönüşüm süresi kavramı, işletme sermayesi yönetiminin sektörel farklılıklarını ortaya koyan önemli bir analitik araçtır.

### 2.3. Türkiye’de Sektörel Rasyo Analizi Çalışmaları

Türkiye’de rasyo analizi üzerine gerçekleştirilen akademik çalışmalar çeşitli sektörleri kapsamaktadır. Gümüş ve Bolel (2017), BİST’te işlem gören havayolu şirketlerinin 2010–2015 dönemine ait mali tablolarını rasyo analizi ile incelemişler ve söz konusu şirketlerin finansal yapılarının genel olarak güçlü olduğunu tespit etmişlerdir. Gider (2011), özel bir hastanenin kriz dönemindeki performansını oran analizi yöntemiyle ölçmüş; Alper ve Biçer (2017) ise kamu hastanelerinin finansal performansını aynı yöntemle değerlendirmişlerdir.

Perakende sektöründe Yenisu (2019), Adese Alışveriş Merkezleri’nin mali tablolarını oran analizi ile inceleyerek bulunan oranları TCMB sektör ortalamaları ile karşılaştırmıştır. İskenderoğlu vd., (2015) enerji sektörüne oran analizi uygulamış, Akyüz vd., (2017) BİST’te işlem gören kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayi işletmelerini incelemiştir. Birgili ve Düzer (2010) İMKB’de işlem gören işletmelerde rasyoların büyük kısmı ile firma değeri arasında anlamlı ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Batchimeg (2017), Moğolistan’da altı farklı sektördeki firmaların finansal performansını rasyolar üzerinden incelemiş ve sermaye yapısı ile maliyet yapısının finansal performansın temel belirleyicileri olduğunu belirlemiştir.

Sektörler arası karşılaştırmalı çalışmalar ise sınırlı sayıdadır. Akaytay vd., (2015), TCMB sektör raporlarını kullanarak finansal oranların faaliyet alanlarına göre değişimini incelemiştir. Bilici (2019), turizm sektörünün finansal performansını oran analizi ve TOPSIS yöntemiyle birlikte değerlendirmiştir. Kurtlar (2021), ulaştırma ve depolama sektörünün oran analizini TCMB sektör bilançoları üzerinden gerçekleştirmiştir. Ancak bu çalışmaların hiçbiri, yapısal olarak farklı sektörleri aynı anda karşılaştırarak hangi rasyoların hangi sektörlerde anlamlı olduğu sorusuna sistematik bir yanıt üretmemiştir. Bu çalışma, söz konusu boşluğu doldurmayı hedeflemektedir.

## 2.4. Enflasyon Muhasebesi ve Rasyo Analizi

Yüksek enflasyon ortamlarında tarihi maliyet muhasebesine dayalı finansal tablolar, işletmelerin gerçek durumunu yansıtamaz hale gelmektedir. Türkiye’de 2023 yılından itibaren TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama standardı uygulanmaya başlanmıştır. Bu uygulama, özellikle parasal olmayan kalemlerin (maddi duran varlıklar, stoklar, özkaynaklar) düzeltilmesi yoluyla bilanço yapısını ve dolayısıyla finansal oranları önemli ölçüde değiştirmiştir. Arzova ve Şahin (2022), yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama süreçlerinin finansal tablolar üzerindeki etkisini incelemiştir. Özkan (2005) ise enflasyon muhasebesinin firmaların finansal yapıları üzerindeki etkilerini ortaya koymuştur. Saraç (2024), TMS 29 standardının bir sağlık işletmesi üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Enflasyon düzeltilmesinin rasyolara etkisinin sektörden sektöre farklılık göstermesi beklenmektedir çünkü maddi duran varlık yoğun sektörlerde düzeltme etkisi maddi olmayan varlık ağırlıklı sektörlerle göre daha belirgin olacaktır.

## 3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

### 3.1. Veri Kaynağı

Bu çalışmanın verileri, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) bünyesindeki Veri Analiz Platformu’ndan (VAP) elde edilmiştir. VAP, BİST’te işlem gören tüm şirketlerin KAP’a bildirdikleri XBRL formatındaki finansal tablo verilerinden hesaplanan sektörel finansal oranları kamuoyuna sunmaktadır. Platformda dönemsel finansal oranlar 2016 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yayınlanmakta olup veriler 3, 6, 9 ve 12 aylık dönemlere ilişkin hesaplanmaktadır. Çalışmada yıllık (12 aylık) dönem verileri ve aritmetik ortalama değerleri kullanılmıştır. VAP’ta aykırı değerler hesaplamaya dahil edilmediğinden veri setinin güvenilirliği artmaktadır.

