



ANKARA
HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**ZOMBİ ŞİRKETLERİN KARAKTERLERİ,
BELİRLEYİCİLERİ VE EKONOMİ ÜZERİNE
ETKİLERİ**

Zeynep KAPLAN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Emine Ebru AKSOY

DOKTORA TEZİ

İŞLETME ANABİLİM DALI

MUHASEBE - FİNANSMAN BİLİM DALI

TEMMUZ 2024



**ZOMBİ ŞİRKETLERİN KARAKTERLERİ, BELİRLEYİCİLERİ VE
EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ**

ZEYNEP KAPLAN

DOKTORA TEZİ

İŞLETME ANABİLİM DALI

MUHASEBE – FİNANSMAN BİLİM DALI

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

TEMMUZ 2024

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarımı kabullendiğimi beyan ederim.

Zeynep Kaplan

(30.07.2024)

TEZ ONAY SAYFASI

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Programı doktora öğrencisi Zeynep KAPLAN tarafından hazırlanan “Zombi Şirketlerin Karakterleri, Belirleyicileri ve Ekonomi Üzerine Etkileri” Başlıklı tez çalışması 30/07/2024 tarih ve 11:00 saatinde yapılan tez savunma sınavında aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile DOKTORA TEZİ olarak KABUL edilmiştir.

	Kabul	Ret
Başkan: Prof. Dr. M. Kamil ERCAN İşletme Anabilim Dalı Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Üye: Prof. Dr. E. Ebru AKSOY İşletme Anabilim Dalı Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Üye: Prof. Dr. E. Savaş BAŞCI İşletme Anabilim Dalı Hitit Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Üye: Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN İşletme Anabilim Dalı Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Üye: Prof. Dr. Burak PİRGAİP İşletme Anabilim Dalı Hacettepe Üniversitesi	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Zombi Şirketlerin Karakterleri, Belirleyicileri ve Ekonomi Üzerine Etkileri
(Doktora Tezi)

Zeynep KAPLAN

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Temmuz 2024

ÖZET

Zombi şirketler, olağan faaliyetlerinden elde ettikleri karlarla, faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları yabancı kaynakların ana parası bir yana faiz yükümlülüklerini dahi ödemekte güçlük çeken, bu sebeple normal rekabet koşullarında piyasadan çekilmesi gereken, ancak çeşitli kurumsal desteklerle hayatta tutulan şirketleri ifade etmektedir. Bu şirketler kıt kaynakları ellerinde tutarak, onları daha etkin kullanabilecek sağlıklı şirketlere tahsis edilmesini engellemekte ve böylece ülke ekonomisinin durgunlaşmasına neden olmaktadır. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de zombi şirketlerin varlığının, karakteristik özelliklerinin ve aynı sektörde faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki etkilerinin araştırılmasıdır. Bu çerçevede, Girişimci Bilgi Sistemi veri tabanında yer alan 2006-2022 dönemine ait mikro verilerden yararlanılmıştır. Çalışma bulgularına göre, Türkiye’de analiz dönemi boyunca zombi şirket paylarının artış eğiliminde olduğu, zombi şirketlerin sağlıklı emsallerinden daha düşük performans gösterdikleri ve bir sektördeki zombi şirketlerin aktif cinsinden payındaki artışın, o sektördeki sağlıklı şirketlerin yatırım oranını ve istihdam artışını azalttığı, sağlıklı şirketler ile zombi şirketler arasındaki verimlilik açığını artırdığı saptanmıştır. Aynı zamanda bu şirketlerin likiditesi yetersiz, kaldıraç yüksek, karlılığı düşük, varlık açısından büyük, genç ve daha az çalışanı olan şirketlerden oluştuğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlara göre, uzun vadeli piyasa odaklı politikalar geliştirilerek zombi şirketlerin varlığını azaltacak önlemlerin alınmasının, ekonomik büyüme ve gelişmenin önündeki engellerin ortadan kaldırılabilmesi için önemli bir etkiye sahip olacağı düşünülmektedir.

Bilim Kodu : D24, E22, G32
Anahtar Kelimeler : Zombi Şirketler, panel veri analizi, faiz karşılama oranı
Sayfa Adedi : 159
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Emine Ebru AKSOY

Zombie Companies' Characteristics, Determinants and Effects on the Economy

(Ph. D. Thesis)

Zeynep KAPLAN

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

July 2024

ABSTRACT

Zombie companies are defined as the ones that are unable to cover interest payments from current profits and that manage to survive with various corporate supports even though they should have exited the market under normal competitive conditions. By keeping scarce resources in their hands, these companies prevent them from being allocated to healthy companies that can use them more effectively, thus causing the country's economy to stagnate. The purpose of this study is to investigate the existence of zombie companies in Turkey, their characteristics and their effects on the performance of healthy companies operating in the same industry. In this context, company-level data for the period 2006-2022 obtained from the Enterprise Information System database was used. According to the empirical findings, the prevalence of zombie companies has generally risen since the beginning of the analysis period, and an increase in the share of capital sunk in zombies in an industry reduces investment rate and employment growth of healthy companies in that industry and increases the multi-factor productivity gap between zombie and healthy companies. These companies are companies with insufficient liquidity, high leverage, low profitability, large assets, young age and fewer employees. Based on the results, it is thought that taking measures to reduce the existence of zombie companies by developing long-term market-oriented policies will have a significant impact on eliminating the obstacles to economic growth and development.

Science Code : D24, E22, G32
Key Words : Zombie companies, panel data analysis, interest coverage ratio
Page Number : 159
Supervisor : Prof. Dr. Emine Ebru AKSOY

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLoların LİSTESİ	viii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	ix
KISALTMALAR	x
1. GİRİŞ	1
2. ZOMBİ ŞİRKETLERİN TANIMLANMASI, KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ VE YAYGINLIĞI	7
2.1. Zombi Şirketlerin Tanımlanmasında Kullanılan Yaklaşımlar	7
2.1.1. Sübvansiyonlu Kredi Kullanma Yaklaşımı	9
2.1.2. Finansal Performans Yaklaşımı	15
2.2. Zombi Şirketlerin Karakteristik Özellikleri	23
2.2.1. Finansal Özellikler	23
2.2.1.1. Teknik likidite	23
2.2.1.2. Finansal kaldıraç	24
2.2.1.3. Varlık kullanımında etkinlik	26
2.2.1.4. Karlılık	27
2.2.2. Finansal Olmayan Özellikler	29
2.2.2.1. Büyüklük	29
2.2.2.2. Yaş	33
2.2.2.3. Faaliyet alanı	35
2.2.2.4. Konum	37
2.3. Zombi Şirketlerin Yaygınlığı	38
2.3.1. Japonya ile Diğer Asya ve Afrika Ülkeleri	39
2.3.2. Avrupa Ülkeleri	42
2.3.3. Amerika Birleşik Devletleri ve Diğer Amerika Ülkeleri	45
2.3.4. Türkiye	46
3. ZOMBİ ŞİRKETLERİN BELİRLEYİCİLERİ VE EKONOMİ ÜZERİNE OLASI ETKİLERİ	49
3.1. Zombi Şirketlerin Belirleyicileri	49
3.1.1. Zombi Şirketleri Belirleyen Genel Faktörler	49
3.1.1.1. Bankaların kredilendirme politikaları	50
3.1.1.2. Merkez bankalarının faiz politikaları	55

3.1.1.3. Kamu müdahaleleri	59
3.1.1.4. İflas rejimleri	62
3.1.2. Zombi Şirketleri Belirleyen Türkiye'ye Özgü Faktörler	65
3.1.2.1. Makroekonomik koşullar	65
3.1.2.2. Şirketlerin finansal yapıları	73
3.1.2.3. İflas rejiminin görünümü	76
3.2. Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Olası Etkileri	80
3.2.1. Yaratıcı Yıkım Sürecinin İşlemesini Engellemesi	82
3.2.2. Kaynak Tahsisinde Etkinliği Azaltması	84
3.2.3. Yatırım ve İstihdam Artışını Baskılaması	87
3.2.4. Verimlilik Artışını Yavaşlatması	90
4. TÜRKİYE'DE ZOMBİ ŞİRKETLERİN YAYGINLIĞININ VE EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN ANALİZİ	95
4.1. Çalışmanın Amacı, Önemi ve Kısıtları	95
4.2. Literatür Taraması	96
4.3. Çalışmanın Veri Seti ve Değişkenleri	99
4.4. Çalışmanın Yöntemi	104
4.4.1. Zombi Şirketlerin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntem	104
4.4.2. Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Etkilerinin Analizinde Kullanılan Yöntem	109
4.5. Çalışmada Elde Edilen Bulgular	113
4.5.1. Türkiye'deki Zombi Şirketlerin Genel Özellikleri	113
4.5.1.1. Zombi şirketlerin yaygınlığı	113
4.5.1.2. Zombi şirketlerin karakteristik özelliği	121
4.5.1.2.1. Finansal özellikler	122
4.5.1.2.2. Finansal olmayan özellikler	124
4.5.1.3. Zombi statüsünün devamlılığı	132
4.5.2. Türkiye'deki Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Etkilerinin Analizi	137
5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	143
KAYNAKLAR	149
EKLER	155
EK-1. Türkiye'deki şirketlerin finansal yapılarının genel görünüm	155
EK-2. Ekonomik faaliyetlerin istatistikî sınıflaması (Nace Rev.2)'na göre iki haneli sektör kodları	157
ÖZGEÇMİŞ	159

TABLULARIN LİSTESİ

Tablo 4.1. Şirketlerin ölçek sınıflandırması ve veri kümesindeki ağırlıkları	101
Tablo 4.2. Zombi şirket belirlemede kullanılan değişkenler ve açıklamaları	102
Tablo 4.3. Ekonomik etkiler analizinde kullanılan değişkenler ve açıklamaları.....	103
Tablo 4.4. Sağlıklı ve zombi şirketlerin finansal özelliklere göre karşılaştırılması	122
Tablo 4.5. Özet istatistikler.....	138
Tablo 4.6. Panel regresyon sonuçları.....	139
Tablo 5.1. Tahmin sonuçlarına ilişkin beklenen ve elde edilen bulguların karşılaştırılması	146

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil 3.1. Cari fiyatlarla GSYH (milyar dolar).....	66
Şekil 3.2. GSYH büyüme oranları (%).....	67
Şekil 3.3. Kişi başına düşen GSYH (dolar).....	68
Şekil 3.4. Ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları (%).....	69
Şekil 3.5. Bankacılık sektörü tasfiye olunacak ticari krediler (milyon TL).....	71
Şekil 3.6. OECD ülkelerinin iflas rejimi göstergesi sıralaması.....	79
Şekil 4.1. Türkiye’de eşit ve varlık ağırlıklı zombi payları.....	115
Şekil 4.2. Alternatif zombi tanımına göre tespit edilen zombi şirket yaygınlığı.....	117
Şekil 4.3. Seçilmiş finansal göstergelere göre hesaplanan şirket payları.....	119
Şekil 4.4. İstihdam aralıklarına göre zombi şirket payları ve dağılımı.....	125
Şekil 4.5. Yaş aralıklarına göre zombi şirket payları ve dağılımı.....	126
Şekil 4.6. Zombi şirket paylarına göre illerin sıralaması.....	127
Şekil 4.7. Zombi şirket sayılarına göre illerin sıralaması.....	128
Şekil 4.8. Sektörler itibariyle zombi şirket payları.....	129
Şekil 4.9. Ölçek türlerine göre zombi şirket payları ve dağılımı.....	130
Şekil 4.10. Vergi mükellefiyet türüne göre zombi şirket payları ve dağılımı.....	131
Şekil 4.11. Teknoloji düzeyine göre zombi şirket payları ve dağılımı.....	131
Şekil 4.12. Yıllar itibariyle zombi statüsünde kalma olasılığı.....	132
Şekil 4.13. Zombi statüsünde kalma süresi.....	133
Şekil 4.14. Zombi şirketlerin sağlıklı hale gelme olasılığı.....	135
Şekil 4.15 Faaliyetlerini terk eden zombi şirket oranları.....	136

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
FAVÖK	Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FKO	Faiz Karşılama Oranı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GBS	Girişimci Bilgi Sistemi
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (İng: International Monetary Fund)
İİK	İcra İflas Kanunu
KGF	Kredi Garanti Fonu
OECD	İktisadi İş Birliği ve Kalkınma Teşkilatı (İng: Organisation for Economic Co-operation and Development)
OMT	Kesin Parasal İşlemler Programı (İng: Outright Monetary Transactions)
TL	Türk Lirası
TTK	Türk Ticaret Kanunu

1. GİRİŞ

Şirketlerin sağlığı, hissedar servetini maksimize etme amacının sağlanması açısından büyük bir öneme sahiptir. Sağlıklı bir Şirket; borç yükümlülüklerinin üzerinde gelir sağlayan, yeterli düzeyde likidite seviyesini koruyan, yükümlülüklerini vadesi geldiğinde yerine getirebilen, kısa ve orta vadede karlı hale gelen Şirketlerdir (Naimo ve Ogbeide, 2022: 141). Bu kriterleri karşılayamayan Şirketler ise zombi statüsüne kaymakta ve normal rekabet koşullarında birleşme veya bölünme Şeklinde yeniden yapılanmaları ya da iflas veya batma yoluyla tasfiye edilerek piyasadan çekilmeleri gerekmektedir (Goto ve Wilbur, 2019:7). Böylece kaynaklar, büyüme potansiyeline sahip yenilikçi Şirketlere aktarılarak daha verimli kullanılabilir ve piyasanın yeniden kendi dinamizmini sağlaması mümkün olabilecektir (Logarusic ve Kristic, 2022: 121). Ancak, düşük performans göstermelerine rağmen bu sağlıksız Şirketlerin uzunca bir süre hayatta kalmayı baŐardıkları görülmektedir. Literatürde kendilerinden "zombi Şirket" olarak bahsedilen bu Şirketler, piyasadan çekilmeleri halinde işleyecek olan yaratıcı yıkım sürecini baltalamakta, üretim faktörlerini ellerinde tutarak sağlıklı Şirketler için haksız rekabet ortamı yaratmaktadırlar (Caballero vd., 2008: 1946).

Ekonomide zombi terimi ilk kez Edward J. Kane (1987) tarafından, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1980'lerdeki kredi ve tasarruf mevduatı krizi sırasında iflas etme aşamasına gelmiş, ancak hayatta tutulan bir finansal kurumu tanımlamak için kullanılmıştır. 1990'ların sonlarında, Japonya'daki aşırı kaldıraçlı Şirketleri ifade etmek için gazeteciler tarafından kullanılmaya başlanan zombi Şirket terimi, 2000'li yıllarda akademik çalışmalarda yer almaya başlamıştır. Caballero vd. (2008) ile McGowan vd. (2017a) gibi literatürün nc çalışmalarında bu terim, kar elde etme ve hatta borç faizlerini olağan faaliyetlerinden elde ettikleri gelirlerle karşılama konusundaki yetersizliklerine rağmen, ucuz banka kredileri ve devlet sbvansiyonlarıyla desteklenerek hayatta tutulmaya çalıŐılan ve sağlıklı Şirketlerle beslenen l Şirketleri kapsayacak Şekilde geniŐletilmiŐtir. Daha sonra bu tür Şirketler üzerinde yapılan birçok çalışmada da bu terim kullanılmıştır. Sayıca az da olsa bazı araŐtırmalarda, bu tür Şirketlerden "düşük kaliteli Şirketler", "faaliyet göstermesine imkan kalmamıŐ Şirketler" veya "sorunlu Şirketler" olarak söz edilmiştir.

Zombi şirket konusu literatürde, Japonya’da 1990’larda varlık fiyatlarında görülen balonun çöküşünü takip eden yıllardaki makroekonomik durgunluğun uzaması ve derinliğinin artmasında, banka faaliyetlerinin rolü üzerine yapılan çalışmalarla yer almaya başlamış; küresel finansal ve Avrupa borç krizlerinin ardından çoğu gelişmiş ülkede görülen çıktı artışındaki ve ekonomik toparlanma sürecindeki yavaşlamanın olası nedenleri olarak, zombi şirketlerin sayısındaki artışın gösterildiği çalışmalarla popülerlik kazanmıştır. Politik ve akademik camianın artan ilgisiyle, zombi şirketlerin ekonomik durgunluğun başlıca nedenlerinden biri olduğu ve küresel finansal krizden sonra toparlanmaya çalışan tüm ekonomiler için potansiyel bir tehdit oluşturduğu ve bu sebeple yayılmalarının engellenmesi gerektiği, üzerinde uzlaşılan bir görüş haline gelmiş ve zombi şirketler uluslararası bir çalışma konusuna dönüşmüştür. Son zamanlarda özellikle Covid-19 salgını sırasında yaşanan ciddi gelir kayıplarını telafi edebilmek için şirketlere sağlanan daha önce benzeri görülmemiş kamu desteklerinin olası etkilerine odaklanan çalışmalar, yeniden zombi şirket sorununun önemli bir konu olduğunu gözler önüne sermişlerdir.

Teorik olarak zombi şirketler; mali sicili zayıf (Silva ve Gonçalves, 2022: 2), çok düşük üretkenlik ve karlılığa sahip, bırakın borçlarının anaparasını faiz yükümlülüklerini dahi yerine getirmede sürekli zorluk yaşayan, (istisnai bir durgunluk ya da sistemik bir krizin olmadığı) normal koşullar altında rekabetçi piyasadan çekilmesi gereken (Rodano ve Sette, 2019: 6), ancak devlet desteği veya mali kurumsal yardımlar gibi faktörlerle faaliyetlerine devam edebilen şirketlerdir (Altman vd., 2022: 2). İktisadi bir bakış açısına göre zombi şirketler çeşitli açılardan sakıncalı görülmektedirler: karsızdırlar, borçludurlar, devlet desteklidirler ve varlıklarının bir bütün olarak ekonomiyi olumsuz yönde etkilediği varsayıldığı için potansiyel olarak tehlikelidirler (Hilmar vd., 2022: 2).

Zombi şirketlerin ortaya çıkışının arkasında yatan kilit faktörün, bankaların özellikle sermaye yeterlilik oranlarını olumsuz etkileyebilecek kredi zararlarından kaçınmak için, ödeme güçlüğü çeken şirketlere uygun koşullarda sağladıkları kredilerin olduğu yönünde genel bir kabul bulunmaktadır. Merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikaları sonucu oluşan düşük faiz oranları da, bankaları daha yüksek getiriler elde edebilmek için riskli şirketlere yönelmekte ve böylece sorunlu şirketlerin yeni ve ucuz finansmana erişimini kolaylaştırmaktadır. Bunların

yanı sıra devlet yönetimleri istihdamı, sosyal istikrarı ve ekonomik büyümeyi sürdürmek amacıyla, çeşitli sübvansiyon programları aracılığıyla, iflasla karşı karşıya kalan şirketlere rutin olarak finansal kaynak sağlamak ve böylece bu şirketlerin piyasada kalmalarına yardımcı olmaktadır. Ayrıca, ülkelerin iflas rejimlerinin, geçici finansal sıkıntıya sahip ancak yaşayabilir şirketlerin toparlanmasını ve kötü performans gösteren şirketlerin de zamanında ve minimum maliyetle piyasadan çıkışını ne ölçüde sağladığı, zombi şirket oluşumu üzerinde etkilidir.

Zombi şirketler, salt kendileri verimsiz olduklarından değil, aynı zamanda piyasanın işleyişini bozdukları ve zombi olmayan sağlıklı şirketlerin rekabet gücünü ve yenilikçiliğini baltaladıklarından, yayılma etkisi göstererek ekonominin tamamı için potansiyel bir tehdit oluşturmaktadırlar. Yapılan ampirik çalışmalar, zombi şirketlerin varlığının, başarı potansiyeli yüksek genç şirketlerin piyasaya girişini ve daha üretken mevcut sağlıklı şirketlerin büyümesini engelleyerek, yaratıcı yıkım sürecinin işlerliğini olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bu şirketler, risklilikleri göz önüne alındığında, finansal kaynakları haksız yere düşük maliyet oranlarıyla kullanarak, sağlıklı şirketlerin dış finansman kaynaklarına erişim imkanlarını baskılamak ve böylece yeni yatırımlara girişmelerini engellemektedir. Yatırımlar üzerindeki bu dışlayıcı etkiye benzer bir mekanizma, işgücü piyasasında da işlemektedir. Zombi şirketlerin faaliyetlerini sürdürmeye devam ederek istihdam taleplerini canlı tutmaları, piyasa ücretlerinin olması gerekenden daha yüksek tutulmasına neden olmakta ve bu şekilde yaratılan çarpıklıklar, sağlıklı şirketlerin istihdam cinsinden büyüme olanaklarını da sınırlamaktadır.

Kaynak tahsisinde etkinliği sağlamak, geleneksel endüstrilerden gelişmekte olan endüstrilere dönüşümü teşvik etmek, toplam faktör verimliliğini ve inovasyon gücünü artırmak ve böylece ekonomik büyümeyi teşvik etmek için zombi şirketlerin oluşum nedenlerini, onların ekonomi açısından yaratacakları olumsuz etkileri tespit etmek, akademik araştırmacıların ve politika yapıcıların üzerinde titizlikle durmaları gereken konulardır. Bu düşünceden yola çıkılarak, bu tez çalışmasında 2006-2022 döneminde Türkiye’de zombi şirketlerin varlığı, temel karakteristik özellikleri, ortaya çıkış nedenleri ve ekonomi üzerindeki etkileri tahmin edilmeye çalışılacaktır. Böylece, Türkiye’de yaşanan ekonomik problemlerin arkasındaki potansiyel itici güçlerden birisine ışık tutma imkanına kavuşulacaktır. Çalışmadan elde edilecek bulguların,

politika yapıcıların zombi şirketlerin bir bütün olarak ekonomi üzerinde yaratabilecekleri etkiyi dikkate ve değerlendirmeye almaları ve buna uygun olarak gerekli politikaları geliştirmeleri konusunda önemli etkileri olabileceği düşünülmektedir.

Bu çalışma daha önce yapılan benzer çalışmalardan çeşitli açılardan farklılıklar içermektedir. Öncelikle, Türkiye’de yerleşik tüm şirket verilerinin yer aldığı yeni ve en geniş veri seti olma özelliği gösteren Girişimci Bilgi Sistemi (GBS) veri tabanından yararlanılmış olması önemli bir farklılıktır. Literatürdeki öncü çalışmalarda (Caballero vd., 2008; Banerjee ve Hofmann, 2020) ağırlıklı olarak, daha az gözlem imkanı sağlayan, borsada işlem gören şirketlere odaklanılmış olduğu düşünüldüğünde; her büyüklükte ve geniş bir sektör aralığında faaliyet gösteren şirketlere ait finansal ve diğer verilerin yer aldığı GBS veri seti kullanılarak elde edilen ampirik bulguların, Türkiye ekonomisinin gerçekliğini temsil etme kabiliyetinin yüksek olduğu söylenebilir. Bununla beraber, gözlem yıllarının (2006-2022) uzun ve günümüze yakın bir dönemi kapsamı, özellikle ekonomik sonuçlarının merak edildiği pandemi yıllarını da içermesi (2020 ve 2021) önemlidir.

Türkiye’de zombi şirketlerin varlığının araştırıldığı önceki çalışmalarda, incelenen dönem boyunca örneklemedeki şirketlerin ortalama olarak ne kadarının zombi şirket kriterlerini taşıdığı yönünde analiz yapılmış; bu şirket paylarında yıllar itibariyle görülen eğilim hakkında bir inceleme yapılmamıştır. Bu açıdan çalışmanın en büyük kazanımlarından biri, Türkiye’de zombi şirket paylarına yönelik eğilim analizinin de gerçekleştirilmesi ve görülecek artış ve azalışların hangi dönemsel olaylarla ilişkili olabileceği konusunda çıkarımlarda bulunulmasıdır. Aynı zamanda bu şirketlerin yaygınlığının hangi sektörlerde yoğunluk kazandığı, hangi illerin durumunun kritik olduğu tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Tespit edilen zombi şirketlerin karakteristik özellikleri incelenerek, bu özelliklerin literatürden ayrışıp ayrışmadığı, ayrışıyor ise bunun Türkiye’ye özgü hangi durumlardan kaynaklanıyor olabileceği üzerinde de durulmaktadır.

Çalışmayla, literatürdeki zombi şirket tanımlama yöntemlerinin eksik yönleri göz önünde bulundurularak, farklı bir yöntem geliştirilmekte ve böylece zombi şirketlerin tanımlanmasına metodolojik bir katkı da sağlanmaktadır. Bu kapsamda, McGowan vd. (2017a) tarafından kullanılan yöntemden yola çıkılarak, bu yöntemle

getirilen en önemli eleştirilerden biri olan on yaşın altındaki genç şirketlerin değerlendirme dışı tutulması ve sadece geçmiş performansa odaklanılması yönündeki eleştirilere ilave yatırım kriteri getirilerek cevap verilmektedir. Söz konusu kriter, gelecekte nakit akışı yaratma potansiyeli bulunan yatırımları bugün gerçekleştiren şirketlerin zombi olarak nitelendirilmesini engellemektedir. Böylece, Banerjee ve Hofmann (2020) tarafından sadece borsada işlem gören şirketler için Tobin Q oranı kullanılarak kolayca tahmin edilebilen, gelecekte büyüme potansiyeli gösterme özelliğinin farklı açıdan ölçümü, borsaya kayıtlı olan veya olmayan tüm şirketler açısından sağlanabilmektedir. Dolayısıyla sadece genç şirketlerin değil aynı zamanda büyüyen şirketlerin de hatalı bir şekilde zombi olarak sınıflandırılması engellenmektedir.

Çalışmanın analiz bölümünde, zombi şirketlerde tutulan kaynakların sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bu kapsamda 2006-2022 döneminde Türkiye'deki zombi şirketlerin aynı sektörde faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin yatırım oranı, istihdam artışı ve verimlilik seviyesi üzerinde etkileri analiz edilmektedir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Girişi izleyen ikinci bölümde literatürden yola çıkılarak zombi şirketlerin nasıl tanımlandığı, bir şirketin zombi olarak sınıflandırılabilmesi için hangi kriterleri taşıması gerektiği, bu şirketleri sağlıklı şirketlerden ayıran temel karakteristik özelliklerin neler olduğu ve küresel bağlamda yaygınlıklarının görünümü üzerinde durulmaktadır. Üçüncü bölümde, zombi şirketlerin ortaya çıkış nedenlerini ifade eden potansiyel belirleyicilerine ve ekonomi üzerindeki etkilerine ilişkin teorik yapı ve ampirik çalışmalar ortaya konulmakta, böylece çalışma sorusunun ve hipotezinin geliştirilmesi sağlanmaktadır. Dördüncü bölümde, analizde kullanılan veri seti ve temel değişkenler açıklanmakta, zombi şirket tanımına uygun olarak geliştirilen metodoloji sunulmakta, nihayetinde zombi şirketlerin sektörler ve yıllar itibarıyla payları, karakteristik özellikleri ve zombi statüsünün kalıcılığı tespit edilmektedir. Aynı bölümde zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki etkilerini tahmin etmek için kullanılacak ekonometrik model açıklanarak, analizden elde edilen sonuçlar yorumlanmaktadır. Sonuç ve değerlendirme bölümünde ise; çalışmanın temel sonuçları özetlenmekte, bunların

Türkiye ekonomisi açısından çıkarımları tartışılmakta ve politika yapıcılara zombi şirket sorununa ilişkin yol gösterici olabilecek değerlendirmelerde bulunmaktadır.



2. ZOMBİ ŞİRKETLERİN TANIMLANMASI, KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ VE YAYGINLIĞI

Çalışmanın bu bölümünde bir şirketi zombi şirket olarak tanımlamak için gereken kriterler, bu şirketleri sağlıklı emsallerinden ayıran temel özellikler ve zombi şirket yaygınlığının küresel ölçekteki görünümü ele alınmaktadır.

2.1. Zombi Şirketlerin Tanımlanmasında Kullanılan Yaklaşımlar

Zombi şirketler, finansal yükümlülüklerinin faizini ödeyebilmek için birkaç yıl üst üste mücadele etmiş ve iyi işleyen, rekabetçi bir piyasada birleşme veya bölünme yoluyla yeniden yapılanmayla ya da iflas veya batma yoluyla tasfiye edilerek varlıklarını sona erdirmeleri gerekirken, bunun yerine "canlı" kalabilmeyi başarmış şirketlerdir (Cella, 2020: 6). Aslında iflas etme aşamasına gelmiş ve toparlanabilmek için çok az umut vadeden bu şirketler, devletin veya borç veren kurumların zamanında ve uygun koşullarda sağladıkları yardımlarla, finansal yükümlülüklerinin bir bölümünü yerine getirme kabiliyeti kazanarak faaliyetlerini sürdürebilmektedirler. Faaliyetlerinin devam etmesi sebebiyle de “yaşayan ölü” olarak kabul edilmektedirler (Naimo ve Ogbeide, 2022: 141).

Geniş bir tanımlamayla zombi şirketler; mali sicili zayıf (Silva ve Gonçalves, 2022: 2), çok düşük üretkenlik ve karlılık seviyesine sahip, faiz yükümlülüklerini yerine getirmede sürekli zorluk yaşayan, (istisnai bir durgunluk ya da sistemik bir krizin olmadığı) normal koşullar altında rekabetçi piyasadan çekilmesi gereken (Rodano ve Sette, 2019: 6), ancak çeşitli finansal desteklerle faaliyetlerine devam edebilen şirketlerdir (Altman vd., 2022: 2). Türkiye'nin On Birinci Kalkınma Planı'nda da zombi şirketlerden bahsedilmekte ve bu şirketler; “Finansal sistemden temin edilen krediler ile yaşamayı sürdüren ancak verimlilik ve istihdam açısından ekonomiye katkıları yok denecek kadar düşük olan ve ilerisi için yüksek kredi riski taşıyan KOBİ'ler” olarak tanımlanmaktadır (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2019: 66).

Zombi şirketler hakkında farklı tanımlamalar yapılmakla beraber, özünde bu şirketleri karakterize eden temel özellik olarak, finansal performansının yetersiz olmasının yanı sıra finansal desteğin varlığının da aranması konusunda günümüz araştırmacıları görüş birliği sağlamaktadır (Yamada vd., 2023: 3). Bu temel özellikten

biri olan yetersiz finansal performans, tipik olarak işletme girdilerini karşılamaya yetecek seviyede getiri elde edilememesini ifade etmektedir. Uygulamada bu, işletme karının bir ölçüsünün (genellikle işçilere ve ara girdilere ödeme yapıldıktan sonra kalan marjın), sermayenin karşılığı olan faiz giderleri ile karşılaştırılması yoluyla tespit edilmektedir (Rodano ve Sette, 2019: 5). Böylece, borçların ana para yükümlülükleri bir yana faiz ödemelerini dahi karşılamaya yetmeyecek bir getiri düzeyinin varlığı söz konusu olmaktadır. Ancak tek başına finansal sıkıntı içerisinde bulunmak zombi şirket olmak için yeterli görülmemektedir. Kendi kendine yetememe durumundaki şirkete, kredi kurumları ve devlet desteği ile korunma sağlanması, bir başka ifadeyle finansal desteğin bulunması da gerekmektedir (Wang vd., 2022: 3). Dolayısıyla, her sıkıntılı şirketin mutlaka zombi şirket olarak değerlendirilmesi mümkün değildir, zombi şirketler sıkıntılı şirketlerin bir alt kümesini oluşturmaktadır.

Zombi şirketlerin ortaya çıkış nedenlerini ve ekonomi üzerindeki muhtemel etkilerini araştırabilmek için, öncelikli olarak, hangi şirketlerin zombi olarak nitelendirileceğinin doğru tespit edilmesi önemli bir konudur. Bu şirketlerin tespit edilmesinde uygulanacak kriterlerin seçiminin, araştırma sonuçlarını önemli ölçüde etkileyebileceği düşünülmektedir. Literatürde, zombi şirketlerin yetersiz finansal performans göstermelerine rağmen, finansal destek alarak hayatta kalmayı başaran şirketler olduğu konusunda bir görüş birliği sağlanmış olsa da bu tarifin nicel bir tanıma dönüştürülmesinde oldukça zorlanıldığı ve fikir birliği sağlanmadığı görülmektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8). Çalışmalar kendine özgü sınırlılıklara, avantaj ve dezavantajlara sahip farklı tanımlar sunmakta ve bu tanımlara bağlı olarak farklı metodolojiler geliştirmektedirler. Zombi şirket tanımına uygun yöntemin belirlenebilmesinde önemli olan, ele alınan araştırma sorusuna ve kullanılan veri tabanına uygun bir yöntemin belirlenmesi ve bu yöntemin örneklemdeki tüm şirketleri doğru kategoriye dahil edebilmeyi başarabilmesidir.

Zombi şirketlerin tanımlanmasında, yararlanılan veri setindeki ve incelenen ülke ekonomilerinin yapısındaki farklılıklara bağlı olarak, temelde iki yaklaşım etrafında toplanılmıştır. Bunlar; şirketlerin sübvansiyonlu kredi kullandırılma yoluyla bankalar tarafından korunmalarına veya finansal tablo kalemlerinden elde edilen verilerle hesaplanan bazı temel finansal göstergelerinde görülen kalıcı zayıflıklara dayanılarak

yapılan ayrımlardır (Acharya vd., 2022: 2). Aşağıda bu ayrımdan yola çıkılarak yapılan sınıflandırmaya yer verilmektedir.

2.1.1. Sübvansiyonlu Kredi Kullanma Yaklaşımı

Zombi şirketleri tanımlamaya yönelik ilk yaklaşım, Japonya’da yüksek finansal destek alan şirketler üzerine araştırma yapan Caballero vd. (2008) tarafından geliştirilen ve literatüre "CHK Modeli" olarak geçen yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, toparlanma olasılığı olmadığından, normal rekabet koşullarında piyasadan çıkması gereken, ancak kredi verenlerin desteğiyle piyasada kalmasına izin verilen şirketler zombi şirket olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım çerçevesinde; şirketin avantajlı faiz oranlarından sübvansiyonlu banka kredisi kullanıp kullanmadığı, zombi olarak nitelendirilmesinde temel kriteri oluşturmaktadır. Doğrudan faiz oranı sübvansiyonunu içeren kredi desteğine odaklanan bu yaklaşımda, şirketlerin fiilen ödedikleri faiz tutarları, şirketin borç yapısı ve sadece kredibilitesi yüksek müşterilere uygulanan faiz oranına dayalı olarak tahmin edilen minimum faiz ödemesi ile karşılaştırılmaktadır. Fiilen ödenen faizin hesaplanan minimum faiz ödemesinin altında olması, şirket tarafından sübvansiyonlu kredi kullanıldığı anlamına gelmektedir (Caballero vd., 2008: 1949).

CHK yaklaşımında kullanılan, her bir şirketin beklenen minimum faiz ödemesi aşağıdaki eşitlik yoluyla hesaplanmaktadır:

$$R_{i,t}^* = r_{s_{t-1}} BS_{i,t-1} + \left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 r_{l_{t-j}} \right) BL_{i,t-1} + r_{cb_{son\ 5\ yıl,t}} X Tahvil_{i,t-1} \quad (2.1)$$

$BS_{i,t}$, $BL_{i,t}$ ve $Tahvil_{i,t}$ sırasıyla t yılının sonunda i şirketine ait kısa vadeli banka kredileri (bir yıldan az), uzun vadeli banka kredileri (bir yıldan uzun) ve vadesi gelmemiş tahvilleri (dönüştürülebilir ve varanta bağlı tahviller dahil); r_{s_t} , r_{l_t} ve $r_{cb_{son\ 5\ yıl,t}}$ ise sırasıyla t yılında kredibilitesi yüksek müşterilere uygulanan ortalama kısa vadeli faiz oranını, ortalama uzun vadeli faiz oranını ve t’den önceki son beş yılda ihraç edilen herhangi bir şirket tahviline uygulanan minimum kupon oranını temsil etmektedir.

Eğer bir şirket tarafından fiilen ödenen faiz tutarı, hesaplanan minimum faiz tutarından daha düşükse (Caballero vd., 2008: 1949); bir diğer ifadeyle bir şirket

kredibilitesi yüksek müşterilerden¹ daha düşük bir maliyetle kredi sağlamışsa (Wang ve zhu, 2020: 7) zombi şirket olarak sınıflandırılmaktadır. Sübvansiyonlu kredi kullandığı tahmin edilen ve böylece zombi şirket olarak nitelendirilen bir şirketin sağladığı faiz sübvansiyonu (faiz farkı) ise Eş. 2.2 ile hesaplanmaktadır (Han vd., 2020: 9):

$$Faizfark_{it} = \frac{R_{it} - R_{it}^*}{BS_{i,t-1} + BL_{i,t-1} + Bonds_{i,t-1}} \quad (2.2)$$

R_{it} , şirketlerin finansal yükümlülükleri karşılığında fiilen ödedikleri faiz tutarını temsil etmektedir. Eş. 2.2'nin payı; fiilen ödenen faiz tutarından, hesaplanan minimum faiz ödemesinin düşülmesi ile bulunan ($R_{it} - R_{it}^*$), şirketlerin bankalardan aldıkları faiz sübvansiyonu kotasını göstermektedir. Eşitliğin paydası ise, şirketlerin dönem başındaki toplam borç yükümlülüklerini ifade etmektedir. Eğer, $faizfark_{it} < 0$ ise, i şirketinin faiz sübvansiyonu sağladığı kabul edilmekte ve şirket zombi olarak sınıflandırılmaktadır (Caballero vd., 2008: 1949).

CHK yaklaşımının arkasında yatan temel fikir; sorunlu şirketlerin hayatta kalabilmek için önemli ölçüde faiz indirimi almış olmaları gerektiğidir. Bu nedenle, faiz ödemeleri sağlıklı şirketlerin faiz ödemelerinden daha düşük olmalıdır (Fukuda ve Nakamura, 2011: 1126). Gerçekten de Caballero vd. (2008), 1982-2002 yılları arasında 2 500'e yakın Japon şirketinin verilerine dayanarak gerçekleştirdikleri araştırmalarında, büyük bankaların sorunlu şirketlere “zombi kredisi” olarak adlandırılan bir uygulamayla, aşırı düşük faiz oranlarından yüksek tutarlı borç verdiklerini tespit etmişlerdir.

Şirketleri verimliliklerine veya karlılıklarına bakarak değil, yalnızca sübvansiyonlu kredi alıp almadıklarına göre zombi olarak sınıflandıran CHK yaklaşımının avantajı, zombi şirketlerin ekonomi üzerindeki etkisini yansız değerlendirme imkanı sunabilmesidir. Bu tanımlamanın yerine, şirketlerin faaliyet sonuçları değerlendirilerek, daha düşük performanslı şirketlerin zombi olarak belirlenmesi durumunda, tanım gereği zombi şirketlerin ağırlıklı olduğu sektörlerin daha düşük karlılığa ve muhtemelen düşük büyümeye sahip olduğu sonucuna doğal

¹ Çalışmada kredi derecelendirme kuruluşları olan S&P, Moody's veya Fitch tarafından yayınlanan medyan notu en az AA olan şirketler, kredibilitesi yüksek şirketler olarak değerlendirilmiştir.

olarak ulaşılabilecektir. Finansal performansa odaklanmayan CHK yaklaşımıyla bu ilişkinin doğrudan kabulü yerine, test edilmesi imkanı doğmaktadır (Caballero vd., 2008: 1947).

CHK yaklaşımının dezavantajı ise, şirketlerin sübvansiyonlu kredi alıp almadığını tespit edebilmek için, minimum faiz ödemesinin hesaplanmasında kullanılan faiz oranının belirlenmesindeki, bir başka ifadeyle bir şirketin kredibilitesi yüksek olsaydı ödeyeceği minimum piyasa faizinin tanımlanmasındaki güçlüktür. Bununla beraber, fiilen ödenen faiz tutarının karşılaştırılacağı minimum faiz tutarının doğru hesaplanabilmesi için, şirketlerin kullandıkları banka kredileri ile ihraç ettikleri tahvil ve ticari senetler gibi diğer borçlanma araçlarının tutarları ve kesin vadeleri, bunlara ait faiz ödemeleri hakkında çok ayrıntılı bilgilere gereksinim duyulmaktadır. Caballero vd. (2008)'nin çalışmalarında, kredibilitesi yüksek şirketlere ait referans faiz oranını hesaplamanın mümkün olduğu ve halka açık bilgilerin yer aldığı borsada işlem gören şirketlere odaklanılmış olması, yıllık en fazla 2 500 şirketten oluşan dar kapsamlı bir veri setinden yararlanılması, bu tespiti daha mümkün hale getirmiştir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8). Dolayısıyla, farklı risklere sahip olan, bu nedenle şirketlere farklı finansman yükü getiren borç kalemlerinin ve her birine ait faiz ödemelerinin detaylandırılmadığı, vadelerinin anlaşılamadığı finansal tablolardan yararlanarak, halka açık olmayan şirketlerin de yer aldığı daha geniş veri tabanlarına bu yöntemin uygulanması güç ve hatta imkansız görölmektedir.

CHK yaklaşımının bir başka eksik görölen yanı, zombi şirketlerin hatayla sağlıklı şirket olarak sınıflandırılmasına neden olabilmesidir (tip I hata). Bu şirketlerin sübvansiyonlu kredi kullanmaları, her zaman asgari orandan daha düşük bir orandan kredi kullandıkları anlamına gelmemektedir. Mevcut kredilerin vadesinin piyasa faiz oranları üzerinden ötelenmesi, teminat tutarlarında indirimine gidilmesi gibi farklı sübvansiyon yolları da bulunmaktadır. Dolayısıyla, sadece kullanılan kredinin faiz oranına odaklanmak, aslında finansal destek alan zombi şirket statüsündeki şirketlerin dışarıda tutulmasına neden olabilecektir. Nitekim Fukuda ve Nakamura (2011)'nin çalışmalarında, Japonya'da özellikle bankacılık krizi dönemlerinde oldukça sağlıksız şirketlere piyasada geçerli faiz oranlarından sürekli yenilenen krediler verildiği, dolayısıyla faiz oranı üzerinden değil de vade açasından destek sağlandığı tespit edilmiştir.

Kredibilitesi yüksek müşterilerin, bankalarla uzun süreli ilişkileri nedeniyle asgari orandan daha düşük bir faiz oranından borçlanabilmeleri mümkün olduğundan, CHK yaklaşımı sağlıklı bir şirketi hatayla zombi olarak sınıflandırabilmektedir (tip II hata)². Aslında, genel olarak borcun maliyeti birçok değişkene bağlı olduğundan, zombi şirket olmakla ödenen faiz oranı arasındaki ilişki o kadar net olamamaktadır. Özellikle zombi şirket tanımında, finansal performansın ihmal edilmesi, yüksek performans gösteren şirketlerin de zombi kategorisine dahil edilmesi hatasına neden olabilmektedir. Ancak, Hoshi ve Kim (2012)'e göre; tip II hatası Japonya için büyük bir sorun olarak görülmemektedir³. Yaklaşımında sağlıklı bir şirketin hatayla zombi olarak sınıflandırılmasına neden olabilecek bir diğer durum ise, Eş. 2.1'de borç yükümlülüklerinin hesap yılının başındaki değerinin dikkate alınarak hesaplama yapılıyor olmasıdır. Eğer sağlıklı bir şirket borç yükümlülüklerini hesap yılının içinde ödüyorsa, o yıla ait faiz oranının olduğundan daha düşük hesaplanabilmesi ve şirketin faiz oranı sübvansiyonu alıyor görünmesi mümkündür (Caballero vd., 2008: 1952).

CHK yaklaşımının neden olacağı tip I ve tip II hatalarından kaçınabilmek için, Fukuda ve Nakamura (2011) çalışmalarında, bu yöntemle ilave kriterler getirerek, yeni bir zombi şirket tanımlama modeli geliştirmişlerdir. Onlara göre 2000'li yıllarda Japonya'da, temerrüt riski düşük itibarlı şirketler de dahil olmak üzere birçok şirketin yararlanmasına izin verilen niceliksel genişletici para politikası izlendiğinden, minimum oranın altındaki faiz oranları, zombi şirketleri temsil etmek için yetersiz kalmaktadır (Rashid vd., 2022: 4). Çünkü uygulanan para politikası, bankalar arasındaki rekabeti yoğunlaştırmış ve dolayısıyla borç verme faiz oranlarını aşağı yönlü ivmelemiştir (Goto ve Wilbur, 2019: 7). Hatta günümüzde faiz oranlarının uzun dönemler boyunca çok düşük olması da sübvansiyonlu borç verme oranlarının sıfıra yakın ve hatta negatif olmasını gerektireceğinden, bu yöntemin uygulanmasını sınırlamaktadır (DeMartini ve Peter, 2021: 46). Dolayısıyla, zombi şirket olarak tanımlanabilmek için tek başına asgari tutarın altında faiz ödeniyor olması şartı artık yeterli görülmemektedir.

² Caballero vd. (2008) çalışmasında bu hatadan bahsedilmiş, tahvil derecelendirmesi yüksek olan şirketler hesaplama dışında tutularak bu hatanın azaltılabileceği belirtilmiştir.

³ Yazarlar Caballero vd. (2008) tarafından kullanılan yöntemin, sağlıklı şirketleri hatayla zombi olarak sınıflandırıp sınıflandırmadığını görmek için, kredi notu AA ve üzeri olan ve örnekleme dahil edilen şirketleri incelemiştir. Bu inceleme sonucunda, bu kategoriye giren 26 şirketin, beş yıl boyunca (1997- 2001) sadece bir tanesinin zombi şirket olarak yanlış sınıflandırıldığını tespit etmişlerdir.

Fukuda ve Nakamura (2011) tarafından geliştirilen ve literatüre "FNCHK yaklaşımı" olarak geçen modelde; zombi şirketlerin varlığını daha doğru bir şekilde ölçebilmek için getirilen ilave kriterler şöyledir:

- i. *Karlılık kriteri:* Elde edilen faaliyet karı faiz ödemesinin altında olmalıdır,
- ii. *Yenilenen kredi kriteri:* Kaldıraç oranı %50'den fazla ve cari yılda alınan kredi miktarı önceki yılda alınan kredi miktarından fazla olmalıdır.

CHK modeline karlılık kriteri, vergi öncesi karın sağlıklı şirketlerde hiçbir zaman negatif olmaması gerektiği fikrinden hareketle getirilmiştir. Yüksek kaldıraçlı ve dış borçlanmalarını sürekli artıran şirketlerin zombi sayılması için de yenilenen kredi kriteri ilave edilmiştir. Böylece, FNCHK yaklaşımının temel mantığı; negatif vergi öncesi karı ve yüksek dış borcu olan şirketlerin yeni kredi alabilmelerinin zor olması ve buna rağmen hala alabiliyorlarsa zombi şirket olma olasılıklarının yüksek olduğu düşüncesinde yatmaktadır (Fukuda ve Nakamura, 2011). Aynı zamanda, finansal açıdan sıkıntılı bir şirketin kredi kurumları tarafından korunmasının yalnızca faiz oranı sübvansiyonu ile sağlanamayacağı, bu şirketlere geri ödemede zorluklarla karşılaştıkları dönemlerde piyasada geçerli faiz oranlarından yenilenen krediler de verilebileceği fikri desteklenmiştir (Wang ve Zhu, 2020: 9).

CHK modelinin değiştirilmiş bir versiyonu olarak hızla popülerlik kazanan (Rashid vd., 2022: 4) FNCHK modeli, zombi şirketler için daha iyi bir resim sunsa da ilave kriterlerin faaliyet hayatı boyunca sadece bir dönemde geçici olarak sağlanmış olması halinde, sağlıklı bir şirketin zombi olarak tanımlanmasına neden olabilecektir. Nitekim Imai (2016), FNCHK yaklaşımının da zombi şirketlerin tanımlanmasında en uygun yöntem olamayacağını, çünkü karlardaki geçici bir düşüşün zombilik sinyali olarak yanlış yorumlanabileceğini belirtmektedir. Bu nedenle, zombi şirketleri tanımlamak için statik bir yaklaşımdan ziyade koşullara uygun dinamik bir yaklaşımın uygulanmasını savunmuştur. Bu kapsamda, FNCHK modelindeki finansal destek kriteri değiştirilmemiş, sadece karlılık kriteri değiştirilerek "düzeltilmiş kar kriteri" geliştirilmiştir. Böylece bir şirketin aşağıdaki dinamik koşulu sağlaması halinde, düzeltilmiş kar koşulunu yerine getireceği ve zombi şirket olarak tanımlanacağı belirtilmiştir (Imai, 2016: 95):

$$\sum_{m=0}^T (FVÖK_{i,t-m} - R_{i,t-m}^*) < 0 \quad (2.3)$$

Eş. 2.3'te T'nin 0'a eşit olması durumunda, bu koşul FNCHK modelindeki karlılık kriterine karşılık gelmektedir. Ancak çalışmada üç yıl boyunca hesaplanan düzeltilmiş karın negatif olması istenildiğinden T=3 dikkate alınmıştır. Başka bir açıdan ifade edilmesi gerekirse, elde edilen faiz ve vergi öncesi karın (FVÖK) faiz ödemelerinden daha düşük olması koşulunun üç yıl boyunca sağlanmış olması şartı aranmıştır.

FNCHK yaklaşımına getirilen eleştiriler, Imai (2016) tarafından da yapıldığı üzere, kullanılan modele ilave kriterler getirilerek farklı versiyonlarının geliştirilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu kapsamda Wang ve Zhu (2020) çalışmalarında; Çin'de faaliyet gösteren zombi şirketlerin önemli bir özelliği olan Çin hükümeti tarafından aşırı derecede korunmalarının da hesaba katılması gerektiğini belirtmişler ve modelde kredi kurumlarınca sağlanan sübvansiyona ilave olarak devlet sübvansiyonlarını da dikkate almışlardır. Modele göre; bir şirketin vergi sonrası karı, devlet sübvansiyonu miktarı düşülmeden önce pozitif ve düşüldükten sonra negatifse ve finansal kaldıraç %50'yi aşıyorsa, bu şirket zombi olarak sınıflandırılmıştır. Daha detaylı bakıldığında bu şirketler finansal tablolarına göre karlı görünmekle birlikte, hayatta kalmak ve faaliyetlerini sürdürmek için esas olarak devlet sübvansiyonlarına bağlı olmaktadır. Bununla beraber, FNCHK yaklaşımına yapılan eleştirilerden biri olan, ekonomik döngüselliğinden kaynaklanabilecek tek seferlik bir olumsuzluğun, şirketi zombi olarak hatalı tanımlamasından kaçınmak için, son adımda, bir şirketin yalnızca iki yıl üst üste belirtilen kriterleri sağlaması halinde zombi şirket olarak tanımlanacağı ifade edilmiştir.