### 3.2. Sektör Seçimi

Çalışmada yapısal olarak birbirinden farklı üç sektör seçilmiştir. Sınai sektörü, üretim odaklı, yüksek stok tutma gerekliliği olan, maddi duran varlık yoğun bir sektör olarak klasik rasyo analizinin en uygun olduğu düşünülen sektördür. Toptan ve perakende ticaret sektörü, aracılık fonksiyonu ağırlıklı, yüksek stok devir hızına sahip, düşük kâr marjı ile yüksek ciro modelinin hâkim olduğu bir sektördür. Teknoloji sektörü ise maddi olmayan duran varlık ağırlıklı, yüksek AR-GE harcaması yapan, bilgi ve yazılım odaklı bir sektördür.

Mali sektör kapsam dışı bırakılmıştır. Banka ve sigorta şirketlerinin bilanço yapısı diğer sektörlerden temelden farklıdır ve mali sektörün rasyoları ayrı

bir uzmanlık alanı oluşturmaktadır. BİST genel ortalaması ise referans değer olarak kullanılmıştır.

### 3.3. Analiz Dönemi

Çalışma 2016–2025 dönemini kapsamaktadır. Bu dönem Türkiye ekonomisi açısından beş kritik alt dönemi barındırmaktadır: görece istikrarlı dönem (2016–2017), kur krizi dönemi (2018–2019), pandemi dönemi (2020), yüksek enflasyon dönemi (2021–2022) ve enflasyon muhasebesi dönemi (2023–2025). Bu birbirinden farklı makroekonomik ortam, farklı sektörlerin soklara nasıl farklı tepki verdiğini gözlemlene imkânı sunmaktadır.

### 3.4. Yöntem

Çalışmada karşılaştırmalı betimsel analiz yöntemi kullanılmıştır. Her sektör için likidite (3 oran), mali yapı (5 oran), faaliyet (5 oran), kârlılık (5 oran), gider (5 oran) ve büyüme (5 oran) olmak üzere toplam 28 finansal oran incelenmiştir. Analizde üç ek metodolojik araç kullanılmıştır. DuPont ayrıştırması:

$$\text{Özkaynak kârlılığı (ROE)} = \text{Net Kâr Marjı} \times \text{Aktif Devir Hızı} \times \text{Finansal Kaldıraç} \quad (1)$$

formülü ile sektörlerin ROE'ye hangi bileşenlerle ulaştığı ayrıştırılmıştır.

$$\text{Nakit dönüşüm süresi (NDS)} = \text{Stok Devir Süresi} + \text{Alacak Tahsil Süresi} - \text{Borç Ödeme Süresi} \quad (2)$$

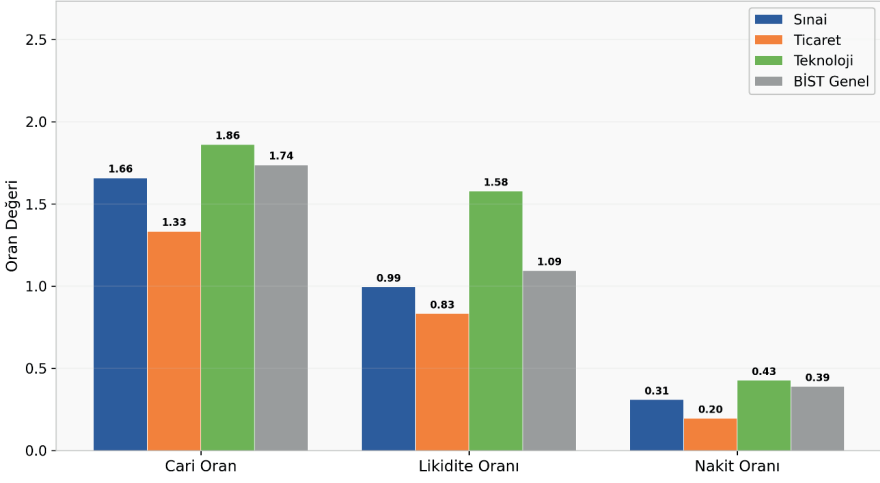
formülü ile işletme sermayesi döngüsünün sektörel farklılıkları ortaya konmuştur.

TMS 29 öncesi ve sonrası karşılaştırma ise 2016–2022 dönem ortalaması (enflasyon muhasebesi öncesi) ile 2023–2025 dönem ortalaması (enflasyon muhasebesi sonrası) karşılaştırılarak enflasyon düzeltmesinin sektörel etkisi incelenmiştir.