Çin'de faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin hayatta kalarak zombi şirkete dönüşmelerinde devlet sübvansiyonlarının önemli bir faktör olarak görülmesi sebebiyle, Geng vd. (2021) de, FNCHK yaklaşımında kullanılan karlılık kriterini değiştirmek suretiyle bir model oluşturmuşlardır. Bu modelde, FNCHK yaklaşımında faiz ödemelerinin karşılaştırılmasında kullanılan kar tutarı olarak; şirket karından devlet sübvansiyonlarının düşülmesi yoluyla hesaplanan kar tutarı, bir başka ifadeyle sübvansiyondan arındırılmış kar dikkate alınmıştır. Genel kanı, bu şirketlerin mali tablolarında yer alan karın, gerçek karı yansıtmadığı yönündedir. Çünkü bu şirketler mali yardım, vergi indirim ve diğer sübvansiyonlar yoluyla pozitif kar elde edebilmektedir. Bu nedenle sübvansiyondan arındırılmamış karın dikkate alınması,

zombi şirketlerin olduğundan daha düşük tahmin edilmesine yol açabilmektedir (Binh vd., 2020: 2).

Zombi şirketlerin tanımlanmasında CHK yaklaşımının yetersizliklerinin giderilmesi amacıyla getirilen ancak FNCHK yaklaşımı kadar geniş kullanım alanına sahip olmayan bir başka yöntem ise Hoshi ve Kim (2012) tarafından geliştirilmiştir. Yazarlar, Koreli şirketler üzerine yaptıkları analizde, CHK yaklaşımından yararlanılması halinde yüksek performans gösteren şirketlerin zombi olarak hatalı sınıflandırıldığını tespit etmişlerdir. Bu nedenle hem finansal destek alan hem de düşük performans gösteren şirketlerin zombi olarak nitelendirilmesi gerektiği vurgulanmış ve CHK modelindeki kriterlere ilave olarak aşağıdaki iki kriterin eklendiği yöntem uygulanmıştır:

- i. Finansman giderlerinin net satışlara oranı %5'ten büyük ve
- ii. Bir önceki yıla göre banka kredilerindeki artış tutarının, kısa ve uzun vadeli banka kredisi toplamına oranı %10'dan büyük olan şirketler zombi şirket sayılmışlardır.

Hoshi ve Kim (2012) tarafından geliştirilen zombi tanımında kullanılan ilk kriter, sağlıklı şirketlerin hatayla zombi sayılmalarını engellemek için getirilmiştir. Bu kriter, düşük performansın bir göstergesi olarak kabul edilmiş ve zombi şirketlerin düşük performansa sahip oldukları belirtilmiştir. Tanımlamada kullanılan ikinci kriter ise bankalardan alınan finansal yardımın bir ölçüsünü temsil etmektedir. Dolayısıyla, düşük performans göstermesine rağmen, finansal destek almaya devam eden şirketler zombi olarak kabul edilmiştir.

2.1.2. Finansal Performans Yaklaşımı

Zombi şirketlerin sadece sübvansiyonlu banka kredisinden yararlanıp yararlanmadığına göre belirlenemeyeceği fikrinden hareket edilerek (Rashid vd., 2022: 3), bu şirketleri sağlıklı şirketlerden ayırt edebilmek amacıyla geliştirilen ikinci yaklaşım, doğrudan finansal tablo verilerine odaklanılan yaklaşımdır. Birçok ekonomide ilk yaklaşımın gerektirdiği banka-şirket ilişkisine ait detaylı bilgilerin elde edilmesinin kolay olmaması, sadece finansal tablolarda yer alan verilere dayalı yöntemlerin kullanılmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu gelişme, zombi şirket

çalışmalarının uygulama alanının genişlemesine de önemli bir katkı sağlamıştır (Şahin, 2023: 17).

Sübvansiyonlu kredi kullanma yaklaşımı, Japonya'daki zombi şirketler üzerine yapılan ve literatürün başlangıcı kabul edilen çalışmalarda kullanılmasına karşın; finansal oranların temel alındığı finansal performans yaklaşımının ise daha çok, zombi şirketlerin avantajlı faiz oranları ile ilişkilendirilmediği başta Avrupa ülkeleri ve ABD olmak üzere diğer ekonomiler üzerinde yapılan çalışmalarda kullanıldığı da görülmektedir (McGowan vd., 2017a: 15). Finansal performansın dikkate alındığı bu yaklaşımda, finansal tablo analizi yoluyla zombi şirketleri tanımlamak için bir dizi kilit göstergeden yararlanılmaktadır. Temel olarak, düşük performans gösteren ve yüksek kaldıraç oranına sahip şirketler zombi şirket sayılmakta ve bu tanımdan yola çıkılarak faiz karşılama oranı (FKO) temel kriter olarak kullanılmaktadır.

Şirketlerin bir dönem boyunca elde ettikleri faaliyet karlarının o dönemde ödedikleri finansman giderlerine oranını ifade eden ve finansal performans yaklaşımının temel kriteri olan FKO'nun, zombi şirketlerin tanımlanmasında kilit gösterge haline gelmesi, Güney Kore Merkez Bankası tarafından 2013 yılında yayınlanan Finansal İstikrar Raporu'na kadar dayanmaktadır. Bu raporda % 100'ün altında FKO'ya sahip şirketler, başka bir ifadeyle faiz giderlerini karşılamaya yetecek düzeyde FVÖK elde edemeyen şirketler, risk altındaki şirketler olarak tanımlanmıştır.⁴ Böylece rapor, daha sonra zombi şirketler üzerinde yapılan birçok çalışmada bu oranın, zombi şirketlerin belirlenmesinde temel oran olarak kullanılmasına öncülük etmiştir. Araştırmacılar, bu orana ilave olarak farklı finansal oranlar da seçerek, araştırma alanına (ülke, sektör, ekonomik yapı vs.) göre farklılaşan çeşitli modeller geliştirmişlerdir (DeMartis ve Peter, 2021: 46). Zombi şirketlerin tanımlanmasında FKO'nun dikkate alınmasının sağladığı birtakım avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (McGowan vd., 2017a: 15, Hallak vd., 2018: 5; Rashid vd., 2022: 3):

i) FKO, farklı ülke ekonomileri arasında karşılaştırma yapma olanağını güçlendirmektedir. Çünkü her ülkedeki şirketlerin faaliyetlerinden elde ettikleri kazançlara ve kullanıyorlarsa borç yükümlülükleri karşılığında ödemiş oldukları faiz

⁴ Güney Kore Merkez Bankası Raporu'nda zombi şirketler terimi kullanılmamış, bunun yerine onlardan "marjinal şirketler" olarak bahsedilmiştir.

giderlerine finansal tablolarından erişmek mümkündür, dolayısıyla finansal tablo hazırlayan tüm şirketler için FKO hesaplanabilir,

ii) FKO, zombi şirketleri hayatta tutan sübvansiyonlu krediler dışındaki diğer destek kanallarını da dikkate almaktadır. Örneğin, işletmelere verilen devlet sübvansiyonu, zayıf iflas rejimleri, gevşek para politikasının yarattığı düşük faizler, tedarikçilerden sağlanan krediler gibi banka desteği dışındaki diğer desteklerin de bu şirketlerin varlığı üzerindeki etkisini ölçebilmektedir,

iii) Uzun yıllardır şirketlerin kredi geri ödeme kapasitesini tahmin etmek için kredi analistleri tarafından bu oran yaygın olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla şirketlerin finansal sıkıntısının temsilinde önemli bir gösterge olma özelliğini korumaktadır.

Güney Kore Merkez Bankası tarafından hazırlanan raporda yapılan tanımlamadan yola çıkılarak, Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) bünyesinde hazırlanan bir çalışmada, faaliyet karlarının faiz ödemeleri ile karşılaştırıldığı FKO, yaş kriteri eklenerek zombi şirketlerin belirlenmesinde kullanılmıştır. Yakın zamana kadar yapılan birçok çalışmada da kullanılan yöntemle göre, tüm girdiler için ödeme yapıldıktan sonra elde kalan kazancın, faiz yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalması ve yaş itibarıyla olgunluk, zombi şirketlerin temel karakteristik özelliği olarak dikkate alınmıştır. Bu çerçevede, bir şirketin t_0 döneminde zombi şirket olarak tanımlanması için aşağıdaki iki koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir (McGowan vd., 2017a ve 2017b):

i) Faaliyet karının faiz ödemelerine oranı olarak hesaplanan FKO'nun birbirini izleyen üç yıl boyunca birden az olması (t_2, t_1, t_0),

ii) Şirketin 10 yaşında ya da daha büyük olması gerekmektedir.

FKO'nun payını oluşturan faaliyet karı, amortisman ve itfa payları düşüldükten sonra kalan karı, bir başka ifadeyle FVÖK'ü temsil etmektedir. Asgari 10 yaşında olunması şartı, yaşam döngülerinin ilk yıllarında bulunan, yatırımlarının getiri sağlaması ve yeterli müşteriye ulaşarak piyasada tutunması için daha zamana ihtiyacı olan ve bu nedenle kolayca negatif faaliyet karı elde edebilecek genç ve dinamik şirketlerin hatayla zombi olarak sınıflandırılmalarını engellemek için getirilmiştir. Çünkü henüz yeterli faaliyet karı elde edemeyen bu şirketler için hesaplanan FKO'nun birin altında gerçekleşme olasılığı yüksektir. Belirtilen şartların üç yıl üst üste

sağlanması koşulu ise, konjonktürel etkilerden kaynaklı tek bir dönemlik geçici bozulmaları dikkate almamayı amaçlamaktadır (McGowan vd, 2017a: 16).

McGowan vd. (2017a) tarafından geliştirilen yöntem, geçmiş dönemlerde elde edilen düşük karlılık durumuna odaklanmaktadır. Şirketlerin geçmişteki karlılığının düşük olması, kurumsal yeniden yapılandırma sürecinde olunması veya gelecekte yüksek karlar sağlayabilecek yeni yatırımlara girişilmiş olması nedenlerinden kaynaklanıyor olabilir. Bu yüzden, şirketlerin sadece geçmiş performanslarına odaklanmanın hatalı tespitlere götürebileceğini ifade eden Banerjee ve Hofmann (2018), bir şirketin zombi olarak tanımlanması için yatırımcıların gözünde daha düşük karlılık ve büyüme potansiyeline sahip olması gerekliliğini de dikkate alan bir yöntem geliştirmişlerdir. McGowan vd. (2017a)'nın zombi tanımlama kriterlerine ilave olarak, çalışmalarında yararlandıkları veri tabanının sadece borsada işlem gören şirketleri kapsamasının sağladığı kolaylıkla, şirketin varlıklarının piyasa değerinin varlıklarının defter değerine oranını temsil eden Tobin Q oranının sektör medyanının altında olması gerekliliğini de eklemişlerdir. Çünkü düşük Tobin Q oranının temsil ettiği düşük öz sermaye değerlemesi, şirketin gelecekteki büyüme potansiyelinin düşük beklendiğini göstermektedir (Banerjee ve Hofmann, 2018)

Zombi tanımında düşük Tobin Q oranının kullanılmasının arkasında yatan neden, uzunca bir süre kar elde edemeyen ve borsa değerlemesi gelecekte de kar elde edemeyeceğini gösteren şirketlerin, normal şartlar altında piyasadan çıkmaları gerektiğidir. Eğer şirket buna rağmen varlığını sürdürüyorsa, zombi olarak nitelendirilmelidir. Yazarlar daha sonraki çalışmalarında, kar elde etmek için biraz ısınma süresine ihtiyaç duyan ve piyasa tarafından gelecekte karlı olacağı beklenen genç şirketlerin zombi olarak hatalı sınıflandırılmalarını önlemeye yardımcı olmak amacıyla da Tobin Q oranının kullanılmasının yeterli olacağı fikrini savunmuş ve zombi şirket tanımlama kriterlerinden on yaş şartını çıkarmışlardır (Banerjee ve Hofmann, 2020).

McGowan vd. (2017a) tarafından kullanılan yöntemin tek başına zombi tanımlamasında agresif sonuçlar doğuracağına, başka bir anlatımla zombi şirket varlığının olduğundan fazla tahmin edilmesine neden olabileceğine yönelik endişelerden bir diğeri, satışlar ve karlar üzerindeki geçici şoklardan ve bir şirketin temerrüde düşmesine neden olacak kadar şiddetli olmayan faiz ödemelerinde kısa

vadeli bir artıştan kaynaklı olarak FKO'nun düşük olabileceğidir. Bu sebeple Altman vd. (2022), temerrüt/iflas tahmin modellerinden biri olan Z skor modelini ve halka açık olmayan imalat dışı şirketlere de uygulanabilen Z'' skor modelini kullanarak ikinci bir filtre uygulamışlardır. Buna göre bir şirketin zombi sayılabilmesi için:

- i. FKO'nun üç yıllık hareketli ortalaması birden küçük,
- ii. Üç yıllık hareketli ortalama Z Skoru veya Z'' Skoru sıfırın altında olmalıdır.

Altman vd. (2022) tarafından geliştirilen yöntemde dikkate alınan Z skor değerlerinin, neden sıfırın altında olması gerektiği, yine yazarlar tarafından yapılan bir araştırmaya dayandırılmıştır. Çalışmada, 1992'den 2020'ye kadar Standart & Poor's tarafından derecelendirilen tüm ABD şirketlerinin Z skoru ve 1996'dan 2020'ye kadar Z'' skoru hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, incelenen şirketlerden temerrüde düşmüş olanların yaklaşık olarak sıfır seviyesinde Z ve Z'' skoruna sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgudan yola çıkılarak, zombi tanımlamasında da ilgili skorların sıfırın altında gerçekleşmiş olması şartları aranmıştır.

Finansal tablo verilerinden yararlanılarak zombi şirketlerin tespit edilmesinde FKO'nun bir gösterge olarak kullanılmasına getirilen herhangi bir karşıt görüş bulunmasa da bu oranın hesaplanmasında kullanılan faaliyet ölçüsü olarak hangi faaliyet karının dikkate alınacağı hususunda ayrılıklar yaşanmaktadır. Yararlanılan veri setinin sağladığı olanaklar çerçevesinde, faaliyet ölçüsü olarak FVÖK yerine faiz, amortisman ve vergi öncesi kar tutarının (FAVÖK) kullanılmasının daha güvenilir sonuçlar sağlayacağı da savunulmaktadır. Hatta FAVÖK yerine FVÖK tutarının kullanmasının bazı istenmeyen sonuçlar doğurabileceği şöyle ifade edilmektedir (Rodano ve Sette, 2019: 6):

- i. Önceki yıllarda yoğun yatırım harcaması yapan ve bu yatırım harcamasını (örneğin vergi indirimlerinden yararlanmak için) hızlı bir şekilde amortismanına tabi tutan şirketlerin FVÖK tutarları düşük gerçekleşeceğinden, bu şirketlerin zombi olarak sınıflandırılması daha olasıdır. Böylece, zombi şirket payı olması gerekenden daha fazla hesaplanabilecektir,

- ii. Şirketlerin gelecekteki performansını tahmin etmede daha başarısızdır,

iii. Uygulanan muhasebe politikalarına bağılı olarak amortisman ayırma yöntemlerindeki farklılıklar gibi nedenlerle ülkeler arası karşılaştırmalar için uygun değildir.

Sağladığı avantajlara rağmen, ilgili dönemde ayrılan amortisman ve itfa payları tutarlarına erişim imkanının sınırlı olması nedeniyle, literatürde faaliyet ölçüsü olarak ağırlıklı bir biçimde FVÖK tutarının dikkate alındığı görülmektedir. Bu tez çalışmasında yararlanılan veri setinde her bir dönemde ne kadar amortisman gideri ayrıldığına ilişkin bilgiler yer almadığından, FKO'nun hesaplanmasında FVÖK tutarı dikkate alınacaktır. Ancak, daha sonra açıklanacağı üzere, zombi şirket tanımlama yöntemine getirilen yatırım şartı ile yüksek yatırım yapan ve dolayısıyla ayırdıkları amortisman tutarı yüksek olan şirketler zaten zombi olarak sınıflandırılmayacağı için, hatayla sağlıklı şirketleri zombi olarak tanımlama sorununun yaşanması engellenecektir.

McGowan vd. (2017a) tarafından geliştirilen yaklaşım dikkat edilirse, zombi şirketleri düşük faiz oranlarından sübvansiyonlu banka kredisi alan şirketler olarak tanımlayan Caballero vd. (2008)'nin sübvansiyonlu kredi yaklaşımıyla çelişmektedir. Sağlıklı şirketlere nazaran daha düşük faiz oranlarından kredi kullandığı kabul edilen bu şirketlerin ödeyecekleri faiz tutarlarının da düşük olması bekleneneğinden, zombi şirketlerin sadece FKO kullanılarak tespit edilememeleri gerekmektedir (Storz vd., 2017: 14). Çünkü düşük faiz ödemesi, aynı faaliyet karı seviyesinde daha yüksek FKO elde edilmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle, avantajlı faiz oranından yararlanarak sübvansiyonlu banka kredisi kullanan sağlıklı şirketleri hata ile sağlıklı şirket kategorisine dahil etmemek için, FKO yerine faiz ödemelerine ilave olarak ana para ödemelerinin de dikkate alındığı ve şirketin borçlarını geri ödeme kabiliyetini ölçen borç servis oranını kullanan çalışmalara da rastlanılmaktadır. Storz vd. (2017), yedi Avrupa ülkesinden oluşan geniş bir ülke örneği üzerinde gerçekleştirdikleri analizde, borç servis oranını dikkate alan bir model kullanmışlardır. Bu modele göre, bir şirketin zombi şirket olarak tanımlanabilmesi için aşağıdaki şartları en az iki yıl üst üste sağlamış olması gerekmektedir:

- i. Varlık getirisi negatif⁵,
- ii. Net yatırımları negatif ve
- iii. Borç servis oranı (FAVÖK/Toplam Borç Yükümlülükleri) % 5'ten düşük olmalıdır.

Storz vd. (2017) tarafından geliştirilen modelde FKO'ya alternatif olarak ortaya atılan borç servis oranının yanı sıra dikkat çekici bir diğer yenilik ise zombi şirketlerin net yatırımlarının negatif olmasının beklenilmesidir. Böylece, geçici olarak faiz ödemelerinden daha düşük getiri sağlayan genç ve büyüyen şirketlerin zombi kategorisine dahil edilmemesi amacıyla, McGowan vd. (2017a) ile getirilen 10 yaş kuralı yerine bu kriter ile aynı amaç sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu düşünceden hareket edilerek bu tez çalışmasında da zombi şirketlerin tespiti amacıyla kullanılan yöntem, büyüyen sağlıklı şirketlerin hatayla zombi olarak tanımlanmasının engellenmesi için Storz vd. (2017)'nin çalışmasında kullanılan negatif yatırım kriterinden yola çıkılarak ilave yatırım şartı eklenmiştir.

Storz vd. (2017) tarafından ortaya atılan zombi şirket tanımı daha sonra, Logarustic ve Kristic (2022)'in çalışmalarında dikkate aldıkları aşağıdaki üç kriter ile geliştirilmiştir:

- i. Varlık getirisi negatif,
- ii. Net yatırımları negatif ve
- iii. FKO'su 1,5'ten düşük olan şirketler zombi şirket olarak değerlendirilmiştir.

Logarustic ve Kristic (2022), ilk iki kriterin hem zombi şirketlerin karlı olmadıklarına ve amortismanlarının üzerinde yatırım yapamadıklarına işaret ettiğini, hem de genç şirketlerin hatayla zombi kategorisine dahil edilmemesini garanti ettiğini belirtmiştir. Diğer taraftan literatürdeki önceki çalışmalardan farklı bir biçimde, asgari FKO seviyesi olarak 1 yerine, kredi kurumlarının yüksek riskli gördükleri için bir şirkete nakit desteği sağlamaktan çekindikleri kritik değer olan 1,5'in seçildiği ifade edilmiştir.

⁵Varlık getirisi, net gelirin varlık toplamına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bir şirketin kar elde etmek için varlıklarını ne kadar etkin kullandığını ölçmektedir (Storz vd., 2017).

Zombi şirketlerin finansal korumasının sadece banka toleransından kaynaklı olmadığı, aynı zamanda her türlü alacaklıdan (özellikle tedarikçilerden) geldiği varsayımına dayanarak, FKO yerine tüm borçların aktife oranı olan kaldıraç dikkate alındığı tanımlamalar da kullanılmaktadır. Schivardi vd. (2017) yaptıkları analizde, bir şirketin zombi şirket olarak kabul edilmesi için aşağıdaki iki koşulu birlikte sağlamalarını istemişlerdir:

- i. Aktif karlılığı referans faiz oranından düşük olmalıdır,
- ii. Kaldıraç oranı, bir önceki koşulu sağlayan şirketlerin kaldıraç medyanının üzerinde olmalıdır.

Schivardi vd. (2017)'nin zombi şirket tanımlamasında kullandıkları aktif karlılığı, FAVÖK tutarının aktif toplamına oranının üç yıllık hareketli ortalaması olarak hesaplanırken; referans faiz oranı, Altman Z Skor analizi sonucuna göre güvenilir kabul edilen şirketlere, aynı dönemde sağlanan yeni kredilere uygulanan faiz oranı olarak dikkate alınmıştır.

Zhu vd. (2019) daha sonra, Schivardi vd. (2017)'nin zombi şirket tanımını genişletmişlerdir. Onların ortaya koydukları iki kritere ilave olarak, şirketin beş yaşından daha büyük olması koşulunu eklemişlerdir. Yaş kriterinin getirilmesinin nedeni olarak, genç şirketlerin yatırım projelerinin getiri sağlaması için zamana ihtiyaç duymaları ve beş yaşın OECD tarafından hızlı büyüyen genç şirketler için tanımlanmış yaş sınırı olması gösterilmiştir.

Finansal performansa göre yapılan zombi şirket tanımında, en uç noktadaki türü ise, negatif öz sermayeli şirketler oluşturmaktadır. Urionabarrenetxea vd. (2018), çalışmalarında negatif öz sermayeli şirketleri zombi şirket olarak kabul etmişler ve gerekçe olarak, literatürde ağırlıklı olarak belirtildiği gibi korumanın sadece bankalar tarafından sağlanmayacağını, aynı zamanda banka dışındaki diğer alacaklılar tarafından da sağlanabileceğini ileri sürmüşlerdir. Özellikle, şirkete yaptıkları yatırımları negatif değer aldığından kaybedecek bir şeyi kalmayan hissedarların, ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilecek çok daha riskli pozisyonlar ve fırsatçı davranışlar benimsemeye motive olacakları düşünüldüğünde, bu uç tanım sonucu elde edilecek zombi şirketlerin çok ciddi etkiler meydana getirebileceği de vurgulanmıştır. Benzer şekilde, San-Jose vd. (2021) de, İspanya üzerine yaptıkları

analizde, varlıklarının net defter değeri toplam yükümlülüklerinin altında olan, bu nedenle şirketin tasfiyesi ve varlıklarının nakde çevrilmesinden sonra alacaklıların verdikleri kredilerin tamamını geri alamayacakları şirketleri zombi şirket olarak nitelendirmişlerdir.

2.2. Zombi Şirketlerin Karakteristik Özellikleri

Bölüm 2.1’de yapılan zombi şirket tanımları, bu şirketlerin taşımaları gereken temel niteliklere dair genel bir bakış sunmaktadır. Bu bölümde ise zombi şirketlerin anatomisinin ortaya konulması amacıyla, bu şirketleri zombi olmayan (sağlıklı) şirketlerden ayıran belirgin karakteristik özellikler finansal ve finansal olmayan özellikler başlığı altında ortaya konulmaktadır.

Zombi şirket literatüründeki önceki çalışmalar, şirketlerin taşıdıkları karakteristik özelliklerin zombi şirkete dönüşme olasılığını tetiklediğini göstermişlerdir (Rashid vd., 2022: 2). Yapılan çalışmalarda genel olarak, zombi şirketlerin belirgin karakteristik özellikleri konusunda her ülkenin kendi ekonomik yapısına, gelişmişlik düzeyine, şirket yapılarına bağlı olarak farklı ancak anlamlı, açıklanabilir çıkarımlarda bulunulmuştur (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8). Zombi şirketlerin ayırt edici özelliklerinin ortaya konulması, bu şirketlerin önceden fark edilmesinde ve erken aşamada mücadelede başarı şansını artıracaktır.

2.2.1. Finansal Özellikler

Karlılık, teknik likidite, finansal kaldıraç ve varlık kullanımındaki etkinlik gibi bazı finansal göstergelerde görülen zayıflıklar, zombi şirketlerin belirgin özellikleri arasında sayılmaktadır (Şahin, 2023: 9). Yapılan çalışmalar belirli bir ülke ve sektördeki zombi şirketlerin, birçok açıdan aynı ülke ve sektördeki zombi olmayan şirketlere göre önemli ölçüde daha zayıf finansal göstergelere sahip olduklarını ortaya koymaktadır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 19). Bu bölümde zombi şirketlerin zombi olmayan emsallerinden finansal açıdan ayrıştığı yönler ele alınmaktadır.