## 4. BULGULAR

### 4.1. Sektörel Likidite Oranları

Şekil 1'de sunulan likidite oranları karşılaştırması, sektörler arasında belirgin farklılıklar ortaya koymaktadır. Teknoloji sektörü, dönem ortalaması itibarıyla en yüksek cari orana (1,86), en yüksek likidite oranına (1,58) ve en yüksek nakit oranına (0,43) sahiptir. Buna karşılık ticaret sektörü tüm likidite oranlarında en düşük değerleri sergilemektedir. Cari oran 1,33, likidite oranı 0,83 ve nakit oranı yalnızca 0,20'dir.

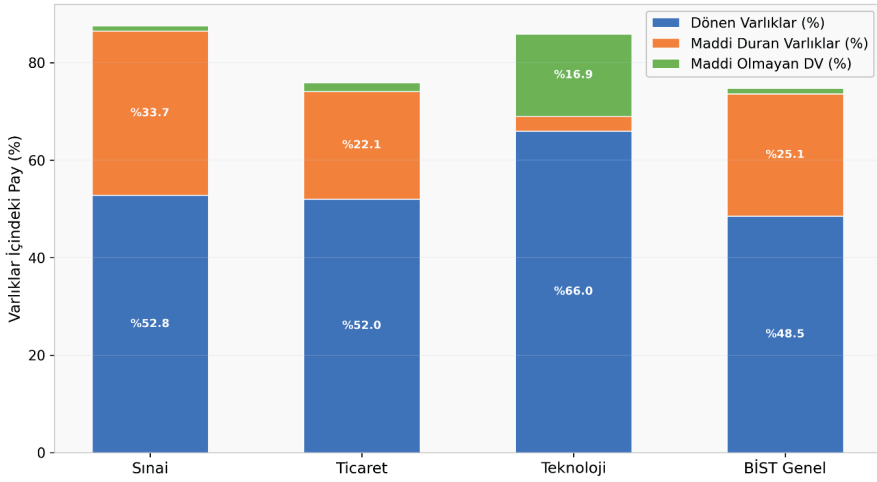


Şekil 1: Sektörel Likidite Oranları Karşılaştırması (2016–2025 Dönem Ortalaması)

Ticaret sektöründeki düşük likidite oranları, geleneksel yorumlamayla riskli olarak değerlendirilebilir ancak bu sektörün yüksek stok devir hızı (16,97) ve hızlı nakit döngüsü dikkate alındığında, düşük likidite düzeyinin sektörel iş modelinin doğal bir sonucu olduğu anlaşılmaktadır. Teknoloji sektörünün yüksek nakit oranı ise AR-GE yatırımları için gerekli likidite tamponunu yansıtmaktadır.

#### 4.2. Varlık Yapısı Farklılaşması

Şekil 2’de gösterilen varlık yapısı karşılaştırması, sektörler arasındaki yapısal farklılıkları en net biçimde ortaya koyan bulgudur. Sınai sektörde varlıkların %33,7’si maddi duran varlıklardan oluşurken, maddi olmayan duran varlıklar yalnızca %1,1’dir. Teknoloji sektöründe ise durum tam tersinedir. Maddi duran varlıklar yalnızca %3,0, maddi olmayan duran varlıklar ise %16,9’dur. Ticaret sektöründe maddi duran varlıklar %22,1 düzeyinde olup iki sektörün ortasında yer almaktadır.

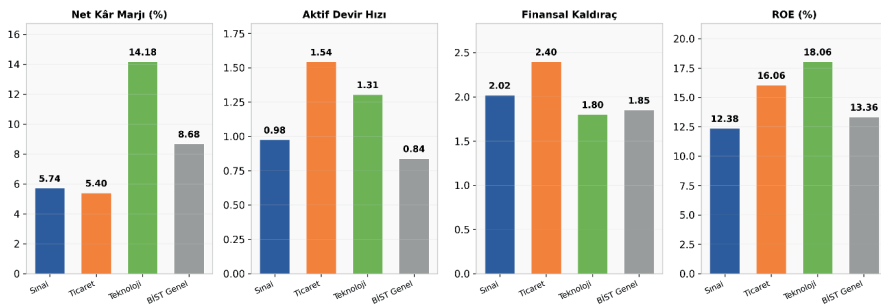


Şekil 2: Sektörel Varlık Yapısı Karşılaştırması (2016–2025 Dönem Ortalaması)

Bu bulgu, maddi duran varlıklar/toplam varlıklar rasyosunun sektörel bağlam olmadan yorumlanmasının ne kadar yanıltıcı olabileceğini somut biçimde göstermektedir. Teknoloji sektöründe %3'lük maddi duran varlık oranı yetersiz yatırım olarak değil, sektörün bilgi sermayesi ağırlıklı yapısının doğal bir yansıması olarak değerlendirilmelidir.

### 4.3. DuPont Ayrıştırması

DuPont analizi Şekil 3'te sunulduğu üzere, üç sektör ROE'ye tamamen farklı katkılarla ulaşmaktadır.



Şekil 3: DuPont Ayrıştırması – Sektörel Karşılaştırma (2016–2025 Dönem Ortalaması)

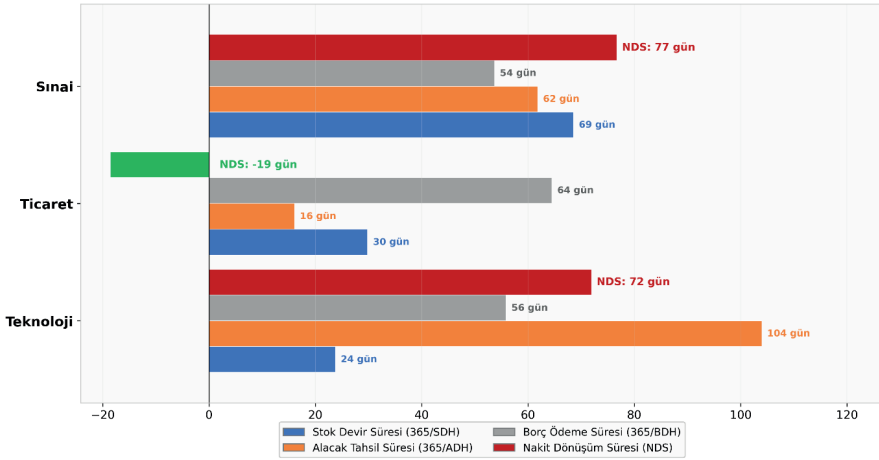
Teknoloji sektörü %14,2'lik yüksek net kâr marjı ile ROE'nin marj bileşenine dayanmaktadır. Aktif devir hızı 1,31 ve finansal kaldıraç 1,80 ile orta düzeydedir. Ticaret sektörü ise tamamen farklı bir strateji izlemektedir.

Net kâr marjı yalnızca %5,4 olmasına rağmen, 1,54'lük aktif devir hızı ve 2,40'lık finansal kaldıraç ile %16,1'lik ROE'ye ulaşmaktadır. Sınai sektör, %5,7'lik net kâr marjı, 0,98'lik aktif devir hızı ve 2,02'lik kaldıraç ile %12,4'lük ROE elde etmektedir.

Bu bulgular, yalnızca ROE düzeyine bakarak sektörler arası karşılaştırma yapmanın yanıltıcı olabileceğini ortaya koymaktadır. Aynı ROE düzeyi, bir sektörde yüksek marj yoluyla elde edilirken, diğer sektörde yüksek kaldıraç yoluyla elde edilebilmektedir.

#### 4.4. Nakit Dönüşüm Süresi

Nakit dönüşüm süresi analizi, sektörel iş modellerinin işletme sermayesi yönetimine nasıl yansıdığını ortaya koymaktadır. Şekil 4'te gösterildiği üzere, ticaret sektöründe nakit dönüşüm süresi -19 gün ile negatiftir. Bu, ticaret sektörünün satışını gerçekleştirip tahsilatını yaptıktan sonra tedarikçilerine ödeme yaptığı, dolayısıyla operasyonel döngüsünde dış finansmana ihtiyaç duymadığı anlamına gelmektedir.

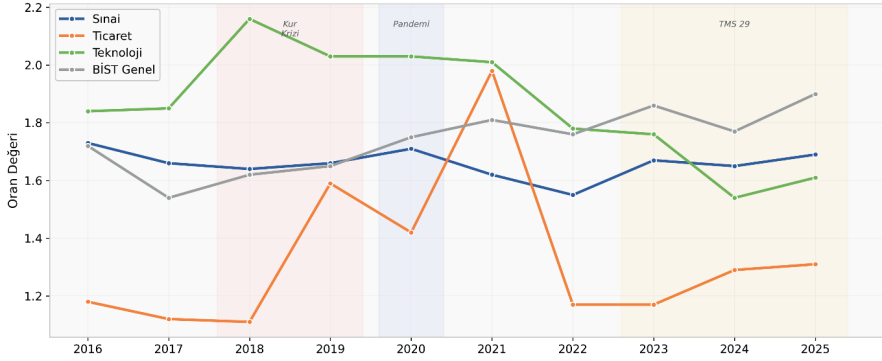


Şekil 4: Nakit Dönüşüm Süresi – Sektörel Karşılaştırma (2016–2025 Dönem Ortalaması)