2.2.1.1. Teknik likidite

Likidite durumu, şirketlerin kısa vadeli borç ödeme gücünü saptamak, diğer bir deyişle likidite riskini değerlendirmek amacıyla kullanılan bir göstergedir. Eğer şirket faaliyetlerini sürdüreceyse, bir diğer ifadeyle yaşamaya devam ederse; yönetimden

sorumlu olanların, şirketin vadesi gelen borçlarını derhal ödeyebilme yeteneğini değerlendirmeleri gerekmektedir. Ayrıca, şirkete kredi verenlerin de alacaklarını tahsil edememe gibi bir durumla karşılaşmamak için şirketin likidite durumunu yakından gözlemlenmeleri önemlidir. Çünkü likiditenin azalması, borç ödeme gücünü azaltacaktır (Akgüç, 1995: 347).

Zombi şirketler borç ödeme gücü olmamasına rağmen faaliyetlerini sürdüren şirketler olduğundan, kısa vadeli yükümlülüklerine oranla likit varlıklarının yetersiz olması beklenmektedir. Çünkü likidite sorunları ve likit varlıklarla uyumsuz kısa vadeli borç kullanımı, finansal sıkıntı olasılığını artırmaktadır. Özellikle şirketlerin finansal, ekonomik ve kurumsal nedenlerle daha az likit varlık tuttıkları gelişmekte olan ülkelerde, likidite düzeyi zombi şirketler ile sağlıklı şirketleri ayırmada etkili bir belirleyici olabilir (Şahin, 2023: 10).

Zombi şirketlerin daha az likiditeye sahip olduklarına yönelik tahminler çalışmalarda test edilmiş ve bu şirketlerin borç ödeme yeteneklerinin zayıf olmasında sadece yüksek borçlanmasının değil, aynı zamanda düşük seviyede tutulan likit varlıkların da etkili olabileceği ortaya konulmuştur. Örneğin, Japonya üzerinde inceleme yapan Yamada vd. (2023), zombi şirketlerin diğer şirketlere göre daha az nakit değerler tuttıklarını gözlemlemişlerdir. Halka açık sağlıklı şirketlerin nakitlerinin varlıklarına oranı % 8,3 iken, zombi şirketlerde bu oran % 6,4 olarak hesaplanmıştır. Halka açık olmayan şirketlerde bu fark daha belirgin olup, sağlıklı şirketlerde % 5,8 iken zombi şirketlerde % 2,8 olarak gerçekleşmiştir.

Şahin (2023), Türkiye'deki zombi şirketlerin cari oran ve asit-test oranı cinsinden hesaplanan likiditesinin daha düşük olduğunu saptamıştır. Çalışma sonuçlarına göre, örneklemdaki tüm şirketlerin ortalama cari oranı ve asit test oranı sırasıyla 2,8 ve 2,3 iken, bu oranların zombi şirketlerde ortalama 1,2 ve 0,8 olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, görece olarak daha az likit varlıklara sahip olmanın, Türkiye'deki zombi şirketler için de belirgin bir karakteristik özellik olduğu söylenebilir.

2.2.1.2. Finansal kaldıraç

Bir şirketin yabancı kaynak kullanımını ne kadar yüksek olursa, bir diğer ifadeyle kaldıraç oranı ne kadar yüksekse, zombi şirkete dönüşme olasılığı da o kadar yüksek

olmaktadır. Çünkü yabancı kaynak ağırlıklı finansman yapısı, şirketleri faiz oranı riskine, eğer döviz cinsinden borçlanılmışsa ilave olarak kur riskine maruz bırakmaktadır. Ayrıca kaldıraç oranı yüksek şirketlerin ihtiyaç duydukları anda, istedikleri tutarda ve uygun maliyette yeni kredi alamama riskleri de bulunmaktadır (Şahin, 2023: 29).

Yüksek düzeyde yabancı kaynak kullanımı, özellikle faiz oranlarında ve döviz kurlarında görülen artışla birlikte finansman gideri yükünü de artıracığından, temerrüde uğrama olasılığını da artırmaktadır. Bu durum, şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini güçleştirmekte ve zombiye dönüşmesi için gerekli ortamı yaratmaktadır. Özellikle banka kredilerine bağımlılığın artması, zombi şirketlerin şoklara karşı daha savunmasız hale gelmesine neden olmaktadır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 19). Karları istikrarsız olan ve hatta azalan, kaldıraç yüksek olan bu şirketler, ekonomik daralmanın olduğu ve faaliyetlerin yavaşladığı dönemlerde iflas riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Dolayısıyla yüksek kaldıraç oranı, borç geri ödemelerinde temerrüde düşme ve böylece zombi şirket haline gelme olasılığını artırmaktadır (Şahin, 2023: 9).

Banerjee ve Hofmann (2020) 14 gelişmiş Avrupa ülkesi üzerinde yaptıkları araştırmada, zombi şirketlerin finansman yapısını incelemiştir. Çalışma bulgularının değerlendirmesinde, bu şirketlerin daha fazla kaldıraçlı olduklarına, diğer bir ifadeyle öz sermayelerinin çok üzerinde borçlanmaya gittiklerine dikkat çekmektedirler. Çin ekonomisi üzerinde araştırma yapan Geng vd. (2021) de, zombi şirketler tarafından kullanılan finansal kaynakların, dolayısıyla bu şirketlerin kaldıraç oranının, sağlıklı şirketlere nazaran çok yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Sağlıklı şirketlerin ortalama %53 kaldıraç oranıyla neredeyse özsermayeleri kadar borçlanmaya gittikleri görülmekle birlikte, bu oran zombi şirketlerde %78 seviyelerine kadar çıkmaktadır. Bu sonuç iki şirket grubu arasında ciddi kaynak uyumsuzluğunun bulunduğunu gözler önüne sermektedir. Hatta yazarlar, bu yanlış kaynak tahsisini, bankalardan zombi şirketlere yapılan bir kan nakli olarak görmektedirler. Geng vd. (2021) gibi Çin şirket verilerini analiz eden Feng vd. (2022) de, sağlıklı şirketlerde %56,23 olarak görülen kaldıraç oranının, zombi şirketlerde %67,21 oranıyla bir hayli yüksek olduğunu teyit etmişlerdir.

Türkiye'deki zombi şirketlerin diğer şirketlere nazaran hem finansal borç hem de toplam borç açısından daha yüksek kaldıraç oranına sahip olduğuna yönelik bulgular elde edilmiştir. Şahin (2023) tarafından yapılan analizde, zombi şirketlerin finansal borçlarının varlıklarına oranı ortalama % 42,7 olarak hesaplanırken, bu oranın tüm şirket ortalamasının % 26,3 olduğu görülmüştür. Toplam borcun varlıklara oranı (kaldıraç) ise zombi şirketlerde ortalama % 77,1 iken, aynı oran tüm şirketlerde ortalama % 55,7 olarak hesaplanmıştır. Bu yüksek kaldıraç, kaynakların zombi şirketlere yanlış yönlendirilmesi nedeniyle sadece şirketler için değil, faaliyet gösterilen sektörler ve tüm ekonomi açısından bir risk unsuru barındırmaktadır. Elde edilen bu bulgu, Türkiye'de sürdürülebilir ekonomik toparlanmanın sağlanmasında, şirketlerin kaldıraç oranlarının azaltılması gerektiği yönündeki görüşleri desteklemektedir (Şahin, 2023: 28).

Zombi şirketlerin daha fazla kaldıraçlı olduklarına yönelik elde edilen sonuçlar aynı zamanda Hoshi (2006), Peek ve Rosengren (2005), Blazkova ve Dvoulety (2020) ile Albuquerque ve Iyer (2023) tarafından da doğrulanmaktadır. Genel kanı bu şirketler verimsiz kabul edildiklerinden, kaldıraç oranlarının sağlıklı şirketlere göre daha yüksek olmasının, kaynak tahsisinde etkinliğin sağlanmadığını, bir başka ifadeyle kaynakların daha verimli kullanılabilmesi için alanlara dağılımının yapılamadığını göstermesidir (Acharya vd., 2022: 9). Kıt olan kaynakların zombi şirketlerin elinde tutulması, orta ve uzun vadede sürdürülebilir ekonomik büyüme açısından önemli riskler barındırabilir (Tuuli, 2023: 1).

2.2.1.3. Varlık kullanımında etkinlik

Zombi şirketler kaynaklarını, sağlıklı şirketlere nazaran daha az verim sağlayabilecek varlıklara yatırmaktadır. Böylece, yatırımlarını yeterli çıktıya dönüştüremeyen şirketlerin zombi olma ihtimali daha yüksek görülmektedir. Varlıklarının satışa dönüşme oranı düşük olan ya da varlıklarını etkin bir şekilde kullanamayan bu şirketler, düşük karlılık ve zayıf ödeme gücü gibi finansal sorunlarla karşı karşıya kalmaktadır. Verimlilik, karlılık ve riskin bir ölçüsü olan varlık devir hızının düşüklüğü, borç geri ödeme kabiliyetini düşürmekte ve şirketlerin zombi sürecine girme riskini artırmaktadır (Şahin, 2023: 30).

Zombi şirketlerin getirisi daha yüksek olan maddi ve maddi olmayan varlıklara daha az yatırım yaptıkları görülmektedir. Örneğin Albuquerque ve Iyer (2023), zombi şirketlerin hem maddi hem de maddi olmayan varlıklara sağlıklı şirketlere nazaran daha az kaynak aktardıklarını tespit etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre, bu şirketler belirli bir dönemde maddi sermaye stokuna ortalama % 57 oranında daha az katkı sağlamışlardır. Aynı zamanda, maddi varlıklarına % 2,6, maddi olmayan varlıklarına ise % 3,7 oranında daha az yatırım yapmışlardır. Yamada vd. (2023) ve Jain (2022) de yaptıkları çalışmalarında, zombi şirketlerin sağlıklı emsallerine göre daha düşük yatırım düzeylerine sahip olduklarını göstermişlerdir.

Zombi şirketlerin daha az dinamik olduğuna yönelik tespitlerden biri Banerjee ve Hofmann (2020) tarafından sağlanmıştır. Çalışmada tespit edilen sonuca göre; bu şirketler daha az yatırım yapmakta ve daha düşük verimlilik düzeyine sahip olmaktadır. Bu şirketlerin yatırım harcamaları sağlıklı şirketlere göre yaklaşık % 0,5 daha az ve maddi olmayan sermayeye yapılan yatırım ise % 1,2 daha düşüktür.

Varlıkların daha etkin kullanılıp kullanılmadığına yönelik bir gösterge niteliği taşıyan aktif devir hızı, Şahin (2023) tarafından Türkiye'deki zombi şirketlerde diğer şirketlere nazaran daha düşük tespit edilmiştir. Şirketlerin borç ödeme kabiliyeti üzerinde de etkisi bulunan bu oran zombi şirketlerde ortalama 0,8 hesaplanırken, tüm şirketlerde ortalama 0,9 olarak tespit edilmiştir. Bu bulgu, Türkiye'de zombi şirketlerin varlıklarını sağlıklı şirketlere göre daha az verimli kullandıklarını, bir başka açıdan, varlıklarını yeterli çıktıya dönüştüremeyen şirketlerin zombi olma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

2.2.1.4. Karlılık

Düşük veya negatif karlılık durumu, çeşitli finansal sorunların bir yansıması olarak ortaya çıkabilir ve şirketin finansal sıkıntı içerisinde olduğuna dair sinyaller verebilir. Zombi şirket literatüründe de düşük karlılığın, bu şirketlerin ortak karakteristik özelliklerinden biri olduğu doğrulanmakta ve en çok zarar eden şirketlerin bu şirketler olduğu ifade edilmektedir. Nakit akışlarının ve iç finansmanın önemli bir bileşeni olan kardan yoksun olmak, şirketlerin finansal riskini ve zombiye dönüşme olasılığını artırabilmektedir (Şahin, 2023: 9).

İlk etapta, zombi şirketlerin karlılıkları dahil finansal göstergelerinde görülen sağlıksız durumun, bu şirketlerin tanımlanmasında kullanılan kriterlerden kaynaklı olduğu düşünülebilir. Örneğin, zombi belirleme modelinde karlılığı düşük olan şirketlerin zombi olarak değerlendirilmesi, haliyle bu şirketlerin karının sağlıklı şirketlerden daha düşük olması sonucuna götürecektir. Ancak, yapılan analizlerde zombi şirketlerin çeşitli destek kanallarından yüksek miktarda sermaye çekmelerine rağmen, bu kaynakları yeterli çıktıya ve kara dönüştüremedikleri görülmüştür (Wang vd., 2022: 7). Nitekim Hoshi (2006), çalışmasında kullanmış olduğu zombi şirket tanımında karlılığa yer vermemiş olmasına rağmen, düşük kar oranlarına sahip şirketlerin zombi olma olasılığının daha yüksek olduğunu saptamıştır. Çalışmasında faaliyet karının toplam varlık tutarına bölünmesiyle hesapladığı karlılık oranının bu şirketlerde düşük olduğunu ve hatta zombiye dönüşmeden önceki yıllarda negatif karlar elde etme ihtimalinin yüksek olduğunu görmüştür.

Zombi şirketleri sadece sübvansiyonlu kredi alıp almadıklarına göre sınıflandıran, dolayısıyla herhangi bir finansal özelliği gösterge olarak kullanmayan Caballero vd. (2008) de Hoshi (2006) gibi bu şirketlerin düşük karlılığa sahip olduklarını belgelemiştir. Ayrıca çalışmada yüksek zombi şirket payına sahip sektörlerin daha düşük karlılığa ve dolayısıyla daha düşük büyümeye sahip olduğu ve bu durumun ekonomi üzerinde ciddi etkiler doğurduğu tespit edilmiştir. Javaheriafif (2017), İngiltere’de halka açık şirketlerden oluşan bir örneklem üzerinde yaptığı incelemede, zombi şirket olma olasılığı ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Zombi şirketlerin bu düşük karlılık özelliği, Banerjee ve Hofmann (2020), Yamada vd. (2023) ile Feng vd. (2022) tarafından da doğrulanmıştır. Hatta Banerjee ve Hofmann (2020), bu şirketlerin düşük karlılığının bir yansıması olarak, diğer şirketlerle karşılaştırıldığında daha az temettü ödediklerini ifade etmişlerdir.

Türkiye’de zombi şirket varlığını ve zombi olma olasılığı ile çeşitli finansal ve finansal olmayan göstergeler arasındaki muhtemel ilişkiyi analiz eden Şahin (2023), 241 finansal olmayan halka açık şirketten oluşan bir panel veri seti kullanmıştır. Analiz sonucuna göre; Türk reel sektöründeki zombi şirketlerin net karının varlık toplamına oranı ve brüt karının net satışlarına oranı cinsinden hesaplanan karlılıklarının genel olarak daha düşük olduğu ortaya konulmuştur.

2.2.2. Finansal Olmayan Özellikler

Zombi şirketler; büyüklükleri, yaşları, faaliyet gösterdikleri alanlar ve buldukları konum açısından sağlıklı şirketlerden farklı finansal olmayan özellikler gösterebilmektedir.

2.2.2.1. Büyüklük

Şirket büyüklüğü; satış hacmi, özkaynak tutarı, aktif toplamı, kar miktarı gibi finansal veriler açısından tanımlanabilmekle birlikte, özellikle istihdam edilen personel sayısı gibi bilanço dışı bir kalem cinsinden de ifade edilebilmektedir. Hangi açıdan ele alınırsa alınsın, genel itibariyle şirket büyüklüğünün, zombi ve sağlıklı şirketler arasında ayırım yaparken önemli bir özellik olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Yapılan çalışmalarda büyük şirketlerin zombi olma olasılığının yüksek olduğuna dair tespitler daha fazla görülmektedir. Bunun nedeni olarak, devletlerin büyük bir iflastan kaçınmayı tercih etmelerine ve bu sebeple büyük şirketleri korumalarına dikkat çekilmektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8).

Çalıştırılan personel sayısı bakımından büyük olan şirketlerin iflas etmeleri, işsizliğin artmasına neden olacaktır. Yaşanacak bu iş kaybı, çalışanların gelir ve yaşam standartlarının düşmesine yol açarak toplam talep düzeyi üzerinde olumsuz etkiler meydana getirecektir (Binh vd., 2020: 6). Bu şirketlerin iflası aynı zamanda, bağımlı endüstriler üzerinde de zararlı yayılma etkilerine sebep olarak, olumsuz makroekonomik sonuçlar doğurabilecektir (Hilmar vd., 2022: 19). Çünkü büyük şirketlerin işgücünün ve kaynakların daha büyük bir kısmını ellerinde tuttukları düşünüldüğünde, bu şirketlerin başarısız olması paydaşlara daha fazla zarar verebilecektir. Bu nedenle büyük şirketlerin korunmaları istenilmekte ve otoritelerin bu şirketlere ayrıcalıklı davranması gerektiği de tavsiye edilmektedir (Urionabarrenetxea vd., 2018: 314). Dolayısıyla büyük şirketler "batamayacak kadar büyük (too big to fail)" görüldüğünden, bu şirketlerin zombi şirket statüsüne girmeleri daha kolay olmaktadır (Goto ve Wilbur, 2019: 16).

Büyük şirketlerin iflas ettirilmeyip hayatta tutulmalarında, bankaların bu şirketlerle daha yüksek kredi ilişkisi içerisinde olmaları da önemli bir sebeptir. Çünkü bu şirketlerin yükümlülüklerini yerine getiremeyip piyasadan çekilmeleri halinde, bankaların daha büyük meblağları zarar olarak kaydetmeleri gerekeceğinden, bu

şirketleri canlı tutmaya yönelik güduları bulunmaktadır. Bir başka açıdan ifade edilmesi gerekirse, banka bilançolarının büyük şirketlerin temerrütlerine daha fazla duyarlı olduğu söylenebilir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8). Bu durum büyük şirketlerin bankalardan yeni krediler almasını oldukça kolaylaştırmaktadır. Aksine, küçük şirketlerin krediye erişim açısından, giderek daha dezavantajlı duruma geldikleri de gözlemlenmektedir (Hilmar vd., 2022: 19).

Bankaların daha büyük şirketlerin zombi olma olasılığının artmasında etkili olan tutumu, sadece onların iflas etmeleri halinde kayıplarının daha fazla olacağına yönelik beklentilerinden kaynaklanmamaktadır. Aynı zamanda, büyük şirketlerin çoğunun, banka fonlarına erişimini kolaylaştıran yüksek kredi derecelendirme notlarının ve borçlanmalarına karşılık sağlayabilecekleri yeterli teminatlarının bulunması da önemli bir etkidir (Urionabarrenetxea vd., 2018: 413). Bankaların kredi kullandırma kriterlerinin, yatırım projesinin veya şirketin kalitesinden daha çok teminatın varlığına odaklanması, çoğu ekonomide teminatı yeterli olan şirketlere kredi verilmeye devam edilmesine neden olmaktadır (Gouveia ve Osterhold, 2018: 9). Öte yandan, yeterli teminatı olmayan küçük şirketlerin dış finansman kaynaklarına erişim imkanları daha sınırlı olduğundan, kaldıraç seviyeleri de daha düşük olabilmektedir. Böylece küçük şirketlerin, ihtiyaç duydukları anda yabancı fonlara kolaylıkla ulaşamamaları, zombi statüsüne geçmek yerine iflas edip piyasadan çekilme olasılıklarını nispeten artırmaktadır (Urionabarrenetxea vd., 2018: 413).

Ekonomideki önemli rolleri göz önünde bulundurulduğunda büyük şirketler, daha güçlü siyasi bağlantılara sahip olma eğiliminde olabilirler. Araştırmalar, mali açıdan zayıf olan siyasi bağlantılı büyük şirketlerin, bu tür bağlantıları olmayan şirketlere göre kurtarılma ihtimallerinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu durum bankaların bu şirketlere daha düşük oranlardan kredi sağlaması için teşvik yaratmakta ve böylece bu şirketlerin zombileşmelerine katkı sağlamaktadır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 14).

Literatürde zombi şirketlerin çeşitli açılardan daha büyük şirketler olduklarına yönelik tespitlerden biri, McGowan vd. (2017a) tarafından yapılmıştır. Dokuz OECD üyesi ülkede yaptıkları analizde, zombi şirket olma olasılığı ile şirketin çalışan sayısı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Bunun nedeni olarak, özellikle kriz zamanlarında, büyük şirketlerin piyasadan çıkışından kaynaklanan istihdam kaybını

sınırlamak için, bu şirketlere devlet sübvansiyonu verilme olasılığının daha yüksek olması gösterilmiştir.

Portekiz şirketleri üzerinde yapılan incelemede, Gouveia ve Osterhold (2018), zombi şirketlerin daha büyük şirketler olduklarını belirlemişlerdir. Gerekçe olarak, bu şirketlerin daha fazla teminatlarının olmasından ve bankalarla daha uzun süreli ilişkilerinin bulunmasından dolayı, krediye kolay erişim imkanına sahip olmaları gösterilmiştir. Aynı zamanda, McGowan vd. (2017a) çalışmasında da tartışıldığı gibi, büyük şirketlerin yaşayacağı başarısızlığın büyük sosyal maliyetler yükleyeceği belirtilmiştir. Bu nedenle, özellikle durgunluk dönemlerinde potansiyel istihdam kayıplarını sınırlamak için, büyük şirketlerin devlet sübvansiyonu veya desteği almaları daha olası görülmüştür.

McGowan vd. (2017a)'nin yaptıkları tespitin bir benzeri Logarusic ve Kristic (2022)'in çalışmalarında yapılarak, zombi şirketlerin ağırlıklı kısmının daha fazla çalışanı olan şirketlerden oluştuğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca ulaşılmasında, istihdamda azalmanın önüne geçilmesinde yatan ortak çıkar sebebiyle, önceki çalışmalardaki gibi, büyük şirketlerin devlet sübvansiyonlarından daha fazla yararlanıyor olmaları gerekçe gösterilmiştir. Diğer taraftan, bankaların özellikle kriz dönemlerinde bu şirketlerin piyasada kalmalarından çıkar sağladıkları da vurgulanmıştır. Zombi şirketlerin daha fazla çalışanı olan şirketler olduğunu tespit eden bir başka çalışmada Silva ve Gonçaves (2022), Portekiz şirketlerinden oluşan bir veri tabanı üzerinden yaptıkları analizde, incelenen zaman dilimi boyunca (2011-2018) zombi şirketlerin en düşük yüzdesinin 10 ila 49 çalışanı olan küçük şirketlerde, en yüksek yüzdesinin ise 250 ve daha fazla çalışanı olan büyük şirketlerde görüldüğünü saptamışlardır. Geng vd. (2021)'de büyük ve orta ölçekli şirketlerde daha fazla zombi oranı tespit ederek, bu şirketlerin daha büyük olduğuna yönelik kanıtları doğrulamışlardır.

Zombi şirketlerin sağlıklı şirketlere nazaran daha küçük olduğunu tespit eden çalışmalar da mevcuttur. Hoshi (2006) Japonya'da halka açık şirketler üzerinde yaptığı analizde, varlık ve istihdam açısından tespit edilen büyüklüğün zombi olma olasılığını azalttığını ortaya çıkarmıştır. Bunun arkasında yatan neden olarak, çok büyük şirketlerin mali yardıma ihtiyaç duyma olasılığının daha düşük olması gösterilmiştir. Bir başka Japonya örneğinde Goto ve Wilbur (2019), küçük ve orta ölçekli yani 1

Milyar Yen'den daha az öz sermayesi bulunan şirketlerin, zombi olma olasılığının büyük şirketlerden daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Jain (2022), ortalama olarak zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerden daha küçük olduğunu, daha az maddi ve maddi olmayan varlıklara sahip olduğunu tespit etmiştir. Yamada vd. (2023) çalışmasında da varlık büyüklüğü açısından halka açık zombi şirketlerin daha küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Zombi şirketlerin nispeten küçük şirketler olduğu sonucunu elde eden bir başka çalışma Banerjee ve Hofmann (2020)'a aittir. Çalışmada bu şirketlerin aktif toplamı, sermaye stoku ve istihdamı sağlıklı şirketlere göre ortalama üç kat daha az tespit edilmiştir. Blazkova ve Dvoulety (2020) de küçük şirket olmanın, zombi şirketleri sağlıklı şirketlerden ayıran önemli bir özellik olduğunu doğrulamaktadır. Sonuçlar, zombi şirketlerin muhtemelen 20'den az çalışana sahip olduğunu ve bu da küçük işletmelerin zombiye dönüşme olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Dünyanın 20 gelişmiş ekonomisi üzerine analiz yapan ve zombi şirketlerin küçük şirketler olduğuna yönelik kanıt elde eden Altman vd. (2022), pandemi döneminde birçok ülkede görülen bankalara yönelik müdahalelerin daha çok küçük şirketleri sübvansede etmeye yönelik olduğunu ve bunun da daha küçük şirketlerin zombileşmesine yol açtığını savunmuşlardır. Yapılan çalışmada, 50 milyon doların altında satış hacmi olan daha küçük şirketlerin, zombi şirket olma olasılığının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak çalışmaya getirilebilecek en önemli eleştiri; düşük faiz karşılama oranının zombi şirket tanımında kullanılmış olması ve satış hacmindeki düşüklüğün bu oranı azaltmasından kaynaklı olarak, bu seçimin düşük satış hacmine sahip şirketleri zombi şirket olarak tanımlamaya neden olmuş olabileceğidir.