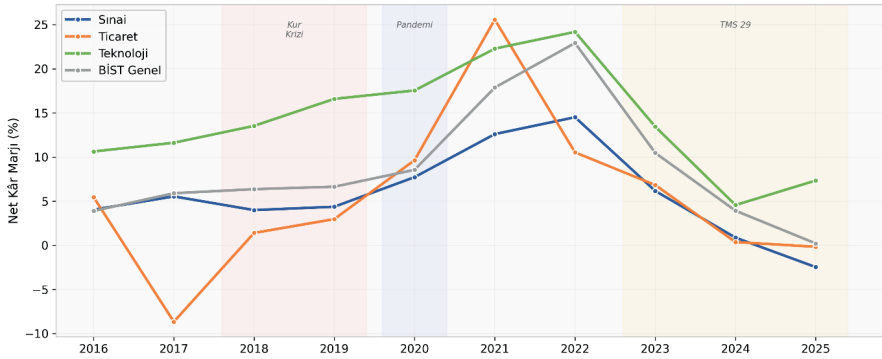
Teknoloji sektöründe ise nakit dönüşüm süresi 72 gün ile en yüksek düzeydedir. Bu durum, teknoloji sektöründe alacak tahsil süresinin uzun olmasından (yaklaşık 90 gün) kaynaklanmaktadır. Sınai sektörde NDS pozitif ama ticaret sektörüne göre belirgin biçimde yüksektir. Bu da üretim sürecinin gerektirdiği stok tutma süresinin etkisini yansıtmaktadır.

#### 4.5. Dönemsel Kırılma Analizi

Şekil 5a–5d’de sunulan çizgi grafikleri, seçili rasyoların 2016–2025 dönemindeki trendini sektörler arası karşılaştırmalı olarak göstermektedir. Cari oran grafiğinde (Şekil 5a) teknoloji sektörünün tüm dönem boyunca en yüksek likiditeye sahip olduğu, ticaret sektörünün ise istikrarlı biçimde en düşük düzeyde kaldığı görülmektedir. Net kâr marjı grafiğinde (Şekil 5b) özellikle dikkat çekici üç bulgu öne çıkmaktadır.

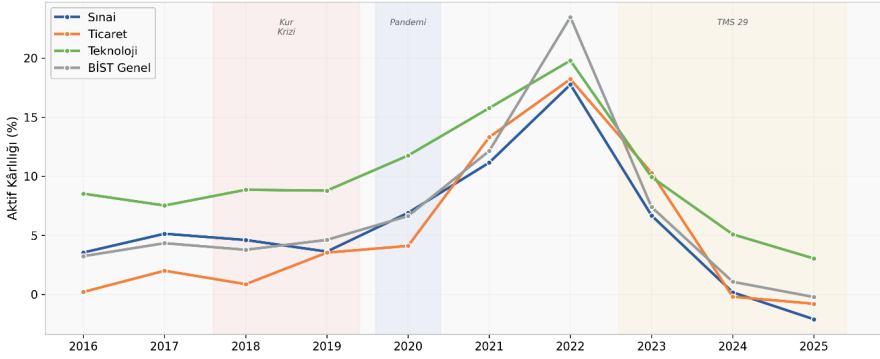


Şekil 5a: Cari Oran Trendi (2016–2025)



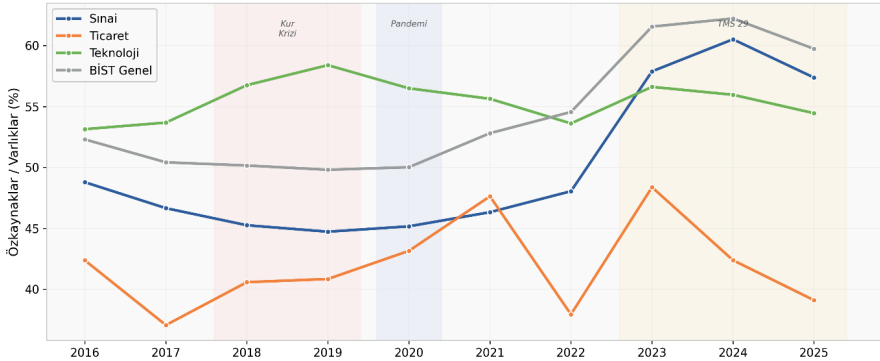
Şekil 5b: Net Kâr Marjı Trendi

Birincisi, 2020 pandemisi ticaret sektörünü diğer sektörlerle kıyasla daha az etkilemiştir. Bu sektördeki temel tüketim ürünlerine olan talebin sürmesi bu dayanıklılığı açıklamaktadır. İkincisi, 2021–2022 döneminde tüm sektörlerde kârlılık oranları zirve yapmıştır ancak bu yükseklik büyük ölçüde enflasyonist ortamda tarihi maliyetle raporlama yapılmasının yarattığı fiktif kârlılıktan kaynaklanmaktadır. Üçüncüsü, 2023–2025 döneminde TMS 29 uygulamasıyla birlikte kârlılık oranları tüm sektörlerde sert biçimde düşmüştür.



Şekil 5c: Aktif Kârlılığı Trendi

Aktif kârlılığı grafiğinde (Şekil 5c) benzer bir örüntü gözlemlenmekle birlikte, sektörler arası fark daha belirgindir. Teknoloji sektörü tüm dönem boyunca en yüksek aktif kârlılığına sahipken, sınai sektör en düşük düzeyde kalmıştır. TMS 29 sonrasında tüm sektörlerde aktif kârlılığı sıfıra yaklaşmıştır ancak sınai sektörde bu düşüş en sert biçimde yaşanmıştır. Bu durum, enflasyon düzeltmesinin varlık tabanını büyütmesi nedeniyle aktif kârlılığını mekanik olarak düşürmesinden kaynaklanmaktadır.

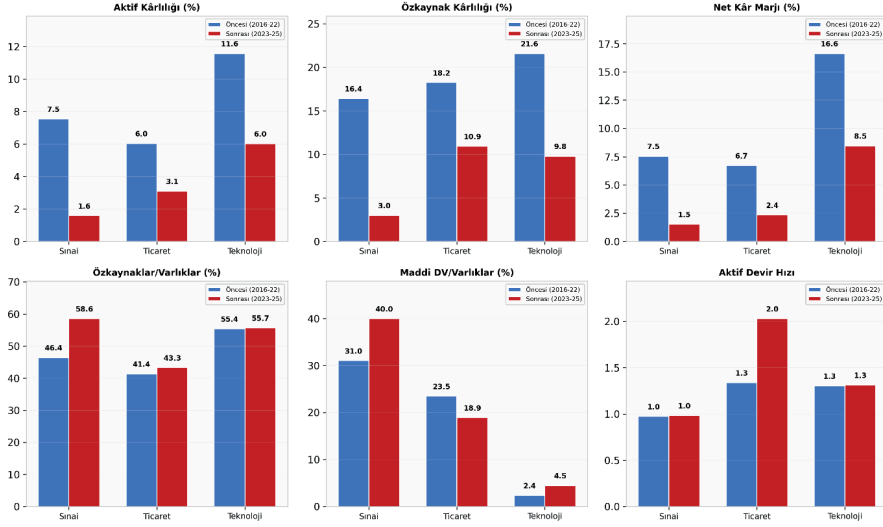


Şekil 5d: Özkaynaklar / Varlıklar Trendi (2016-2025)

Özkaynaklar/varlıklar oranı (Şekil 5d) ise tam tersi bir seyir izlemiştir. Enflasyon muhasebesi öncesinde düşüş trendinde olan bu oran, TMS 29 sonrasında yükselişe geçmiştir. Bu durum, enflasyon düzeltmesinin özkaynakları artırarak mali yapı oranlarını iyileştirdiğini göstermektedir.

#### 4.6. TMS 29 Enflasyon Muhasebesi Etkisi

Şekil 6'da sunulan enflasyon muhasebesi öncesi-sonrası karşılaştırma, TMS 29'un sektörler üzerindeki farklılaşan etkisini net biçimde ortaya koymaktadır.



Şekil 6: TMS 29 Enflasyon Muhasebesi Etkisi - Öncesi (2016-2022) vs Sonrası (2023-2025)

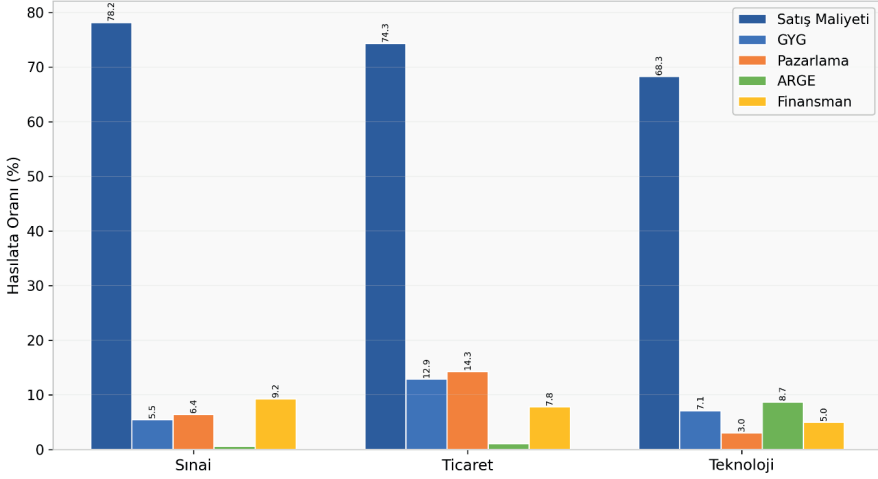
Aktif kârlılığı sınai sektörde %7,5'ten %1,6'ya düşmüştür (-%79). Teknoloji sektöründe ise bu düşüş %11,6'dan %6,0'a olmuştur (-%48). Kârlılık oranlarındaki düşüşün sınai sektörde daha keskin olmasının temel nedeni, bu sektörde maddi duran varlık düzeltmesinin bilanço büyüklüğünü önemli ölçüde artırmasıdır. Nitekim sınai sektörde maddi duran varlıklar/varlıklar oranı enflasyon muhasebesi sonrasında %31'den %40'a yükselmiştir.