Türkiye'deki zombi şirketlerin büyüklüğü konusunda tespitte bulunan Dinçer vd. (2023), bu şirketlerin istihdam açısından çok da küçük olmadıklarına yönelik kanıtlar elde etmişlerdir. Örneğin düşük teknolojili imalat sektöründeki şirketler arasında zombi payı ortalama % 18,2 iken, zombi şirketlerin bu sektördeki istihdamdan aldıkları pay % 22 seviyelerindedir. Benzer şekilde, ulaşım ve dağıtım alt hizmet sektörlerinde de zombi istihdamının en yüksek payının sergilendiği görülmektedir. Bu sonuç, Türkiye'de şirket büyüklüğü ile şirket sağlığının bir arada yürümediğini ortaya koymaktadır. Diğer yandan, tekstil ve hazır giyim gibi düşük

teknolojili imalat ile kara taşımacılığı ve dağıtım hizmeti sektörlerindeki yaygın kayıt dışılık seviyeleri göz önünde tutulduğunda, bu sektörlerdeki zombi istihdamının görüldüğünden daha yüksek çıkması ihtimalinin endişe verici olduğu da belirtilmiştir.

2.2.2.2. Yaş

Şirket yaşının zombi olma olasılığı üzerindeki rolünü araştıran ilgili literatürde, daha yaşlı şirketlerin zombiye dönüşme olasılığının daha yüksek olduğunu tespit eden çalışmalar, genel olarak bu şirketlerin uzun yıllardır faaliyet göstermeleri nedeniyle, kredi verenler açısından daha güvenilir bulunmalarını neden olarak göstermektedir. Yaşlı şirketlerin daha az riskli görülerek güvenilir bulunmaları, geri ödeme güçlüğü çekseler bile dış finansmana erişim imkanını daha da kolaylaştırmaktadır (Blazkova ve Dvoulety, 2020; Şahin, 2023: 30). Diğer taraftan, bu tür şirketlerin, yeniden yapılandırma için daha yüksek yönetsel becerilere ve daha fazla kaynağa sahip oldukları da düşünülmektedir. Ancak, diğer taraftan, kazanılmış menfaatlerin mevcudiyeti nedeniyle, bu şirketlerde ataletin daha fazla olması ihtimali de yüksektir. Bu durum, yaşlı ve olgun şirketleri değişen bir ortamla başa çıkma konusunda giderek daha uyumsuz hale getirebilmektedir (Carreira vd., 2021: 13).

Daha yaşlı şirketlerin zombi olduğunu saptayan çalışmaları, McGowan vd. (2017a), özellikle çok sayıda çalışanı olan ve bankalardan sübvansiyon alan 40 yaşın üzerindeki şirketlerin zombi şirket olma olasılığının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer taraftan, yeni kurulan şirketlerin pozitif ekonomik getirilere ulaşmak için daha zamana ihtiyaç duymalarından kaynaklı olarak zayıf finansal sonuçlar elde ettikleri ve bu nedenle 10 yaş altı şirketlerin zombi şirket hesaplamasının dışında tutulması gerektiği de belirtilmiştir. Aksi halde, 10 yaşından küçük genç şirketlerin göz ardı edilemeyecek kadar büyük kısmının hatayla zombi şirket kategorisine gireceği ve sanki genç şirketlerin daha çok zombileştigiine yönelik yanlış sonuçlar elde edileceği ifade edilmiştir.

McGowan vd. (2017a) tarafından elde edilen tespitin bir benzeri Hallak vd. (2018)'nin çalışmasında da sağlanmış ve yaşlı şirketler arasında zombi şirketlerin payı daha yüksek bulunmuştur. Zombi şirketlerin daha yaşlı olmaları, bankalardan sağlanan sübvansiyonlardan yararlanma olasılıklarının daha yüksek olmasıyla ilişkilendirilmiştir. Çalışma bulgularına göre, üç ila altı yaş aralığındaki şirketlerin

yaklaşık % 3'ü, buna karşın 21 ila 40 yaş arasındaki şirketlerin ise % 7'si zombi olarak tanımlanmıştır. Bu şirketlerin daha uzun geçmiş siciline sahip olmaları, daha güvenilir ve şeffaf finansal raporlar sağlamaları ve bankalarla daha uzun vadeli kredi ilişkileri kurmuş olmaları, daha fazla sübvansiyon almalarının birincil nedeni olarak gösterilmiştir.

Şirketin yaşı arttıkça zombi olma eğiliminin arttığını tespit eden bir diğer çalışma Goto ve Wilbur (2019) tarafından, Japon şirketler üzerinde gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar, zombi şirketlerin ortalama yaşının, sağlıklı şirketlerin yaşından yaklaşık beş yaş daha fazla olduğunu göstermiştir. Geng vd. (2021) de, Çin'de faaliyet gösteren 30 yaşından büyük şirketler arasında zombi şirket payının daha fazla olduğunu tespit ederek, zombi şirketlerin daha yaşlı olduğunu desteklemişlerdir.

Zombi şirketlerin daha genç olduklarını saptayan çalışmalarda genel olarak, bu şirketlerin daha az deneyime sahip olmalarının daha az kar yaratarak iç finansman olanaklarını sınırlaması, böylece daha fazla borç kullanmaya itilmeleri ve bu nedenle zombiye dönüşme olasılıklarının daha yüksek olması gerekçe gösterilmektedir (Şahin, 2023:30). Bu şirketlerin yatırım projelerinin getiri sağlaması ve kümülatif karlar oluşturabilmeleri için daha zamana ihtiyaç duyulması (Banerjee ve Hofmann, 2018), düşük mali performans göstermelerine neden olurken, finansman ihtiyacının karşılanmasında banka kredilerine bağımlı olmalarına yol açmaktadır (Şahin, 2023:30). Dolayısıyla karlılıklarına oranla daha yüksek borç yükümlülükleri bulunan bu şirketlerin, verimsiz yatırımlarının gelecekte getiri sağlayacağı hatasına düşülerek, kredilendirilmelerine devam edilmesi halinde, zombiye dönüşme olasılıkları artacaktır.

Türkiye'deki zombi şirketlerin karakteristik özelliklerini inceleyen Şahin (2023), şirketlerin yaşıyla zombi şirket olma olasılığı arasında ters yönlü bir ilişki saptamıştır. Elde edilen sonuca göre, zombi şirketlerin ortalama yaşı 37,5 iken, örneklemdaki tüm şirketlerin ortalama yaşı 39,8'dir. Dolayısıyla, genç olmanın Türkiye'de zombi şirketlerin karakteristik özelliklerinden biri olduğu vurgulanmıştır. Bu sonucun oluşmasında, genç şirketlerin daha az süredir faaliyette bulunmaları nedeniyle iç finansman imkanlarının sınırlı olması, yüksek borç kullanımları, asimetrik bilgi ve bankalara olan bağımlılık gibi bazı risklere sahip olmaları ve bu

nedenle zombi şirkete dönüşme olasılıklarının yüksek olması gösterilmiştir (Şahin, 2023: 30).

Zombi şirketlerin muhtemelen orta yaşlı şirketler olduğunu öne sürerek, dönüm noktası yaklaşık 13 yaşlarında olan doğrusal olmayan ters U şeklinde bir model bulan Blazkova ve Dvoulety (2020), genç şirketlerin kredi bulmakta zorlandıklarını ve yaş aldıkça zombi olma olasılıklarının arttığını belirtmişlerdir. Dönüm noktasında, daha istikrarlı ve risksiz olarak kabul edilmeye ve dolayısıyla krediye daha kolay erişme imkanına sahip olmaya başladıklarını da ifade etmişlerdir. Blazkova ve Dvoulety (2020)'nin aksine Logarusic ve Kristic (2022) ise, en fazla zombi şirketin beş yaşından az ve 41 yaşından fazla olan grupta bulunduğu, en az zombi şirketin ise altı ve 10 yaş aralığında olduğu, dolayısıyla zombi şirket olma olasılığı ile yaş arasında U şeklinde bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır. Diğer yandan, Albuquerque ve Iyer (2023), zombi şirket olmakla şirket yaşı arasında önemli bir ilişkinin bulunmadığını saptamışlardır.

2.2.2.3. Faaliyet alanı

Zombi şirkete dönüşme olasılığı üzerinde, herhangi bir sektöre ait olmanın ya da herhangi bir işkolunda faaliyet göstermenin önemli bir etkisinin bulunup bulunmadığına ilişkin zombi şirket literatüründe yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Farklı ekonomilerde yapılan analizler, zombi şirket varlığıyla faaliyet gösterilen sektörler arasında ilişkinin bulunduğunu doğrulamaktadır. Bu çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Albuquerque ve Iyer (2023), gayrimenkul ve enerji sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerde zombi şirket payının daha yüksek olduğunu saptamışlardır. Bu sektörlerdeki varlık fiyatlarında ani yükselişler ve dolayısıyla talepte büyük dalgalanmalar yaşanma eğiliminin daha yüksek olması, zombileşme üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu durum, ticarete konu olmayan ürünlerin üretildiği sektörlerin finansal açıdan daha kırılgan, daha az üretken olma eğiliminde olması, daha fazla borç patlamaları yaşaması ve daha zayıf büyüme potansiyeli göstermesi yönündeki bulgularla da örtüşmektedir. Diğer taraftan yazarlar, kamu hizmetleri ve temel tüketici ürünleri gibi ekonomik döngülere daha az duyarlı sektörlerde yer alan şirketlerin daha

az zombiye dönüştüklerini tespit etmişlerdir. Bu sektörlerde talebin daha istikrarlı olmasının da bu sonucun elde edilmesinde payı bulunmaktadır.

Çin ekonomisi üzerinde araştırma yapan Geng vd. (2021) yüksek teknoloji sektörler düzeyinde özel ekipman, genel ekipman ve ulaşım araçları imalatı alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin nispeten daha yüksek payının zombi statüsünde olduğunu ortaya koymuşlardır. Yüksek teknoloji dışındaki sektörlerde ise zombi şirketler çoğunlukla kömür madenciliği, petrol işleme ve nükleer yakıt işleme gibi ağır kimya sanayi alanlarında faaliyet yürütmektedir. Diğer yandan, gıda imalatı ve tekstil gibi emek yoğun sektörlerde de çok sayıda zombi şirkete rastlanmıştır. İstihdamı korumaya yönelik politikaların bu sonucun elde edilmesinde etkisinin bulunabileceği belirtilmiştir.

Hoshi (2006) zombi şirketlerin payını hesaplarken, imalat sektörü ile imalat dışı sektörler arasında bir ayırım yapmıştır. İmalat dışı sektörler olarak inşaat, gayrimenkul, hizmetler ve ticaret sektörleri incelenmiştir. Sağlanan bulgular, zombi şirketlerin imalat dışı sektörlerde daha yaygın olarak görüldüğünü ortaya koymaktadır. Bu sonuç aynı zamanda Caballero vd. (2008) tarafından yapılan araştırma sonuçlarıyla da tutarlıdır. Japonya ekonomisi üzerinde incelemeler yapan Caballero vd. (2008), zombi şirket oranlarının örneklem dönemi boyunca imalat sektöründe %3,11'den % 9,58'e yükseldiğini, ancak inşaat sektöründe bu oranın % 4,47'den %20,35'e çıktığını ve benzer büyüklükteki artışların toptan ve perakende ticaret, hizmetler ve gayrimenkul sektörlerinde de meydana geldiğini ortaya koymuşlardır.

Urionabarrenetxea vd. (2018), İspanya'da zombi şirketlerin en yüksek payına sahip sektörlerin bilgi ve iletişim sektörü olduğunu ve bunu gayrimenkul sektörünün takip ettiğini belirtmektedir. Yazarlara göre tarım, balıkçılık, ormancılık, finans, sigorta ve kamu yönetimi gibi diğer sektörler zombileşmeden daha az etkilenmektedir. Yüksek düzeyde düzenlemeye tabi ve hükümete bağlı olan bu sektörlerin, otorite kontrolü nedeniyle daha az zarar gördüğü belirtilmektedir. Dolayısıyla bir sektördeki düzenlemelerin ve borçluluk düzeyinin, o sektördeki zombi payını açıklamada önemli bir rolü olduğu vurgulanmaktadır.

Japon zombi şirketleri üzerine araştırma yapan Yamada vd. (2023); Hoshi (2006) ve Caballero vd. (2008)'nin bulgularının aksine, halka açık şirketler arasında zombi olarak sınıflandırılan şirketlerin, imalat sektöründe oldukça yoğunlaştıklarını

tespit etmişlerdir. Çalışmada, halka açık olmayan şirketler arasında zombi şirketlere ise daha çok madencilik, imalat ve perakende ticaret sektöründe rastlanılmıştır.

Türkiye’de de zombi şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerde ait özelliklerin bu şirketlerin zombi şirkete dönüşmeleri üzerinde etkili olduğuna dair kanıtlar elde edilmiştir. Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlere ait verilerin incelendiği çalışmada, Şahin (2023), zombiliğin şirketlerin hangi sektörde yer aldıklarından etkilendiğine ve Türkiye’deki zombi şirketlerin daha çok imalat ve tarım ana sektörleri ile tekstil ve ahşap ürünleri yan imalat sektörlerinde var olma ihtimalinin daha yüksek olduğuna yönelik bulgular elde etmiştir. Bu sektörlerde zombi ağırlığının daha yüksek olmasına; varlıkların verimsiz kullanılması, düşük karlılık ve zayıf borç ödeme gücüne sahip olunması gibi temel zombi karakteristik özelliklerine sahip şirketlerin, bu sektörlerde daha yoğun olmaları gerekçe olarak gösterilmiştir. Türkiye’deki zombi şirketlerin imalat sektöründe daha fazla paya sahip olduklarına yönelik yapılan bu çıkarımlar, Japonya’daki zombi şirketleri inceleyen Yamada vd. (2023)’nin sonuçlarıyla örtüşmektedir.

Türkiye üzerinde analiz yapan bir diğer çalışmada Dinçer vd. (2023), Şahin (2023)’ün aksine imalat sektörünün hizmet sektörüne göre daha az zombi şirketi barındırdığını tespit etmişlerdir. Zombi şirket payının en yüksek olduğu hizmet sektörleri ise dağıtım, turizm ve ulaştırma hizmetleri alt sektörleri olmuştur. İmalat sektörleri arasında ise, Türkiye’de üretimin büyük bir kısmının gerçekleştiği düşük teknoloji imalat sektörü, bu payın en yüksek olduğu sektör olarak bulunmuştur. Bu sektörün Türkiye’nin en büyük ve ihracat yoğun imalat sektörlerini (gıda, tekstil, hazır giyim, mobilya vb.) kapsadığı dikkate alındığında, bu tür bir bozulmanın ülkenin ekonomik büyüme görünümü açısından sorun teşkil edebileceği de dile getirilmiştir. İmalat sektörünün imalat dışı sektörlerle nazaran daha az zombi şirket payına sahip olduğu yönünde Dinçer vd. (2023) tarafından elde edilen bu bulgular, Hoshi (2006) ve Caballero vd. (2008)’nin çalışma sonuçlarıyla da uyumludur.

2.2.2.4. Konum

Zombi şirketlerin ülkelerin belirli bölgelerinde daha fazla yoğunlaştıklarının görülmesi, bu şirketlerin buldukları konumun da zombi olmaları üzerinde etkisinin olabileceğine yönelik bir kanı oluşturmaktadır. Bu düşüncüyü test etmek amacıyla

Blazkova ve Dvoulety (2020) çalışmalarında, zombi şirketlerin hangi coğrafi ve ekonomik alanlarda daha çok konumlandıklarını araştırmışlardır. Çalışma bulguları, bu şirketlerin ağırlıklı olarak metropol bölgelerde yer aldığını göstermektedir. Metropol bölgeler inovasyon ve büyüme merkezleri olduğundan, bu bölgelerde yüksek verimliliğe ve performansa sahip şirketlerin oluşması beklenmektedir. Bununla birlikte, bu şirketler büyük yatırımlara girişmek için yüksek sermayeye ihtiyaç duymakta ve daha fazla risk alarak aşırı yabancı kaynak kullanımına gidebilmektedir. Bu durum çeşitli finansal sorunların ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Yazarlara göre bu süreç, neden metropollerde daha fazla zombi şirketin bulunduğunu açıklamaktadır.

Çin ekonomisi üzerinde araştırma yapan Geng vd. (2021)'de Blazkova ve Dvoulety (2020) tarafından elde edilen sonuçlara benzer tespitler sağlanmıştır. Bulgulara göre; zombi şirketlerin büyük bir kısmı Çin'in orta ve batı bölgelerinde yoğunlaşırken, doğu bölgesinde en düşük zombi payları gerçekleşmiştir. Bunun nedeni, Çin'in 2000'li yıllardan itibaren orta ve batı bölgelerde altyapı yatırımlarına ağırlık vermesi ve bazı yüksek teknoloji ürün üreten şirketleri buralara kurmuş olmasıdır. Diğer bir nedeni ise, Çin'de uygulanan ve büyük miktarlardaki kaynağın orta ve batı bölgelerine akmasını sağlayan uzun vadeli bölgesel denge stratejisi gösterilmiştir. Bu uygulamalar daha gelişmiş bölgelerde zombi şirketlerin artmasına yol açmıştır. Zombi şirketlerin daha gelişmiş bölgelerde konumlandıklarına yönelik bir başka tespit, Birleşik Krallık üzerinde incelemelerde bulunan Urionabarrenetxea vd. (2018) tarafından elde edilmiştir.

Ülkelerin daha az gelişmiş bölgelerinde daha fazla zombi şirket yoğunluğuna rastlayan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin Hoshi (2006), kriz etkilerinin metropol alanlarda daha belirgin hissedildiğini ancak metropol alanların dışında, şirketlerin başarısızlığını önlemek için siyasi ve sosyal baskıların daha yüksek olduğunu varsayarak her iki durumu da test etmiştir. Analiz sonucunda daha küçük alanlarda bulunmanın zombi olma olasılığını artırdığına ulaşılmıştır.

2.3. Zombi Şirketlerin Yaygınlığı

Şirketlerde zombileşme olgusu ilk Japonya'da ortaya çıkmakla beraber, kısa sürede tüm dünyada önemli bir olgu olarak yayılmıştır. Bu bölümde zombi şirketlerin

tüm şirketler içerisindeki payının Asya, Avrupa ve Amerika kıtaları ile Türkiye özelinde, küresel ölçekteki görünümü ele alınmakta, zombi yaygınlığı konusuna kapsamlı bir bakış sunulmaktadır. Ülkelerin ayrı olarak ele alınması önemlidir, çünkü zombi yaygınlığının hem kurumsal hem de ülkeye özgü çeşitli faktörlerden etkilendiği, dolayısıyla ülkeden ülkeye farklılaştığı görülmektedir (Blazkova ve Chmelikova, 2022: 3). Bu farklılığı etkileyen faktörler, zombi şirketlerin belirleyicilerinin ele alınacağı bölümde detaylandırılmaktadır.

2.3.1. Japonya ile Diğer Asya ve Afrika Ülkeleri

Zombi şirket literatürünün başlangıcı, normal rekabet koşullarında piyasadan çekilmesi gereken şirketlerin banka destekleriyle hayatta tutulmasının, Japonya'da 1990'larda görülen makroekonomik durgunluğun uzamasına neden olduğuna yönelik bulguların elde edildiği çalışmalara kadar uzanmaktadır. Dolayısıyla zombi şirketlerin ortaya çıkmasına ve yayılımlarına ilişkin endişe verici tespitler ilk olarak Japonya'dan gelmiştir. Bu çalışmaların öncüsü kabul edilen Caballero vd. (2008) tarafından hazırlanmış makalede, zombi şirketlerin payının hesaplandığı ilk coğrafi bölge olan Japonya'da 1981-2002 döneminde, borsada işlem gören şirketler içerisinde zombi şirketlerin varlığı araştırılmıştır.

Caballero vd. (2008)'nin elde ettikleri bulgulara göre, Japonya'daki zombi şirketlerin tüm şirketler içerisindeki ağırlığının 1981 ve 1993 yılları arasında % 5 ila 15 arasında dalgalandığı, 1990'ların ortalarında keskin bir şekilde yükseldiği ve 1994 yılından sonraki tüm yıllar boyunca % 25 seviyelerinin üzerinde seyrettiği tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle, 1990'ların ortalarında Japonya'da her dört şirketten biri bankalardan sübvansiyonlu kredi almak suretiyle zombi statüsünde faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Çalışmada, sadece şirket sayısı bakımından değil, bu şirketlerin aktif büyüklüğünün tüm şirketlerin aktif büyüklüğü içerisindeki payına göre varlık ağırlıklı bir zombi ölçüsü de hesaplanmıştır. Bu ölçümde de aynı genel kalıba ulaşılmış ancak genel yüzdenin şirket ağırlıklı zombi payına göre daha düşük, örneğin 1994 sonrası dönemde %15'e yakın olduğu görülmüştür. Oysa aynı dönem için hesaplanan zombi şirket payı % 25 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu sonuç, zombi şirketlerin sahip oldukları toplam aktif büyüklüğü açısından daha küçük şirketler olduğunu göstermektedir.

Caballero vd. (2008) tarafından elde edilen bulguların benzeri, Banerjee ve Hofmann (2018) tarafından da sağlanmıştır. Sonuçlar, Japonya'da zombi şirket payının 1990'larda keskin bir şekilde arttıktan sonra, 2000'lerde Japon bankacılık sektörünün temizlenmesi ve yeniden sermayelendirilmesiyle birlikte düşüşe geçtiğini ve 2016 yılında en düşük seviyesine ulaştığını göstermiştir. Benzer şekilde, Yamada vd. (2023) de, Japonya'da 1990'larda zombi şirketlerin hızlı artışını destekleyen kanıtlar elde etmişlerdir. Bu yükselişin 1990'lı yıllardaki ekonomik durgunlukla paralel seyrettiği ve 2000'li yılların başından itibaren bu yükselişin tersine döndüğü belirtilmiştir. Sadece küresel finansal kriz sebebiyle 2000'li yılların sonunda geçici bir artış görülmüş, ancak bu artış kalıcı olmamıştır. Ayrıca pandemi nedeniyle 2020 yılında da geçici olarak bir artışın yaşandığı saptanmıştır.

Genel itibarıyla, Japonya'da 1990'lı yıllarda yüksek seviyelerde seyreden zombi şirket payının, 2000'li yılların başından itibaren düşüşe geçtiği görülmektedir. Borsada işlem gören Japon şirketlerini analiz eden Fukuda ve Nakamura (2011) da zombi şirket payının 2000'li yılların başında azaldığını tespit etmişlerdir. Daha önce belirli bir süre zombi statüsünde kalan çoğu şirketin, yine bu dönemde toparlanarak zombi statüsünden çıktıkları da ayrıca belirtilmiştir. Nikkei'nin raporunda da (Noguchi, 2019) 2000'li yıllarda Japonya'da zombi şirketlerin sayısının nispeten düşük olduğu saptanmıştır. Bu sonucun, ilgili dönemde Japon şirketlerin kurumsal borç seviyelerinde gözle görülür azalıştan ve nakit rezerv biriktirme eğilimindeki artıştan kaynaklı olduğu da ifade edilmiştir.

Japonya'da zombi şirket varlığına yönelik tespitlerin hemen ardından benzer çalışmalar, hükümet kontrollerinin egemen olduğu Çin üzerinde de yapılmaya başlanmıştır. Özellikle küresel finansal krizden sonra Çin hükümetinin uyguladığı devasa teşvik politikalarının ardından kurumsal borçların hızla artmaya başlaması, zombi şirketlerin ortaya çıkışını tetiklemiştir (Yamada vd., 2023: 7). Nitekim Shen ve Chen (2017), 2011-2013 yıllarında Çin imalat sektöründe yer alan şirketleri inceleyerek, başarısız performans gösteren bu sektördeki birçok şirketin devlet desteği ile ayakta kaldığını bulmuşlardır.

Hükümet müdahalelerinin, özellikle bankaların kredilendirme politikalarının üzerindeki siyasi etkilerin ve krediye erişimde kamu iktisadi teşebbüslerinin kayırılmasının, Çin'de zombi şirketlerin yaygın olarak görülmesinde önemli nedenler

olduğu ileri sürülmektedir (Feng vd., 2022: 552). Her daim hükümet kontrollerinin olması, aslında küresel finansal krizden önce de Çin’de zombi şirket sorununun var olduğuna yönelik tahminler doğurmaktadır. Bu kapsamda, Feng vd. (2022), 1997 Asya krizinden bu yana Çin ekonomisinde zombi paylarının keskin bir artış gösterdiğini tespit etmişlerdir. Diğer yandan, Geng vd. (2021) de Çin’deki yüksek zombileşme olgusuna vurgu yapmış, 2000-2007 dönemi boyunca zombi şirketlerin ortalama payının % 11,94 olduğunu ve bu payın en yüksek %17,7 ile 2000 yılında görüldüğünü ifade etmişlerdir. Ancak bu yıldan sonra Japonya örneğine benzer şekilde, Çin’de de zombi şirket paylarının genel itibariyle aşağı yönlü bir eğilim oluşturmaya başladığı ortaya koyulmuştur.

Çin’de zombi şirket varlığını araştıran çalışmalarında, daha geniş bir zaman üzerinden hareket eden Ren vd. (2023), Çin ekonomisinin hızlı toparlanmasından kaynaklı olarak, 2000’den 2007’ye kadar zombi şirket oranının düşüş eğilimi gösterdiğini tespit etmiş ve böylece Geng vd. (2021)’nin bulgularını desteklemişlerdir. Ayrıca 2008 ve 2009 yıllarında, küresel finansal krizin etkisiyle, aynı Japonya’da olduğu gibi, zombi oranlarının bir yükseliş eğilimine girdiğini ortaya koymuşlardır. Ayrıca, 2010 yılı sonrasında Çin’in ekonomik büyümesinin yavaşlamasıyla birlikte, zombileşme sorununun yeniden ortaya çıkmaya başladığına yönelik değerlendirmelerde de bulunmuşlardır.

Asya bölgesinde Japonya ve Çin haricindeki ülkelerde de zombi şirketlerin varlığını tespit eden çalışmalara rastlamak mümkündür. Zombi şirketlerin ülkeler bazındaki paylarına ilişkin kapsamlı bir çalışma DeMartis ve Peter (2021) tarafından yapılmıştır. 1990’dan 2018’e kadarki dönem için yapılan çalışmada, Asya bölgesinde en yüksek zombi payının görüldüğü ülkelerin Ürdün, Pakistan, Hindistan, Moğolistan ve Malezya olduğu saptanmıştır. Aynı çalışmada, Afrika’da Tunus, Uganda ve Zimbabve’nin en yüksek zombi yoğunluğuna sahip ülkeler olduğu görülmüştür.

Nikkei’nin raporuna göre (Noguchi, 2019), finansal olmayan borsaya kayıtlı şirketlerin kurumsal borçlarının artmakta olduğu Asya ülkelerinde, zombi şirket paylarının da yükseliş eğilimine girdiği belgelenmektedir. Elde edilen bulgular, 2018 yılında zombi şirket paylarında Hindistan lider olurken, onu Çin, Güney Kore ve Tayvan’ın izlediğine yöneliktir. Analiz dönemi boyunca zombi şirket payları ciddi oranlarda artan ülkeler daha detaylı incelendiğinde, bu ülkelerdeki şirketlerin ağır borç

yükü altında oldukları görülmektedir. Nitekim, bu şirketlerin fazlaca olduğu Hindistan, Endonezya ve Güney Kore’de zombi şirket paylarında 2008 yılına kıyasla sırasıyla 13, 11 ve dört puanlık artışlar yaşanmıştır. Bu süreçte Çin’de sadece bir puanlık artışın yaşandığı belirtilerek, benzer çalışmalarla aynı sonuca ulaşılmıştır.

2.3.2. Avrupa Ülkeleri

Yapılan çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerin aksine gelişmiş ülkelerde, zombi şirketlerin payının arttığını göstermektedir (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145). Özellikle Avrupa ülkeleri arasında zombi şirket yaygınlığının önemli bir olgu olduğu (DeMartiiis ve Peter, 2021: 37; Binh vd., 2020: 3) ve düşük faiz ortamına rağmen 2011 yılından bu yana şirketlerin faiz karşılama oranlarında istikrarlı bir düşüşün yaşandığı görülmektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 9).

Avrupa’da zombi şirketlerin ortaya çıkışına ve paylarındaki artışa yönelik ilk tespitler, küresel finansal kriz sonrası döneme rastlamaktadır. Önceki dönemde, yani Japonya’nın zombi şirket sorunu ile boğuştuğu süreçte, Avrupa’da bu tür zararlı şirketlerin yok denecek kadar az olduğuna yönelik tespitler elde edilmiştir (Banerjee ve Hofmann, 2018; DeMartiiis ve Peter, 2021). Küresel finansal kriz sonrası yaşanan artışın ise daha çok, düşük faiz oranları, likidite bolluğu ve yatırımcıların getiri arayışıyla ilişkili olduğu tahmin edilmektedir. Özellikle halka açık şirketlerde bu olgu daha belirgin bir şekilde gözlemlenmektedir. Avrupa’da daha önce benzeri görülmemiş destekler ve kolay finansman koşulları, pandemi sonrasında zombi paylarını daha da artırmıştır. Başlangıçta sağlıklı ya da sağlıksız ayrımı yapılmadan tüm şirketlere sağlanan bu destekler, özü itibariyle ayakta kalamayacak şirketlerin hayatta tutulmasına yardımcı olmuş ve desteklere devam edilmesi halinde gelecekteki muhtemel sonuçlarına dair bir endişe doğurmuştur (Albuquerque ve Iyer, 2023: 12).

Zombi şirket varlığının Japonya dışındaki diğer ekonomiler için de potansiyel bir tehdit unsuru olduğunu ilk defa gözler önüne seren, McGowan vd. (2017a) tarafından 13 OECD ülkesi üzerinde yapılan çalışmada, zombi şirket payları hem şirket sayısı hem de bu şirketlerde tutulan sermaye ve işgücü miktarı cinsinden hesaplanmıştır. Farklı açılardan yapılan hesaplama, zombi yaygınlığı açısından ülkeler bazında farklı sonuçların elde edilmesine neden olmuştur. Örneğin, 2013 yılında şirket sayısına göre zombilerin payı en yüksek %10 ile İspanya’da, en düşük %2 ile

Fransa'da gerekleŒmiŒ, aynı yıl sermaye cinsinden hesaplanan zombi payı ise en dūŒuk Slovenya'da %5'in altında, en yūksək İtalya'da %19 olarak bulunmuŒtur. İŒgücü miktarı açısından zombi payları ise, en dūŒuk %5 civarında Slovenya'da, en yūksək %14 ile de Belçika'da gōrūlmūŒtur.

McGowan vd. (2017a)'nin alıŒmasında eēilim analizi de gerekleŒtirilmiŒ ve 2003 yılından 2013 yılına kadar birçok ūlkede hem zombi Œirket payında hem de bu Œirketlerde tutulan kaynakların payında bir artış yaŒandığı saptanmıŒtır. Bu kapsamda, incelenen Avrupa ūlkelerinden Belçika, İŒpanya, İtalya ve İŒve'te 2007 yılından 2010 yılına kadar zombi Œirket paylarının arttığı, Fransa ve Slovenya'da azaldığı gōrūlmūŒtur. 2010 yılından sonra ise biraz farklı bir seyir gōzlemlenmiŒ ve zombi Œirketlerde tutulan sermaye oranının 2013 yılına kadar İŒpanya, İtalya ve İŒve'te daha da arttığı; Belçika, Finlandiya ve Fransa'da azaldığı sonucuna ulaŒılmıŒtır. Őte yandan, Slovenya ve BirleŒik Krallık'taki zombi Œirketlerin yaygınlığında 2010-2013 dōneminde duraēan bir seyir yaŒandığı da tespit edilmiŒtir.

Birçok ūlkedeki Œirket verilerinin karŒılaŒtırmalı olarak ele alındığı McGowan vd. (2017a)'nin alıŒmasına benzer bir alıŒma, Banerjee ve Hofmann (2018) tarafından yapılmıŒtır. GeliŒmiŒ 14 ūlke ekonomisinde borsaya kayıtlı finansal olmayan Œirket verilerinden yola çıkılarak gerekleŒtirilen analizde, ortalama olarak zombi Œirket aēırlılıęının 1980'lerin sonunda yaklaŒık %1 seviyesinden 2016 yılında yaklaŒık %6 seviyesine yūkseldiēi tespit edilmiŒtir. Ancak artışın istikrarlı olmadığı, 1990'ların baŒında, 2000'lerin baŒında ve 2008'deki ekonomik gerilemelerle baēlantılı olarak yukarı doēru kaymalar, sonraki yıllarda yalnızca kısmen tersine dōnmeler saptanmıŒtır. Őlkeler arasında zombi Œirketlerin mevcudiyetinde ise dikkate deēer bir heterojenliēin bulunduēu ve zombi Œirket payının BirleŒik Krallık'ta daha yūksək olduēu sonucuna ulaŒılmıŒtır. Fransa haricinde Kıta Avrupası'nda ise bu pay daha dūŒuk gerekleŒmiŒtir.

Zombi Œirket yaygınlılıęının geniŒ bir ūlke ōrneklemini kullanılarak araŒtırıldığı bir baŒka alıŒmada Hallak vd. (2018), zombi Œirketlerin 2010-2013 yılları arasında artış eēiliminde olduēunu bulmuŒlardır. İncelenen 19 Avrupa ūlkesi arasında ۆzellikle Yunanistan, İŒpanya ve Portekiz gibi Avrupa borç krizinden etkilenen ūlkelerde ciddi artış yaŒandığı gōrūlmūŒtur. Kūresel finansal krizden etkilenen ancak Avrupa borç krizinden nispeten daha az etkilenen İrlanda'da zombi Œirketlerin payının yūksək

seyretmesine rağmen azalışa geçtiği de saptanmıştır. Çalışma sonucuna göre; Slovenya, Belçika ve İsveç, zombi şirketlerin nispeten daha düşük paylarına sahipken; Macaristan ve Bulgaristan, örnek ülkeler arasında en düşük paya sahip ülkeler olmuştur. Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerinden seçilmiş yedi ülke verisinden yararlanarak yaptıkları çalışmalarında, Logarusic ve Kristic (2022) ise, 2008 – 2016 yıllarında, tüm şirketler arasında ortalama olarak zombi şirket ağırlığının % 8,44 olduğunu bulmuşlardır.

Avrupa’da zombi şirketlerin varlığını araştırmak için DeMartis ve Peter (2021) bir çalışma yapmışlardır. 32 Avrupa ülkesindeki halka açık şirketin finansal verilerinden yararlanan çalışma sonuçları, zombi şirketlerin payının 1990’larda sifıra yakın seviyeden son yıllarda yaklaşık % 12 seviyelerine yükseldiğini göstererek, Banerjee ve Hofmann (2018)’nin bulgularını teyit etmişlerdir. Çalışmada en yüksek zombi payını kaydeden ülkeler % 5,27 ile % 11,63 arasındaki paylarla; Portekiz, Yunanistan, Kıbrıs, Slovenya, Hırvatistan, Slovakya ve Makedonya olarak tespit edilmiştir. Bu ülkelerde görülen yüksek zombi yoğunluğuna neden olarak, sermayesi yetersiz olan bankaların güçlü ilişkiler içerisinde buldukları sağlıklı şirketlere, avantajlı faiz oranlarından sürekli yenilenen krediler (zombi kredileri) vermeye devam etmeleri gösterilmiştir. Ayrıca, 2008 küresel finansal kriz sonrasında merkez bankalarınca faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulmasının da bu etkiye neden olduğu belirtilmiştir.

Albuquerque ve Iyer (2023), 63 ülkenin finansal olmayan şirket verileri üzerinden geniş çaplı bir analiz yapmışlardır. Bu analizin sonucunda; Avusturya, Finlandiya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi gelişmiş Avrupa ülkelerindeki halka açık şirketlerin, 2000-2021 döneminde diğer Avrupa ülkelerine nazaran daha düşük zombi paylarına sahip olduğu yönünde bulgular elde etmişlerdir.

Ülke karşılaştırmalarının yanı sıra, farklı Avrupa ülke ekonomileri özelinde gerçekleştirilmiş çalışmalarda da zombileşme olgusunu destekler kanıtlar elde edilmiştir. Örneğin, Gouveia ve Osterhold (2018), Portekiz şirketlerinin 2008 yılında yaklaşık % 6,5’ini zombi şirketlerin oluşturduğunu, bu oranın 2013 yılında istikrarlı bir şekilde % 8,5’e yükseldiğini ve 2016 yılında tekrardan % 6'lara düştüğünü tespit etmişlerdir. Portekiz üzerine yapılan bir başka araştırmada Silva ve Gonçalves (2022), zombi şirket yaygınlığının maksimum değer olan % 6,52 seviyesi (2014 yılı) ile

minimum değer olan % 2,37 seviyesi (2018 yılı) arasında bir seyir izlediğini bulmuşlardır. Elde edilen sonuçlar incelendiğinde, Gouveia ve Osterhold (2018) tarafından ortaya konulan oranlardan daha düşük paylar tespit edildiği görülmektedir. Ancak, Portekiz'de zombi şirket sorununun ekonomik ve mali yardım programının uygulandığı kriz döneminde (2011-2014) daha fazla olduğuna ve 2015 yılından itibaren popülaritesini kaybettiğine yönelik benzer çıkarımlarda da bulunulmuştur.

2.3.3. Amerika Birleşik Devletleri ve Diğer Amerika Ülkeleri

Literatürde, gelişmiş ülkelerde zombi şirket sayılarının son dönemlerde hızlı bir yükseliş içerisine girdiğine yönelik tespitler yer almaktadır (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145). Özellikle Avrupa ülkelerinin zombi yaygınlığında başı çektiği, ABD'nin de azımsanmayacak ölçüde zombileşme olgusu ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir. Bu yüksek zombileşmenin arkasındaki neden olarak, ABD'de düşük derecelendirmeye sahip şirketlerin tahvil ihraç etmelerinin nispeten daha kolay olduğu finansal ortamın varlığı gösterilmektedir (Binh vd., 2020: 3).

DeMartis ve Peter (2021), ABD'de halka açık şirketler içerisinde zombi paylarını tespit edebilmek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. 1996'dan 2018'e kadarki dönem için yapılan araştırma; Maine, Hawaii, Alaska, Porto Riko, Virgin Adaları ve tüm küçük adalar hariç ABD'deki tüm eyaletleri kapsamaktadır. Çalışma sonucunda, zombi şirketlerin en fazla olduğu eyaletlerin % 5,37 ile % 9,59 arasındaki paylarla Idaho, Montana, Wyoming, Nevada, Utah, Colorado, New Mexico, Texas, Florida, West Virginia, New Jersey ve Rhode Island olduğu görülmektedir. Genel itibariyle düşük zombi şirket paylarının tespit edildiği bölgede, daha çok zombi statüsüne geçmemiş sıkıntılı şirketlerin bulunduğu ve zombileşmenin daha çok Avrupa'ya özgü bir olgu olduğu dile getirilmiştir.

ABD ekonomisinde zombi şirket varlığı ile ilgili olarak Favara vd. (2021), 2015'ten 2020'ye kadar ABD'deki şirket verilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda, halka açık olmayan şirketlerin yaklaşık %5'i, halka açık şirketlerin ise %10'unun zombi olduğu görülmüştür. Bu tespitler, ABD'de zombi şirketlerin daha az yaygın olduğuna yönelik DeMartis ve Peter (2021) tarafından elde edilen bulguları desteklemektedir. Favara vd. (2021) ayrıca, zombi paylarındaki yıllar itibariyle yaşanan dalgalanmanın döngüsel bir kalıp izlediğini belirtmektedirler. Son 20 yılda bu

payın dar bir aralıkta dalgalandığı görülmüş, 2014 petrol ve doğalgaz krizi gibi ekonomik durgunluk dönemlerinde payda bir artış, genişleme dönemlerinde ise azalma gözlemlenmiştir.

ABD özelinde halka açık şirket verilerinden yararlanılarak gerçekleştirilen analizde Jain (2022), 2018 yılında zombi şirket paylarının küresel finansal krizin sona ermesinden bu yana neredeyse sekiz puan artarak, %15'e yükseldiğini saptamıştır. Bu bulgular, önceki çalışmalardan daha yüksek zombi yoğunluğuna işaret etmektedir. Analiz döneminin sonunun faiz oranlarının sıfır alt sınır dönemine denk geldiği belirtilerek, bu sonuca ulaşılmasından düşük faiz oranları sorumlu tutulmuştur. Ayrıca, düşük faiz oranlarının, eğer oranlar düşük olmasaydı fon temin maliyetleri artacak olan ve bu nedenle piyasadan çekilmek durumunda kalacak şirketlerin finansal yükünü azalttığı ve böylece bu şirketlerin yükselişinde itici güç olarak rol oynadığı belirtilmiştir.

Dünyanın en büyük 20 ekonomisinde borsaya kayıtlı şirketler üzerinde Altman vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada, 1990 yılından 2020 yılına kadar geçen 30 yılda ortalama olarak Amerika'daki zombi şirketlerin oranında monoton bir yükseliş eğiliminin yaşandığı görülmüştür. Çalışmada, en yüksek zombi şirket oranına Kanada sahipken; Meksika en düşük paya sahip ülke olmuştur.

2.3.4. Türkiye

Türkiye'de zombi şirketlerin varlığını tespit etmeye yönelik araştırmaların başlangıcı oldukça yenidir. Bu çalışmaların ilki, 2020 yılında Kaplanoğlu ve Yüksekü (2020) tarafından yapılmıştır. Yazarlar, 2008-2018 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören imalat işletmeleri verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri analizde, ilgili dönem boyunca toplam 109 şirketin 62'sinin zombi olma özelliği gösterdiğini tespit etmişlerdir. Şahin (2021), İstanbul Sanayi Odası en büyük 1 000 sanayi kuruluşunun (İSO 1 000) 1993-2019 verilerini analiz ederek, bu şirketlerin 32'sinin zombi olduğunu saptamıştır. 2013-2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören finansal olmayan şirketlerin panel veri setinin kullanıldığı bir başka çalışmada Şahin (2023), örneklemdaki 241 şirketin 64'ünü zombi şirket olarak sınıflandırmıştır.

Türkiye İstatistik Kurumu tarafından imalat ve hizmet sektörlerindeki şirketlerin anketlerine dayanarak hazırlanan, yıllık sanayi ve hizmet istatistikleri veri tabanı ile

dış ticaret istatistikleri veri tabanının 2003-2015 dönemine ait mikro verilerinden yararlanan Dinçer vd. (2023), zombi şirket tanımında 10 yaşından büyük olma koşulunu kullanmışlardır. Veri tabanındaki şirketlerin yaş bilgilerinin olmaması nedeniyle, otomatik olarak ilk 10 yıllık verilerin analizden çıkarılması durumunda kalınmış ve zombi yaygınlığı 2012-2015 dönemi için hesaplanabilmiştir. Bu dönemde hem imalat hem de hizmetler sektöründeki zombi şirket sayısının, 2014'te geçici bir duraklama dışında sürekli arttığı belgelenmiştir. Daha açık bir ifadeyle, imalat sektöründe zombi şirket payı 2012'de %1,4'ten 2015'te %1,7'ye yükselirken; hizmetler sektöründe 2012'de %2,2'den 2015'te %3'e yükselmiştir. Zombi şirket sayısındaki bu artış eğilimine, satışlar ve sermaye cinsinden hesaplanan zombi paylarında da rastlanılmıştır.

Yabancı literatürde özellikle farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirket verileri incelenerek ülke karşılaştırmalarının yapıldığı çalışmalarda, Türkiye ekonomisindeki zombi şirket varlığına dair sonuçlara da rastlamak mümkündür. Altman vd. (2022) tarafından Türk borsasına kayıtlı şirketlerin analize tabi tutulduğu çalışmada, 2019 yılında 268 şirketin % 5,6'sı, 2020 yılında 258 şirketin % 4,65'i zombi şirket olarak tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca, şirket büyüklüğüne göre zombi payları da araştırılmıştır. Satışları 50 Milyon Doların altındaki şirketler küçük, üzerindeki şirketler büyük olarak ayrıma tabi tutulmuştur. 2019 yılında küçük şirketler arasında zombi payı % 8,55, büyük şirketlerde ise % 3,31 olarak tespit edilmiştir. Sonuçlar, satışları 50 Milyon Doların altında olan şirketlerde zombileşme oranının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ekonomistleri Albuquerque ve Iyer (2023) tarafından Orbis veri tabanı kullanılarak 43 ülkenin halka açık olmayan şirketlerinin ve Compustat veri tabanı yardımıyla da 63 ülkenin halka açık şirketlerinin verileri analiz edilerek, 1997-2020 dönemi boyunca ortalama zombi şirket payları açısından ülke karşılaştırmaları raporlanmıştır. Çalışmada halka açık şirketler arasında yaklaşık % 14'lük ortalama zombi payıyla ülkeler sıralamasında Türkiye en çok zombi şirket payına sahip ülke olarak bulunmuştur. Türkiye gündeminde büyük yankı uyandıran çalışmada ayrıca, halka açık olmayan şirketler arasında Türkiye'nin yaklaşık % 8'lik pay ile ülkeler sıralamasında 21. sırada yer aldığı da bildirilmiştir.

Dört yıllık kısa bir dönemi analiz edebilen Dinçer vd. (2023) haricinde, Türkiye ekonomisi üzerinde inceleme yapan çalışmaların ortak noktası, örneklem dönemi boyunca ortalama zombi oranının hesaplanmış olmasıdır. Uzun bir dönem boyunca ve yıl bazında zombi oranları hesaplanmadığından, zombi şirket ağırlıklarının yıllar itibariyle göstermiş olduğu seyir analiz edilememiştir. Bu eksiklik, ilgili çalışmalarda kullanılan veri setlerinin yaratmış olduğu kısıttan kaynaklanmaktadır. Bu tez çalışmasının, literatürdeki bahsi geçen boşluğu doldurması amaçlanmaktadır.



3. ZOMBİ ŞİRKETLERİN BELİRLEYİCİLERİ VE EKONOMİ ÜZERİNE OLASI ETKİLERİ

Çalışmanın önceki bölümünde zombi şirketlere ilişkin genel bir bakış sunulurken, bu bölümde zombi şirketlerin ortaya çıkış nedenlerine ve ekonomi üzerinde yarattığı olası etkilere yer verilmektedir.

3.1. Zombi Şirketlerin Belirleyicileri

Zombi şirket varlığının ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı sekteye uğrattığına ilişkin çeşitli tespitler yapılmaktadır. Bu şirketlerin, kıt üretim faktörlerini tüketerek, bu kaynakların sağlıklı şirketlere akmalarını engelledikleri ve böylece sağlıklı şirketlerin faaliyetlerini daraltarak, ekonomik büyümenin sağlanamamasına neden oldukları düşünülmektedir. Zombi şirketlerin bu olumsuz etkileri göz önüne alındığında, bir şirketin zombi şirkete dönüşme riskini azaltmanın yollarını araştırmanın, ekonomi açısından büyük bir önem taşıyacağını söylemek mümkündür (Yang vd., 2022:1). Çünkü olumsuz etkileri olduğu görülen bir sorunun nedenlerini anlamak, politika yapıcılara ürettikleri politikaları ve aldıkları kararları aracılığıyla, bu şirketlerle mücadele etme kolaylığı sağlayabilecektir. Bu sebeple bir ekonomide zombi şirketleri ortaya çıkaran faktörlerin iyi anlaşılması, bu şirketlerde tutulan kaynakların sağlıklı şirketlere yeniden tahsis edilmesine ve böylece ekonomik büyümenin sağlanmasına katkıda bulunabilecektir.

3.1.1. Zombi Şirketleri Belirleyen Genel Faktörler

Çalışmanın bu bölümünde, zombi şirketlerin ortaya çıkışının ardındaki nedenlere ve piyasadan çıkışını engelleyen faktörlere ilişkin teorik bir çerçeve sunulmaktadır. Kuşkusuz bir şirketin zombi şirkete dönüşmesine neden olan çok sayıda faktör saymak mümkündür. Burada üzerinde durulması gereken önemli bir husus, zombi şirketlerin belirleyicileri analiz edilirken, kurum dışı faktörler üzerinde yoğunlaşılacak olmasıdır. Bu şirketlerin sağlıksız hale gelmelerinde tabii ki yönetsel hataların, tüm kademelerde izlenen yatırım, finansman ve temettü politikalarının ve daha birçok hatalı politika ve kararların etkileri bulunmaktadır. Ancak buradaki temel sorun, bu şirketlerin neden sağlıksız hale geldikleri değil, sağlıksız hale gelmelerine rağmen neden bu halleriyle hayatlarını sürdürdükleri, piyasadan çekilmedikleri ya da

yeniden yapılandırılmadıklarıyla ilgilidir. Bu sebeple, zombi şirketlerin oluşumunda etkili olan faktörler incelenirken, tüm piyasaya etki eden dış çevre ile ilgili unsurlar dikkate alınmaktadır.

Zombi şirketlerin ortaya çıkmasına ve çoğalmasına ilişkin önceki çalışmalarda tespit edilen faktörler, dört ana başlık altında toplanarak incelenecektir:

- i. Bankaların kredilendirme politikaları,
- ii. Merkez bankalarının faiz politikaları,
- iii. Hükümetler ve diğer kuruluşlar tarafından sağlanan kurumsal destekler,
- iv. İflas rejimleri.

3.1.1.1. Bankaların kredilendirme politikaları

Bankaların kredilendirme politikalarının, Japonya'da 1990'ların başında başlayan ve "kayıp on yıl" olarak bilinen makroekonomik durgunluğun uzaması üzerinde oynadığı rolü araştıran ilk çalışmada Caballero vd. (2008), bu bankaların, kredilerinin geri çağrılması halinde iflas etmek durumunda kalacak sağlıklı şirketlere yeni krediler vermeye devam etme eğiliminde olduğunu ortaya çıkarmıştır. Çalışmada Japon bankalarının, şirketlerin mali durumlarını kontrol etmeden yeni krediler verdiği, bu şirketlerin mevcut borçlarını yeniden yapılandırdığı tespit edilmiştir. Bu tespit, normal koşullarda faaliyet göstermemesi gereken iflasın eşiğine gelmiş şirketlere, krediye erişim ve avantajlı borçlanma maliyetlerinden yararlanma konusunda sağlanan kolaylığın, bu şirketlerin varlıklarını sürdürmelerine neden olduğunu ortaya çıkarması açısından önemlidir (Silva ve Gonçalves, 2022: 3; Cella, 2020: 9).