Özkaynaklar/varlıklar oranı ise tüm sektörlerde yükselmiştir. Sınai sektöründe %46,4'ten %58,6'ya, ticaret sektöründe %41,4'ten %43,3'e. Bu bulgu, enflasyon muhasebesi uygulamasının mali yapı oranlarını iyileştirdiğini ancak kârlılık oranlarını düşürdüğünü göstermektedir. Dolayısıyla TMS 29 öncesi ve sonrası dönemleri kapsayan rasyo analizlerinde bu yapısal kırılmanın dikkate alınması zorunludur.

#### 4.7. Gider Yapısı Karşılaştırması

Şekil 7'de sunulan gider yapısı karşılaştırması, sektörlerin maliyet yapılarındaki farklılıkları ortaya koymaktadır. Teknoloji sektöründe AR-GE harcamalarının hasılatına oranı %8,7 ile diğer sektörlerin yaklaşık 10 katıdır.

Ticaret sektöründe ise pazarlama giderlerinin hasıllata oranı %14,3 ile en yüksek düzeydedir. Sınai sektörde satışların maliyeti/hasıllat oranı %78,2 ile en yüksektir. Bu durum imalat sürecinin yüksek maddi girdi gerektirmesinden kaynaklanmaktadır.



Şekil 7: Gider Yapısı Karşılaştırması (2016–2025 Dönem Ortalaması)

## 5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışma, rasyo analizinin sektörel bağlamdan bağımsız uygulanıp uygulanamayacağını BİST’te faaliyet gösteren sınai, toptan ve perakende ticaret ile teknoloji sektörlerinin 2016–2025 dönemi finansal oranlarını karşılaştırmalı olarak inceleyerek sorgulamıştır. Bulgular, finansal oranların sektörler arasında sistematik ve anlamlı biçimde farklılaştığını net olarak ortaya koymaktadır.

Çalışmanın temel bulguları şu şekilde özetlenebilir: Birincisi, varlık yapısı sektörler arasında köklü biçimde farklılaşmaktadır. Sınai sektörde maddi duran varlık ağırlığı %33,7 iken teknolojiye bu oran yalnızca %3’tür. Bu farklılık, varlık yapısıyla ilgili rasyoların sektörel bağlam olmadan yorumlanmasının yanıltıcı olacağını kanıtlamaktadır.

İkincisi, DuPont ayrıştırması sektörlerin ROE’ye birbirinden tamamen farklı yollarla ulaştığını göstermiştir. Teknoloji sektörü yüksek kâr marjına dayalı bir strateji izlerken, ticaret sektörü yüksek devir hızı ve kaldıraç bileşimine dayanmaktadır. Bu bulgu, ROE’nin tek başına sektörler arası karşılaştırmada yetersiz kalacağını ve mutlaka bileşenlerine ayrıştırılması gerektiğini göstermektedir.

Üçüncüsü, nakit dönüşüm süresinin ticaret sektöründe negatif olması (-19 gün), sektörel iş modelinin rasyolara doğrudan yansıdığıının en somut kanıtıdır. Dördüncüsü, TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması tüm sektörlerde kârlılık oranlarını düşürmüş ancak maddi duran varlık yoğun sınai sektörde etkisi en belirgin olmuştur. Aktif kârlılığı %79 oranında gerilemiştir.

Bu bulgular ışığında kredi analistleri ve yatırımcılar, rasyo analizini sektörel eşik değerlerle yorumlamalıdır. Genel geçer standart oranlar yerine sektör ortalamaları referans alınmalıdır. DuPont ayrıştırması, özellikle sektörler arası karşılaştırmalarda rutin bir analiz aracı olarak kullanılmalıdır. TMS 29 öncesi ve sonrası dönemleri kapsayan uzun dönemli rasyo analizlerinde yapısal kırılma dikkate alınmalıdır. Akademik çalışmalarda ve ders kitaplarında rasyo analizinin sektörel sınırlılıkları açıkça vurgulanmalıdır.