Bankaların, mevcut borçlarının faizini dahi ödemekte zorlanan borçlulara kredi vermeye devam ettiklerine yönelik Caballero vd. (2008) tarafından Japonya'dan elde edilen ilk kanıtlar; daha sonra Çin, Avrupa ülkeleri ve ABD gibi diğer ekonomilerde de belgelenmiştir. Bu çalışmalar, bankaları ayakta kalmakta zorluk yaşayan şirketlere avantajlı faiz oranlarından kredi vermesinin veya daha önce verdiği kredileri uygun koşullarda yenilemesinin arkasında yatan birçok sebebi ortaya çıkarmışlardır (Herweg ve Kahny, 2022: 6). Bu nedenlerden en yaygın görüleni, eğer ek kredi sağlanmazsa bu şirketlerin kredilerini canlı tutabilmek için gereken faiz ödemelerini yapamayacak olmaları ve bunun da bankaların rapor edecekleri sorunlu kredilerini artıracak

olmasıdır. Sorunlu kredilerinin artmasına bağlı olarak ayıracakları karşılık tutarının artması, giderlerini artırmak suretiyle karlılıkları üzerinde olumsuz bir etki doğuracaktır. Karlılığın düşmesi özkaynakların aşınmasına ve sermaye yeterlilik oranının azalmasına neden olarak, bankaların hem mevcut hem de yeni müşterilere açabilecekleri kredi tutarını sınırlandırmaktadır. Böylece, kendi çıkarına göre hareket eden bu bankalar, kredi zararlarını artırmamak için sorunlu şirketlere müsamaha göstererek, bilançolarının daha iyi görünmesini sağlamakta ve böylece sorunlu kredi bildiriminde bulunmalarına gerek kalmamaktadır (Peek ve Rosengren, 2005: 1145).

Bankaların asgari sermaye yeterliliklerini yöneten uluslararası standartlara (Basel Kriterleri) uymak zorunda olmaları, zombi kredilendirmeye başvurmalarını tetikleyen başlıca unsurdur. Bankacılık sektörüne istikrar kazandırmak için getirilen bu standartların altına düşme korkusu, bu şirketlerin devlet desteği ya da başka bir şekilde eninde sonunda toparlanacağına dair oluşan beklentiyle, bankaların iflasın eşiğine gelmiş borçlulara yeni krediler vermeye devam etmesine neden olmaktadır (Caballero vd, 2008: 1944). Çünkü takibe alınan krediler daha fazla risk taşıdığından, sermaye yeterlilik oranını azaltacaktır. Bu oranın asgari sermaye gereksinimlerinin üzerinde tutulabilmesi için ekstra sermaye ihtiyacı duyulacağından ve bankalar ilave sermaye koyma ihtiyacına düşmek istemediklerinden, zombi şirketlerin temerrüde düşmesini engelleyecek önlemler olarak kredilerini canlı tutmaya çalışmaktadırlar (Peek ve Rosengren, 2005: 1153; Rashid vd., 2022: 3).

Finansal sisteme yönelik riski kontrol altına alabilmek için getirilen makro ihtiyati politikalar da bankaların alternatif yollar aramasına neden olabilmektedir. Örneğin, 2000'li yılların ortalarında Kore'de görülen konut patlaması sırasında, mortgage finansmanının genişlemesini ve konut fiyatlarının hızlı yükselişini başarılı bir şekilde sınırlandırabilmek için getirilen kredi/değer oranı, borç/gelir oranı gibi limitler, birçok bankayı kredi genişlemesi için başka fırsatlar araştırmaya itmştir. Söz konusu kısıtlamalar her ne kadar konut kredilerini azaltmada başarılı olsa da ipoteksiz kredilerin büyümesini teşvik etmiştir. Bu süreçte bankaların kredi patlamasından önce banka kredilerine kolay erişim imkanı bulunmayan düşük performans gösteren riskli işletmelere borç vermek için rekabet içerisine girdikleri ve takipteki kredilerin artmasıyla zombi sorununun patlak göstermeye başladığı görülmüştür. Hatta küresel finansal krizden sonra bile bu şirketler, krizden zarar gören şirketlere destek olan

devlet politikalarından yararlanarak hayatta kalmaya devam etmişlerdir (Hoshi ve Kim, 2012: 2).

Bankaların kredi zararlarını artırmamak için zombi kredilendirmeye başvurduklarını gösteren en iyi örnek bu konuda ilk çalışmaların yapıldığı Japonya'dır. Japonya'da, bankacılık krizi sırasında, yeterli sermayeye sahip olmayan bankaların zor durumdaki borçlularına, temerrüde uğramış diğer kredilerinin ödemelerini karşılayabilmeleri için gerekli likiditeyi sağlayacak, avantajlı koşullarda yeni (sübvansiyonlu) krediler verdikleri ortaya konulmuştur (Acharya vd., 2019a: 3368). Normal şartlarda mevcut borçlarının faizini dahi ödeyemeyecek duruma gelen bu şirketlerin iflas etmesi gerekirken, birçok banka hissedarlarına kredilerin muhtemelen hiçbir zaman tam olarak geri ödenmeyeceğini söylemek istemediğinden, bu şirketlerin ödemelerini durdurmasına izin vermiştir (Frick, 2022). Böylece, bu bankalar, ilgili borçluların nihayetinde ödeme kabiliyetini yeniden kazanacakları umuduyla ani kredi zararları gerçekleştirmekten kaçınabilmişler ya da en azından bunu erteleyebilmişlerdir (Acharya vd., 2019a: 3368). Bu şekilde zombi bankalar zombi şirketleri ortaya çıkarmışlardır (Hallak vd., 2018: 2).

Japonya'da bankaların zombi kredisi verme güdülerini etkileyen unsurlar daha çok, bu bankaların zararlarını nasıl tanımlayacaklarına dair getirilen düzenlemeler ve bu bankalar üzerindeki devlet baskısı olmuştur (Won ve College, 2022: 5). Tetikleyicisinin ise 1990'ların başında başlayan büyük şirketlere ait hisse senetleri ile arazi fiyatlarındaki düşüş olduğu konusunda bir görüş birliği bulunmaktadır. Hisse senedi fiyatları 1989 yılından itibaren üç yıl boyunca % 60 oranında düşerken, arazi fiyatları 1992 ve 2002 yılları arasında % 50 oranında düşmüş ve bu 10 yıl ekonomik başarısızlık olarak karakterize edilmiştir (Caballero vd., 2008) Araziler genellikle kredi teminatı olarak kullanıldığından, bu dönem birçok gayrimenkul kredisinin geri ödemeleri, arazi fiyatlarının düşmesi nedeniyle temerrüde uğramıştır. Bankalar başlangıçta kredi zararlarını kapatmak için çapraz holding hisselerini satmaktan (ve bunları geri almaktan) elde ettikleri sermaye kazançlarını kullanmışlar, ancak borsadaki durgunluk sebebiyle buna daha fazla devam edememişlerdir. 1990'ların ortalarına gelindiğinde, birçok Japon bankasının kredi zararlarıyla başa çıkmak için yeterli sermayesi kalmamıştır. Bu nedenle, bankalar tarafından eğer kredi sahiplerine yeterli destek sağlanırsa, temerrüde uğramış kredilerin zamanla tahsil edilebilir hale

geleceğine yönelik inanç oluşmuş ve bu inanç sonucunda; faiz tavizleri ve kısmi borç affi yoluyla borçlulara yardım edilmesi mantıklı duruma gelmiştir (Hoshi, 2006: 30).

Japon deneyiminin ışığı altında yapılan ve Avrupa’da zombi kredilendirmeyi araştıran çalışmalarda ortak fikir ise, küresel finansal krizi takiben Avrupa bankacılık sektöründe yaşanan zayıflığın zombi kredilendirme üzerinde itici güç olduğudur. Bankacılık sektörünün büyük bir kısmının 2009 yılı sonlarında sermayesinin yetersiz olduğu görülmektedir. 2009-2012 döneminde, öz sermayesini daha da kaybeden bankalar, Avrupa Merkez Bankası'nın desteğine daha fazla güvenerek zombi kredilerini artırmışlardır (Acharya vd., 2022: 7).

Avrupa’da 2012 yılında borç krizinin zirve yaptığı dönemde, aşırı kamu borcuna yönelik duyulan endişe, Avrupa ülkelerinde devlet tahvili getirilerinde ani bir artışa yol açmış ve bu durum tüm Avrupa bölgesini tehlikeye attığından sürdürülemez kabul edilmiştir. Buna cevaben Avrupa Merkez Bankası'nın uygulamaya koyduğu, Kesin Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions – OMT) programı Avrupa Merkez Bankasının ikincil piyasalarda sınırsız miktarda devlet tahvili satın almasına izin vermiştir. Programın tanıtılması, sıkıntılı Avrupa ülkelerinden ihraç edilen tahvillerin marjlarını düşürmüş, böylece tahvil fiyatlarında ortaya çıkan değerlenme, portföylerinde bu tahvillerden önemli ölçüde bulunan bankaların “gizliden yeniden sermayelendirilmesini” sağlamıştır (Acharya vd., 2019a: 3367). Programdan bu şekilde yararlanan bankalar genel kredi arzlarını artırmış, ancak bu kredi arzı çoğunlukla, bu bankalarla önceden kredi ilişkisi olan kredibilitesi düşük şirketlere aktarılmıştır (Tuuli, 2023: 4). OMT programının başlamasından kısa bir süre sonra özellikle İtalya, İspanya ve Portekiz’de sıkıntılı şirketlere verilen zombi kredileri artmıştır (Hallak vd., 2018: 5). Böylece Japonya’da 1990’larda görülen zombi kredisi deneyiminin bir tekrarı bu sefer Avrupa’da yaşanmıştır (Acharya vd., 2019a: 3367).

Zombi kredilendirmenin son dönemdeki örneği ise Covid-19 pandemisinin patlak vermesi ile ortaya çıkmıştır. Bu dönemde birçok ülkede hastalığın yayılımıyla mücadele etmek için katı bir karantina politikası benimsenerek, zorunlu mal üretmeyen sektörlerdeki şirketler faaliyetlerini tamamen durdurmaya zorlanmıştır. Bu kısıtlamaların neden olduğu satışlardaki ve gelirlerdeki düşüşün ardından, likidite sıkıntısı nedeniyle birçok şirket yüksek iflas riskine maruz kalmıştır (Schivardi vd., 2020: 569). Bu nedenle bankalar, borçlulara kolaylık sağlamak üzere yeni politika

tedbirleri ortaya koymuşlardır. Bu tedbirler, borç alanların finansal kriz veya özel ekonomik koşullar sırasında, kısa vadeli likidite sıkıntılarını hafifletmek için borç verenler tarafından sağlanan kredi imtiyazları ve geçici geri ödeme kolaylıklarını içermiştir (Jain, 2022: 4). Bu tedbirler, özellikle pandemiden ciddi şekilde etkilenen sektörlerde, şirketlerin üretim kapasitelerini korumalarına yardımcı olmuştur. Bu politikaların ölçeği ve hızlı bir şekilde benimsenmesi göz önüne alındığında, birçok ekonomide kesin temerrütler olması gerekenden düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Verilen bu desteğin kaçınılmaz bir sonucu, zombi şirketlerin, yani zor durumda olduğu bilinen ancak temerrütten kaçınmayı onlara borç verenlerinin desteği sayesinde başarabilen şirketlerin çoğalması olmuştur (Acharya vd., 2022: 2).

Kredi kurumlarının iflasın eşiğindeki şirketlere kredi tahsis ettikleri ve bunun da zombi şirketleri ortaya çıkardığı fikri, Japonya ile başlayıp, küresel finansal kriz sonrası Avrupa bölgesindeki çeşitli gelişmiş ekonomilerde gerçekleştirilen ve son dönemde özellikle pandemi ile birlikte dünyanın diğer ekonomilerinde de yapılan çalışmalar ile desteklenmiştir. Bu çalışmalardan biri Peek ve Rosengren (2005) tarafından yapılmıştır. Çalışmada Japonya'da 1993 ile 1999 arasındaki dönemde banka kredileri araştırılmış olup, kredibilitesi düşük şirketlerin bilançosu zayıf olan bankalardan kredi alma olasılıklarının daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Geniş bir İtalyan şirket örneğinden yararlanan Schivardi vd. (2017), küresel finansal kriz sonrası Avrupa bölgesindeki devlet borç krizi sırasında, sermaye yeterlilik oranı asgari seviyeye yakın bankaların, sağlıklı şirketlere daha fazla zombi kredisi verdiklerini göstermişlerdir.

Zombi kredilendirmeye yönelik kanıtlar elde eden başka çalışmalardan birinde Acharya vd. (2019a), OMT programından kazanç sağlayan düşük sermayeli bankaların, bu kazançları özellikle kredibilitesi düşük şirketlere aktardığını saptamışlardır. Ayrıca örnekteki şirketlere kullanılan kredilerin kabaca % 8'inin zombi kredileri olduğunu tespit etmişlerdir. ABD şirketlerinden oluşan veri setinin kullanıldığı çalışmalarında Won ve College (2022), daha düşük sermaye oranlarına sahip bankaların itibarı düşük borçlulara daha fazla kredi vermeye meyilli olduklarını görmüşlerdir. Defter değeri cinsinden ölçüldüğünde, daha büyük bankalarda bu etkinin daha belirgin olduğu da bulunmuştur.

Her ne kadar literatür, alacaklılar tarafından desteklenerek ayakta tutulan zombi şirketlerin ortaya çıkışında diğer alacaklıları göz ardı ederek sadece bankalarının rolüne odaklansa da tedarikçilerin de müşterilerine kredi sağladıkları gerçeğinin dikkate alınması gerekmektedir. Çoğu zaman banka kredisi kısıtlamalarıyla karşı karşıya kalan şirketlerin, iflas riskinden kaçınmak için tedarikçilerine ödemelerini erteledikleri görülmektedir (Carreira ve Lopes, 2022: 130). Geri ödeme baskısı banka kredilerine nazaran daha düşük olan satıcı kredileri bu yolla, zombi şirketlere geçici rahatlama sağlayabilmektedir. Ancak bu konuyu araştıran Carreira ve Lopes (2022), 2010–2017 döneminde Portekiz imalat ve hizmet sektörlerindeki zombi şirketler ile ticari alacaklılar arasındaki ilişkiyi analiz ederek, tedarikçilerin zombi şirketlerin ekonomideki ağırlığının artmasına katkıda bulunmadığını tespit etmişlerdir. Bu tespitten yola çıkılarak, tedarikçilerin şirketlere borç sağlama ve suni destek verme konusunda bankalara nazaran daha temkinli davrandıkları söylenebilir. Bu nedenle literatürde, zombi şirketlerin ortaya çıkmasında bankaların rolüne daha fazla odaklanılmıştır.

3.1.1.2. Merkez bankalarının faiz politikaları

Bankaların kredilendirme politikalarının zombi şirketlerin ortaya çıkmasında ve yaygınlığının artmasındaki rolü, Japonya, Avrupa ülkeleri ve bazı diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler özelinde yapılan ampirik çalışmalarla belgelendirilmiş olsa da bununla ilgili olarak üzerinde daha az durulan ancak önemli olan bir başka faktör, merkez bankalarının uyguladıkları politika faiz oranlarındaki düşüş eğilimidir (Jain, 2022: 43). 2018 yılında, merkez bankalarının koordinasyonunu sağlayan Uluslararası Ödemeler Bankası'ndaki (Bank for International Settlements) ekonomistler, artan zombi şirket sorununa neden olarak, zombi şirket sayısı ile düşük faiz oranları arasındaki ilişkiyi göstermişlerdir. Yapılan tahminlerde faiz oranlarının en düşük olduğu ülkeler, zombi şirketlerin payının en çok arttığı ülkeler olmuştur (Frick, 2022).

Normal şartlarda daha düşük faiz oranları, şirketlerin faiz ödemelerini azaltarak faiz karşılama gücünü artıracığından, zombi şirket oluşumunu da azaltması gerekmektedir. Ancak, faiz oranlarındaki düşüş eğilimi, alternatif varlıkların getirisini azaltarak, bankaların sorunlu şirketlere yeni krediler sağlamalarını teşvik etmektedir. Bu davranışın arkasında, zombi şirketlerin riski borçlular olmaları ve bankaların

yüksek risk iştahına sahip olmaları önemli rol oynamaktadır (Banerjee ve Hofmann, 2018: 72). Çünkü düşük faiz oranları, geri alacakları fonları muhtemelen daha düşük oranlardan yeniden yatırmak zorunda kalacak bankaları, gecikmiş kredileri geri çağırma konusunda isteksiz yapmakta ve onları risk almak için güdülemektedir. Dolayısıyla daha fazla getiri sağlamak isteyen bankaların, zombi şirketler lehine kredilendirme uygulamaları da devam etmektedir (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145).

Merkez bankalarının uyguladıkları düşük faiz oranları, bankaları daha yüksek getiriler elde edebilmek için riskli zombi şirketlere yöneltmesinin yanı sıra, aynı zamanda bankaların müşterilerine uyguladıkları kredi faizlerini de baskıladığından, sorunlu şirketlerin yeni ve ucuz finansmana erişimini kolaylaştırmakta ve onların ayakta kalmasına yardımcı olmaktadır (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145). Böylece düşük oranlar sadece yeni zombi şirket yaratmakla kalmamakta, mevcut zombi şirketlerin üzerinde, yeniden yapılandırılıp sağlıklı hale gelme veya piyasadan çekilme yönünde daha az finansal baskı oluşturmaktadır (Jain, 2022: 43).

Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, ekonomiyi canlandırmayı sağlayacak talep artışını tetiklemek amacıyla merkez bankaları tarafından tercih edilen düşük faiz oranlarının, zombi şirketleri canlı tutmaya yardımcı olduğuna yönelik ilk tespitler, küresel finansal kriz sonrası döneme uzanmaktadır. Kriz, bankaların finansal sağlıklarında bozulmayı ve buna bağılı olarak şirketlerin fon kaynaklarına erişimlerinde sorun yaşamalarını beraberinde getirmiştir (Blazkova ve Chmelikova, 2022: 3). Japonya'nın 1990'lı yıllarda sahip olduğu ekonomik durum ile çarpıcı benzerlik taşıyan Avrupa ekonomisini desteklemek ve toparlanmasına yardımcı olmak için, Japon Merkez Bankasının kriz tepkisine benzer şekilde, Avrupa Merkez Bankası kitlesel genişletici para politikasını uygulayarak referans faiz oranlarını düşük tutmaya çalışmıştır. Böylece daha fazla yatırım ve tüketim yapılması teşvik edilmek istenmiştir (Acharya vd. 2019b: 26). Özellikle 2012 yılında açıklanan OMT programı, Avrupa bölgesinde o güne kadar uygulanan en önemli para politikası olarak kabul edilmektedir. Sermayesi yetersiz bankaların yeniden sermayelendirilmelerini sağlayan program, faiz oranlarını düşürerek daha az üretkenliğe ve yüksek düzeyde finansal borca sahip, muhtemelen yaşayamayacak şirketler üzerindeki finansal baskıyı hafifleterek, onların payında bir artışa neden olmuştur (Blazkova ve Chmelikova, 2022: 4).

Küresel finansal kriz sonrası verilen teşviklerin ardından, geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının olumlu ve olumsuz gerçek etkileri hakkında yoğun bir tartışma başlamıştır (Cella, 2020: 6). Özellikle 2020'lere doğru rekor düzeyde görülen düşük faiz oranları ve birçok ülkenin merkez bankalarının birincil ve ikincil borç piyasalarına likidite enjekte etmeleri, aslında küresel kurumsal borcun kayda değer bir şekilde artmasına neden olmuştur⁶. Pandemi nedeniyle, dünyadaki çoğu şirketin önemli kar ve likidite düşüşü yaşadığı da göz önünde bulundurulursa, bu durum birçok şirketin faiz karşılama gücünün düşmesine neden olmuştur (Altman vd., 2022: 15).

Merkez Bankalarının geleneksel olmayan para politikalarının, zombi şirketlerin ortaya çıkışında oynadığı role ilişkin elde edilen kanıtlardan biri Banerjee ve Hofmann (2018) tarafından sağlanmıştır. 1987-2016 dönemi için 14 gelişmiş ülke üzerinde yapılan analizde, zombi şirket sayısındaki artış ile nominal faiz oranlarındaki düşüş arasında yakın bir korelasyonun varlığı tespit edilmiştir. Özellikle şirketlerin dış finansmana daha bağımlı olduğu sektörlerde daha yoğun görülen bu ilişkinin nedeninin, faiz oranlarındaki düşüşün borçlanma miktarının kısılması üzerindeki baskıyı azaltması olabileceği belirtilmiştir. İlişkinin aynı zamanda ters nedenselliği de yansıtılabileceği ifade edilerek, zombi şirketlerin payındaki artışın verimlilik artışını azaltılabileceği ve bunun da uzun vadede faiz oranlarını düşürebileceği gerçeği üzerinde durulmuştur. Öte yandan McGowan vd. (2017a) de faiz oranları ile zombi şirket ağırlığı arasında ters nedensellik ilişkisinin altını çizmişler, yani ne kadar çok zombi şirket varsa, verimlilik artışının o kadar azalacağını ve sonuç olarak uzun vadede faiz oranı seviyelerinin o kadar düşük olacağını ortaya koymuşlardır.

Küresel finansal kriz sonrası, krizin ekonomi üzerindeki etkisini yumuşatmak için uygulanan para politikası kararlarının, zombi şirketlerin ortaya çıkışı üzerindeki etkisi Blazkova ve Chmelikova (2022) tarafından da incelenmiştir. Çek Cumhuriyeti ve Almanya üzerine yapılan çalışmalarında, kriz sonrası para politikasının şirketler üzerinde etkisinin bulunduğu ve düşük faiz oranları ile artan zombi payı arasında bağlantı olduğu ortaya konulmuştur. Yazarlar, Çek Ulusal Bankasının faiz oranlarını

⁶ Altman vd. (2022)'ye göre; 2020 yılında finansal olmayan kurumların borcu küresel çapta 6,6 Trilyon Dolar yükselmiştir.

Avrupa bölgesine nazaran yüksek tutmaya çalıştığını, bunun da parayı daha pahalı hale getirerek krediye erişimi sınırlandırdığını ve ekonomik büyümeyi engellediğini, ancak diğer yandan zombi şirketlerin doğmasını da önlediğini tespit etmiştir. Buna karşın Avrupa Merkez Bankası'na uygulanan para politikasının Avrupa bölgesinde birçok zor durumdaki şirket için geçici bir yaşam fırsatı sağladığı hususuna da dikkat çekmiştir.

Faiz politikasının zombi şirketlerin oluşumu üzerindeki etkisi, zombi şirket varlığının ilk tespit edildiği yer olan Japonya'da da araştırılmıştır. Caballero vd. (2008), Japonya'da 1990'lardaki kayıp 10 yıl sonrasında ekonomiyi canlandırmak için uygulanan düşük faiz oranlarının amacına ulaşamadığını saptamıştır. Bu başarısızlığın nedeni olarak, sermayesi yetersiz bankaların bu fonları verimsiz oldukları bilinen zombi şirketlerin hayatta kalmaları amacıyla kullanmaları gösterilmiştir. Bu bulgular aynı zamanda, Japonya'da 1990'lardaki durgunluk dönemini araştıran Fukuda ve Nakamura (2011), Giannetti ve Simonov (2013) ile 2009-2014 dönemini inceleyen Goto ve Wilbur (2019) tarafından da elde edilmiştir.

Zombi şirketlerin borçlanma maliyetlerinin faiz şoklarına tepki olarak daha fazla düştüğünü tespit eden Jain (2022) çalışmasında, düşük faiz ortamında bu şirketlerin satışlarının ve yatırımlarının sağlıklı şirketlere nazaran daha fazla arttığı, ancak kazançlarındaki büyümenin dikkate değer bir şekilde artmadığı saptanmıştır. İlave olarak, küçük şirketlerin para politikasına büyük şirketlerden daha duyarlı oldukları, bir başka ifadeyle, kurumsal olmayan yatırımların para politikasına kurumsal yatırımlardan daha duyarlı olduğu görülmüştür. Çalışmada aynı zamanda, gevşek para politikası uygulamalarının karar verilmesi zor bir takas ortaya çıkardığının altı çizilmektedir. Bir yandan, düşük faiz oranları toplam talebi artırıp, kısa vadede istihdam ve yatırım üzerinde pozitif etki sağlarken, öte yandan, zombi şirketlerin sayısını artırarak kaynakların yanlış tahsisine ve sonuç olarak uzun vadede verimlilik artışında azalmaya neden olabilmektedir (Jain, 2022: 43).

Günümüzde ise merkez bankalarının yeniden faiz artırımına gittikleri bir sürece girilmektedir. Zombi şirketlerin yükselişini tetikleyen koşullardan düşük faiz ortamının artık sona erdiğine ve bu şirketlerin çeşitli teorilerinin test edilme imkanına kavuştuğuna yönelik görüşler bulunmaktadır. Bazı analistler, birçok zombi şirketin yakın gelecekte artan faiz oranlarıyla birlikte piyasadan çekilmek (iflas etmek)

zorunda kalacaklarını öngörmektedirler. Çünkü yüksek faiz oranları aşağıda belirtilen birkaç nedenden ötürü bu şirketler üzerinde baskı oluşturmaktadır (Frick, 2022):

i. Daha yüksek faiz oranları ekonomideki talebi azaltmakta ve bu da birçok şirket için daha az gelir ve dolayısıyla borçlarını ödeyebilmek için daha az likit varlık anlamına gelmektedir,

ii. Faiz ödemelerini düşük oranlardan dahi karşılayamayan şirketlerin daha yüksek oranlardan borçlanmak zorunda kalmaları, üzerlerindeki finansal baskıyı daha da artacağından, yeni fon bulmaları zorlaşacaktır,

iii. Faiz oranları yükseldikçe yatırımcılar ve bankalar zombi şirketlere borç vermeye daha az meyilli olacaklardır. Çünkü daha yüksek oranlar onların daha güvenli ve getirili seçeneklere sahip olacakları anlamına gelmektedir.