Çalışmanın bazı sınırlılıkları da bulunmaktadır. VAP verileri sektörel aritmetik ortalama değerleri içermekte olup bireysel firma düzeyinde analiz yapılamamaktadır. Mali sektör kapsam dışı bırakılmıştır. Hizmetler sektörü, alt sektörlerdeki düşük firma sayısı nedeniyle ayrı bir kategori olarak incelenememiştir. Gelecek çalışmalarda firma düzeyinde verilerle sektörel farklılaşmanın istatistiksel anlamlılığı test edilebilir, alt sektör bazında daha ayrıntılı analizler yapılabilir ve uluslararası karşılaştırmalar ile Türkiye'ye özgü sektörel eşik değer tabloları oluşturulabilir.

## Kaynakça

- Akaytay, A., Çatı, K. ve Yücel, S. (2015). Finansal oranların faaliyet alanlarına göre değişiminin merkez bankası sektör raporları yardımıyla incelenmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (44), 45-57.
- Akca, N. ve İkinci, S.S. (2014). Ankara’da yer alan özel bir sağlık işletmesinin finansal tablolarının oran analizi ile değerlendirilmesi. *İşletme Bilimi Dergisi*, 2(1), 111-126.
- Akgüç, Ö. (2011). Mali Tablolar Analizi (14. Baskı). Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akyüz, K.C., Yıldırım, İ., Akyüz, İ. ve Tugay T. (2017). Borsa İstanbul’da işlem gören kâğıt ve kâğıt ürünleri sanayi işletmelerinin finansal başarısızlık düzeylerinin oran analizi ve diskriminant analizi yöntemleri kullanılarak ölçülmesi. *Journal of Forestry*, 13(1), 60-74.
- Alper, A. ve Biçer, E.B. (2017). Kamu hastanelerinde finansal performansın oran analizi ile ölçülmesi: Bir kamu hastanesi örneği. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 337-357.
- Arzova, S. B. ve Şahin, B. Ş. (2022). Yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama süreçleri ve enflasyon muhasebesinin finansal tablolara etkisi. *Mali Çözüm*, 32(170), 13-31.
- Batchimeg, B. (2017). Financial performance determinants of organizations: The case of Mongolian companies. *Journal of Competitiveness*, 9(3), 22-33.
- Bilici, N. (2019). Turizm sektörünün finansal performansının oran analizi ve TOPSIS yöntemiyle değerlendirilmesi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(1), 173-194.
- Birgili, E., ve Düzer, M. (2010). Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi: İMKB’de bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 74-83.
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2011). Mali Tablolar Analizi. Ekin Yayınevi, Bursa.
- Gider, Ö. (2012). Ekonomik kriz dönemlerinin özel hastanelere etkileri: Bir özel hastanenin oran analizleri yöntemiyle finansal performansına bakış. *Öneri Dergisi*, 9(36), 87-103.
- Gümüş, U.T. ve Bolel, N. (2017). Rasyo analizleri ile finansal performansın ölçülmesi: BİST’te işlem gören havayolu şirketleri üzerine bir uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 87-96.
- Horrigan, J.O. (1968). A short history of financial ratio analysis. *The Accounting Review*, 43(2), 284-294.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji sektörünün finansal analizi: Türkiye ve Avrupa enerji sektörü karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3), 86-97.
- Keleş, D. (2021). Turizm işletmelerinde rasyo yöntemi ile finansal performans analizi: Konaklama işletmeleri üzerine bir değerlendirme. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 25(4), 1485-1496.

- Kurtlar, M. (2021). Ulaştırma-depolama sektörünün oran analizi: TCMB sektör bilançoları üzerine bir araştırma. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18(1), 21–30.
- Onocak, D. (2023). BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinin finansal performanslarının CRITIC Ağırlıklı TOPSIS yöntemine göre değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 97, 79-98.
- Özkan, T. (2005). Enflasyon muhasebesi uygulamasının firmaların finansal yapıları üzerine etkileri. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, (15), 49–72.
- Palepu, K.G., Healy, P.M. ve Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS Edition (5th ed.)*. Cengage Learning. United Kingdom.
- Popescu, M. (2023). Approaches to financial statement analysis. *Annals of the University of Petroşani, Economics*, 23(2), 181–192.
- Richards, V.D. ve Laughlin, E.J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 9(1), 32–38.
- Suthar, K.U. (2018). Financial ratio analysis: A theoretical study. *International Journal of Research in all Subjects in Multi Languages*, 6(3), 61-64.
- Yenisu, E. (2019). Finansal tabloların oran analizi ile incelenmesi: Adese örneği. *Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 19–45.
- Saraç, E. (2024). TMS 29 yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama standardının uygulanması ve sağlık işletmesi üzerine analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16(3), 1920–1934.