Yüksek faiz oranları her ne kadar zombi şirketlerin iflas ederek piyasadan çekilmelerini sağlayacak olsa da halihazırda sağlıklı olan şirketlerin zombi statüsüne kaymasına da neden olabilecektir. Çünkü mevcut şartlarda faiz ödemelerini yerine getirebilme becerisine sahip olan şirketler, daha yüksek oranlardan borçlanmak zorunda kaldıklarında bu ödeme becerisini sürdüremeyeceklerdir (Frick, 2022). Dolayısıyla, yakın gelecekte de zombi şirket sorununun devam edeceği öngörülebilir.

3.1.1.3.Kamu müdahaleleri

Zombi şirketlerin hayatta kalmalarının olası nedenlerinden bir diğerini, iki boyutlu olarak karşımıza çıkan kamu müdahaleleri oluşturmaktadır. Bu müdahalelerin bir boyutu, genellikle ekonomik durgunlukla mücadele amacıyla uygulanması gereken politikalar konusunda devlet yönetimlerinin pasif kalmalarıdır (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145). Diğer boyutu ise özellikle istihdam sağlayan zombi şirketlerin iflasını önlemek amacıyla fiili müdahale şeklinde görülen her türlü teşvikler, parasal destekler ve diğer politikalar şeklinde ortaya çıkmaktadır (San-jose vd., 2021: 2). Bu açıdan kamu müdahalesi bir taraftan düzenlemelerde gevşeklik, diğer taraftan doğrudan destekler şeklinde görülmektedir (Han vd., 2020: 3).

İstihdamı, sosyal istikrarı ve ekonomik büyümeyi sağlama baskısı altında olan devlet, düzenlemeleri gevşetmekte ve bankaların suistimallerine göz yumabilmektedir. Diğer taraftan, finansal kriz yaşayan şirketlere yardımcı olmak için banka kredisi

kararlarına müdahale edebilmekte ve bazı zombi şirketlerin hayatta kalmasına yardımcı olmak için doğrudan sübvansiyon verebilmektedir (Han vd., 2020: 3). Bu sübvansiyon programları aracılığıyla, iflasla karşı karşıya kalan şirketlere rutin olarak finansal kaynak sağlanmakta ve böylece bu şirketlerin piyasada kalmalarına yardımcı olunmaktadır (Wang vd., 2022: 3).

Devlet yetkilileri genellikle iflas riski altındaki şirketleri kurtarmaya yönelik politikalar uygulamakta ve hatta bu şirketlerin hayatta kalması için gerekli olan kaynağı sağlayabilmeleri için devlet politikalarının gönüllü ajanları olarak tanımlanabilecek bankalara sermaye enjekte etmektedir (San-jose vd., 2021: 2). Özellikle yükümlülüklerini yerine getiremeyip temerrüde düşen borçlular yüzünden olumsuz etkilenen bankaların kurtarılması garanti edilerek, zombi şirket oranları üzerinde artırıcı bir etki yaratılmaktadır (Naimo ve Ogbeide, 2022: 145). Aynı şekilde, temerrüt riskinin devlet tarafından üstlenilmesi sonucu, bankaların şirket riskine göre kredi tahsis etme teşvikleri azalmakta (Schivardi vd., 2020: 570) ve böylece devletin iflas etmelerine izin vermeyeceği düşünülerek, devlete yakın olan ancak kötü performans gösteren şirketlere kredi verilmeye devam edilmektedir (Chang vd., 2021).

Tarihteki deneyimler incelendiğinde, herhangi bir finansal kriz sonrasında yeni zombi şirketlerin doğduğu görülmektedir. Ancak bunun nedeni sadece kriz dönemlerinde ve sonrasında ekonomilerde görülen durgunluk ile açıklanamamaktadır. Daha büyük bir sebep, devletin ekonomiyi bu durumdan kurtarmak için sağlıklı ve sağlıklı olmayan tüm şirketlere yönelik destekler uyguluyor olmalarıdır (Blazkova ve Chmelikova, 2022: 8). Nitekim Andrews ve Petroulakis (2017), bazı ülkelerde büyük şoklardan sonra zombi şirketlerin ortaya çıkması, ancak aynı şoktan etkilenen diğer ülkelerde görülmemesinde, devlet müdahalesinin potansiyel olarak önemli bir rolünün bulunduğunu belirtmektedir.

Kamu müdahalelerinin yaygın görüldüğü ülke örneği olarak Çin'i göstermek mümkündür. Çin yerel hükümeti ekonomik büyümeyi ve endüstriyel gelişmeyi teşvik etmek, istihdamı istikrara kavuşturmak için piyasadan çıkması gereken verimsiz şirketlere mali destek ve sübvansiyonlar sunarak, birçok zombi şirketin doğmasına neden olmuştur. Bu açıdan Çin literatüründe, zombi şirketlerin ortaya çıkmasında devlet müdahaleleri kritik bir neden olarak görülmektedir (Rashid vd., 2022: 5; Geng vd., 2021: 79). Küresel finansal krizin hemen ardından, Çin hükümetinin sunduğu

ekonomik teşvik paketinin kurumsal borcu hızla artırdığı ve özellikle kamu iktisadi teşebbüslerine verilen devlet desteğinin bu şirketlerin zombileşmesine yol açtığı görülmüştür (Yamada vd., 2023: 8).

Çin hükümeti zombi şirketlerin istihdam, sosyal güvenlik, çevre koruma gibi kurumsal sosyal sorumluluklar üstlendiğine inanmalarından dolayı bu şirketlere yardım etmeyi tercih etmektedir (Han vd., 2020: 1). Nitekim Tan vd. (2016) çalışmalarında devlet yatırımlarının zombi şirketlerin hayatta kalmasını sağladığını ve özel şirketlerin büyümesini engellediğini saptamışlardır. Ayrıca bir bölgede kamu bankalarının veya kamu iktisadi teşebbüslerinin yoğunluğu ne kadar yüksekse, zombi şirketleri besleyecek ortamın o kadar elverişli olacağını ortaya koymuşlardır. Çin'deki zombi şirketlerin, diğer ülkelerdekilerden farklı olarak, devlet tarafından büyük ölçüde korunmasından yola çıkarak; Wang ve Zhu (2020), zombi şirket tanımlama yöntemlerinde devlet sübvansiyonu faktörünü de dikkate almışlardır.

Kamu müdahalesinin zombi şirket oluşumu üzerinde etkili olduğuna dair bir başka ülke örneği olarak Japonya verilebilir. Japonya'da sosyal istikrarı sürdürmek amacıyla daha fazla istihdam sağlanması için verimsiz şirketlere destek olunduğu görülmektedir (Silva ve Gonçalves, 2022: 3). Örneğin bu ülkede uygulanan Ömür Boyu İstihdam Sistemi'ne göre, şirketlerin işçi çıkarmaması gerekmektedir. Bu durum çalışanı fazla olan sıkıntılı şirketlerin kurtarılması konusunda büyük bir baskı yaratmaktadır. Bu şirketlerin iflas etmeleri halinde, devletin işsiz kalanlara doğrudan ödeme yapacak olması, zor durumdaki şirketlerin hayatta kalmasını ve faaliyetlerini yürütmesini daha olası kılan bir kurumsal mekanizma oluşturmuştur (Hoshi, 2006: 30). Diğer taraftan, fona ihtiyacı olan şirketlere yardım edilmemesi halinde, resesyonun daha da kötüleştirileceği yönünde devlete karşı kamuoyu eleştirileri de yapılmaktadır. Gerçekten de Japonya'da devlet, özellikle 1998'den sonra görülen likidite sıkışıklığını hafifletebilmek için bankaları küçük ve orta ölçekli şirketlere verdikleri kredilerini daha da artırmaya teşvik etmiştir. Dolayısıyla yeniden finansman, bankaların bu baskılara rasyonel bir yanıtı olmuştur (Caballero vd., 2008: 1944).

Dışarıdan bir kamu müdahalesi olmaması halinde ekonomide zombi şirket paylarının azatılabileceğine dair güzel bir örnek, pandemi döneminde ABD'de izlenen politikalar. Bu dönemde salgının ekonomik yansımalarını hafifletebilmek amacıyla

izlenen politikalar, özellikle havayolu şirketleri ile küçük ve orta ölçekli işletmeler gibi stratejik olarak önemli görülen şirketlere, istihdamı sürdürme konusunda yardımcı olmuştur. Bu sebeple, birçok sıkıntılı şirket iflastan kaçınabilmiştir. Ancak zombi şirket oranlarını artırıcı etkiye sahip bu durumun aksine, bu tür bir stratejik önemi haiz görülmeyen çoğu şirkete bu doğrudan hükümet destekleri sağlanmamıştır. Dolayısıyla, yüksek getirili tahvillerdeki genel temerrüt oranı 2019 yılındaki % 2,8'e kıyasla 2020 yılında % 6,7'ye yükselmiş ve rekor sayıda ABD şirketi iflas başvurusunda bulunmuştur. Nispeten fazla sayıdaki iflas, ABD özelinde zombi şirket paylarının hafiflemesine sebep olmuştur (Altman vd., 2022: 16).

Herhangi bir kamu müdahalesi olmasaydı zombi şirketlerin sayısının daha az olacağını tespit eden bir başka çalışmada, Hong vd. (2022), pandemi döneminde piyasadan çekilecek verimsiz şirket sayısının pandemi öncesi seviyelere kıyasla % 20 kadar artabileceğini saptamıştır. Yapılan araştırma normal dönemlerde destek alamayan daha az üretken ve daha düşük büyümeye sahip şirketlerin (pandemi, ekonomik kriz gibi) kriz dönemlerinde hükümet desteklerine daha kolay eriştiğini göstermektedir. Pandemi sırasında sağlanan destekler, başlangıçta ekonomi üzerindeki olumsuz şokun hafifletilmesi için gerekli görülse ve şirketleri zamanında kurtarmada etkili olsa da potansiyel yan etkilerine ilişkin endişeleri de doğurmuştur. Eğer desteklere devam edilir ve hatta iflas riski yüksek şirketlere karşı aşırı müsamaha gösterilirse, sağlıklı şirketlere şoklarla başa çıkma imkanı sağlanarak, zombi şirketlerin ayakta kalmasına yardımcı olunacağı ortaya konulmuştur (Albuquerque ve Iyer, 2023: 2).

3.1.1.4. İflas rejimleri

Büyük şokların ardından bazı ülkelerde zombi şirketlerin ortaya çıkması, ancak bu şoklardan aynı ölçüde etkilenen diğer ülkelerde aynı sorunun görülmemesinde; yapısal politikaların, özellikle de iflas rejimlerinin önemli bir rolü olduğuna dair görüşler bulunmaktadır. İflas rejiminin, şirketlerin iflas işlemlerinin zamanında başlatılmasını ve çözülmesini ne ölçüde desteklediğinin, zombi şirket oluşumu üzerinde potansiyel bir etkisinin bulunduğu düşünülmektedir (Andrews ve Petroulakis, 2017: 10). Çünkü etkin bir iflas ve yeniden yapılandırma sistemi, özellikle geçici finansal sıkıntıya sahip ancak yaşayabilir şirketlerin toparlanmasına ve kötü performans gösteren şirketlerin de zamanında ve minimum maliyetle piyasadan

çıkışını sağlamaya yardımcı olabilecektir (Bowman, 2022: 4). Burada dikkat edilmesi gereken husus, bir şirketin iflas ettirilmesinin her zaman olumsuz olarak algılanmaması gerektiğidir. Çünkü iflas; gerçekte kar yaratmayan, verimsiz şirketlerin yerini daha güçlü olanlara bıraktığı, ekonomik açıdan olması gereken bir süreci ifade etmektedir (Blazkova ve Chmelikova, 2022: 9).

Bir ülkenin güçlü bir iflas rejimine sahip olup olmadığı kararı ise, taşıyacağı birtakım özelliklere göre verilmektedir. Bunlar, ödeme için verilen minimum süre, erken uyarı mekanizması, iflas öncesi rejimler, küçük ve orta ölçekli işletmeler için özel iflas prosedürleri, alacaklıların yeniden yapılandırmayı başlatma kabiliyetleri, düşük derecede mahkeme katılımı ile dürüst ve hileli iflas arasındaki net bir ayrımı içermektedir. Bu özellikleri haiz olan, kurumsal yeniden yapılandırmanın önündeki engelleri ve iflasla ilişkili maliyetleri azaltacak iflas reformları, zombi şirketlere yapılacak sermaye yatırımını da azaltabilecektir (Bowman, 2022, s. 7). Bu bakış açısıyla bakıldığında; iflas süreci ne kadar hızlı tamamlanırsa, başarısız şirketlere bağlı kaynakların o kadar çabuk daha verimli kullanımlara yeniden tahsis edilebileceği söylenebilir (Andrews ve Petroulakis, 2017: 10).

Alacaklıya yönelik bir iflas rejiminin mi yoksa borçluya yönelik bir rejimin mi zombi şirket sorununda daha verimli sonuçlar üreteceği konusu ise önemli bir tartışma alanı olmuştur. Alacaklıya yönelik rejimler; yöneticilerin hızlı bir şekilde görevden alınması, teminatın derhal paraya çevrilmesi veya borcun geri alınmasını teşvik edebilmektedir. Dolayısıyla, borçlulara iflası ertelemeleri için destek olurken, aynı zamanda yaşayabilir şirketlerin tasfiyesine de neden olabilmektedir. Diğer taraftan, borçluya yönelik rejimler; bu süreçte yöneticiyi görevde bırakarak, alacaklıların teminatlarının icrasını durdurarak borçlu şirketin yeniden yapılandırılmasına izin vermektedir. Bu yolla aslında ayakta kalamayacak şirketlerin toparlanma olasılığı da artırılabilir (Carrillo vd., 2022: 7).

Uluslararası uygulamalar alacaklı ve borçluların hakları arasında denge kuran rejimlerin daha etkili olacağını göstermektedir. OECD bu kapsamda, iflas rejimlerinin aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak, yeniden yapılandırma anlaşmalarına olanak tanımlarını tavsiye etmektedir (McGowan ve Andrews, 2018: 8):

- i. Yöneticiler yeniden yapılandırma sürecinde görevlerinde kalmalıdır,

ii. Alacaklılar ödeme aczi durumunda hemen teminatları nakde çevirmemeli, ancak bu süre gelecekteki yatırımları caydırmayacak şekilde sınırlandırılmalıdır,

iii. Yeni finansmanı teşvik etmek için öncelik sıralamasından sapmalara izin verilmeli, ancak yalnızca teminatsız alacaklıların üzerinde yeni finansman enjekte edenlere öncelik verilmelidir,

iv. Muhalif alacaklıların en azından tasfiye durumunda alacaklarını almalarına izin verilmelidir.

Literatür incelendiğinde, rekabet baskısı altında kalan zombi şirketlerin piyasadan çıkmasının ya da toparlanmasının önündeki engeller dikkate alındığında, iflas rejimlerinin tasarımının son derece önemli olduğu görülmektedir. Örneğin Carreira vd. (2021) zombi şirketlerin ortalama olarak piyasadan çıkmaları için 3 yıl 6 ay ve toparlanmaları için 3 yıl 2 ay gerekeceği sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla zombi şirketlere hayatta kalamaz gözıyla bakılmaması, bu şirketlerin toparlanma ihtimalinin de göz önünde tutulması gerekmektedir. Gerçekten de aktif küçülmesi, devir ve birleşme gibi yeniden yapılanma ve borç yeniden yapılandırma gibi stratejiler izleyerek zombi şirketlerin iyileşme ihtimali artırılabilir (Carrillo vd., 2022: 8, Carreira vd., 2021: 12). Dolayısıyla, etkin bir iflas rejiminin sadece başarısız şirketlerin tasfiye edilerek piyasadan çekilmesi üzerinde değil, aynı zamanda bu şirketlerin rehabilite edilip sağlıklı şirket statüsüne gelmesi üzerinde de önemli etkileri olabilecektir (DeMartis ve Peter, 2021: 6).

İflas rejimlerinin zombi şirketlerin oluşumu üzerindeki etkisini inceleyen McGowan vd. (2017b), İngiltere'de iflas işlemlerinin, diğer OECD ülkelerine kıyasla oldukça verimli olduğunu ve bunun da 2007 sonrası zombi şirket payındaki düşüşü açıkladığını ve bu bulgunun politika yapıcılar için önemli olduğunu belirtmişlerdir. Dolayısıyla iflas rejimlerine yönelik bir reform, zombi şirketlerin piyasadan çıkışını veya yeniden yapılandırılmasını hızlandırarak, bu verimsiz şirketlerin payının azaltılmasına katkıda bulunacaktır. Andrews ve Petroulakis (2017) OECD iflas rejimi göstergelerini kullanarak, Avrupa ülkelerinin iflas prosedürlerini uygulamakta yavaş davranmasının, şirketlerin piyasadan çıkışları üzerindeki yavaşlatıcı etkisini analiz etmişlerdir. Bulgular, Almanya'da etkin bir iflas rejiminin uygulanması nedeniyle, sorunlu şirketlerin faaliyetine izin verilmediğine, dolayısıyla bu ülkede daha az zombi şirket bulunduğu işaret etmektedir.

Altman vd. (2022), icra prosedürlerinin daha etkili olduğu ülkelerde zombileşme oranının daha az olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yani, iflas mahkemeleri etkili bir şekilde çalıştıklarında ve icra süreci kısa olduğunda, şirketlerin içinde buldukları finansal sıkıntı durumunu yeniden yapılandırma yoluyla çözmek için yargı sürecine başvurma ihtimalleri daha yüksek olmaktadır. Bu da zombi şirket oranları üzerinde azaltıcı bir etkiye sahiptir. Diğer taraftan, çalışmada 2000-2009 yılları arasında iflas reformu uygulayan sekiz ülkede (Brezilya, Çin, Fransa, Hindistan, Japonya, İtalya, İspanya ve İngiltere), iflas yasası sonrası zombi şirket oranlarında ortalama olarak 1,3 puanlık bir azalma yaşandığına, bunun da ülkeler arası tarihsel ortalama yaklaşık % 25-30'luk bir azalmaya denk geldiğine dikkat çekilmiştir. Ayrıca, daha alacaklı dostu iflas yasaları benimsemenin, borçlu dostu iflas yasaları uygulamaya göre zombi şirket oranlarında %1,6'lık bir azalmaya yol açtığı tespit edilmiştir. Reformlarla alacaklı haklarının güçlendirilmesi sonucu, sıkıntıda şirketlerin daha büyük kısmının iflas etmeye başlamasının bu bulgunun elde edilmesinde payı olduğu söylenebilir.

Yeniden yapılanma ve iflas süreçlerinin zombi şirketlerin payı üzerindeki etkisini inceleyen Acharya vd. (2022), 2016'da Hindistan'da yeni yürürlüğe giren bir iflas yasasını analiz etmişlerdir. Çalışmada, iflas rejiminde yapılan reformun, özellikle devlete ait düşük sermayeli bankaların zombi kredisi verme davranışları üzerinde azaltıcı etki yarattığı saptanmıştır.

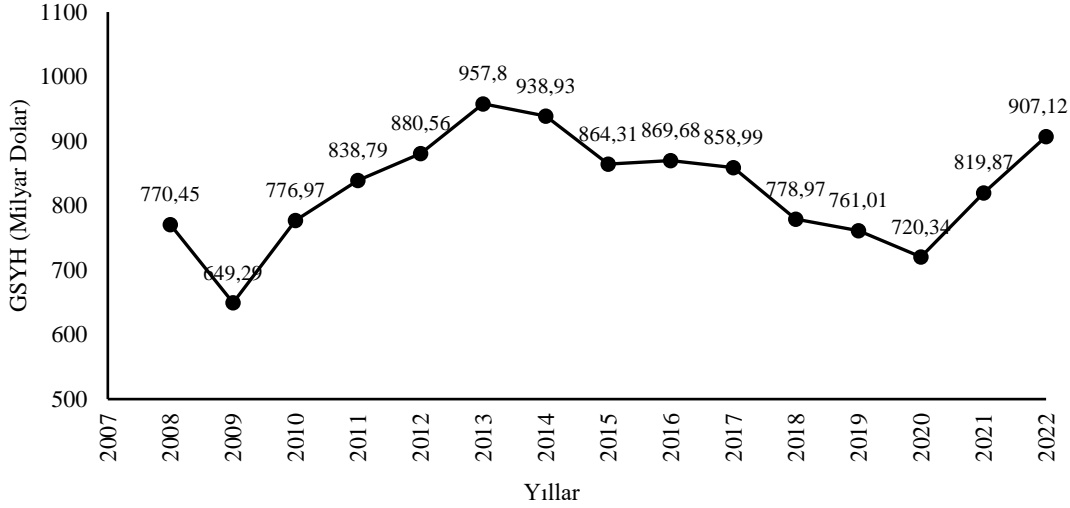
3.1.2. Zombi Şirketleri Belirleyen Türkiye'ye Özgü Faktörler

Türkiye'de zombi şirketlerin varlığını ortaya koyabilmek için, öncelikli olarak bu şirketlerin ortaya çıkmasına ve faaliyetlerini sürdürmesine olanak tanıyan koşulların ne ölçüde mevcut olduğunun incelenmesi gerekmektedir. Önceki kısımda tartışılan, zombi şirketleri ortaya çıkaran genel faktörlerden yararlanılarak; bu bölümde Türkiye'de seçilmiş bazı ekonomik göstergelerin gelişimi, Türk şirketlerin finansal yapıları ve iflas prosedürlerinin işlerliği gibi ana faktörler incelenmektedir.

3.1.2.1. Makroekonomik koşullar

Ülke ekonomik koşulları, zombi şirketlerin ortaya çıkmalarına ve hayatta tutulmalarına elverişli bir ortam yaratabilmektedir (Acharya vd., 2022: 2). Türkiye'de zombi şirket varlığına yönelik ilk kanıtlar, bu şirketlerin yaşayabilmelerine elverişli

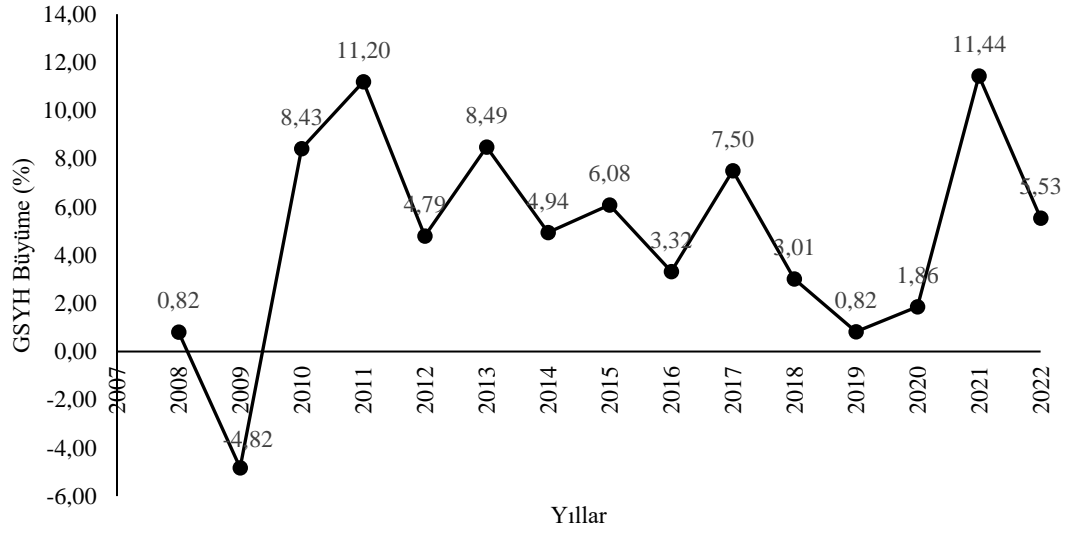
ekonomik koşulların bulunup bulunmadığına yönelik incelemeler ışığında elde edilebilir. Bu amaçla, Türkiye ekonomisinin 2008-2022 dönemi genel görünümü hakkında bilgi edinebilmek için, cari fiyatlarla yıllık Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYH) verilerinin dolar cinsinden gösterimi Şekil 3.1.'de yer almaktadır.



Şekil 3.1. Cari fiyatlarla GSYH (milyar dolar)

Kaynak: Dünya bankası, data.worldbank.org.

Şekil 3.1.'den 2008-2022 yılları arasında gerçekleşen GSYH'nin yıllar içerisindeki seyri görülmektedir. GSYH olarak Türkiye, 2008 yılında tüm dünyayı etkileyen finansal kriz döneminde yaşadığı kısmi düşüşün ardından, 2013 yılına kadar ciddi bir artış trendi gerçekleştirmiştir. 2013 yılında GSYH 957,8 milyar dolar seviyesine yükselerek, analiz döneminin en yüksek değerine ulaşmıştır. 2014 yılından itibaren bu olumlu tablo bozularak, 2020 yılına kadar devam eden bir düşüş pozisyonuna geçmiştir. 2020 yılında 720,34 milyar dolar olarak gerçekleşen GSYH'nin, 10 yıl önceki seviyelerine kadar gerilediği dikkat çekmektedir. 2020 yılından itibaren toparlanmanın yaşandığı ve yeniden yükselişe geçilerek son yıl olan 2022'de 907,12 milyara ulaşıldığı görülmektedir. Daha detaylı bir analiz için GSYH'deki büyüme oranlarına bakılması faydalıdır. Bu kapsamda hazırlanan Şekil 3.2. GSYH'nin yıllar itibariyle büyüme oranlarını vermektedir.



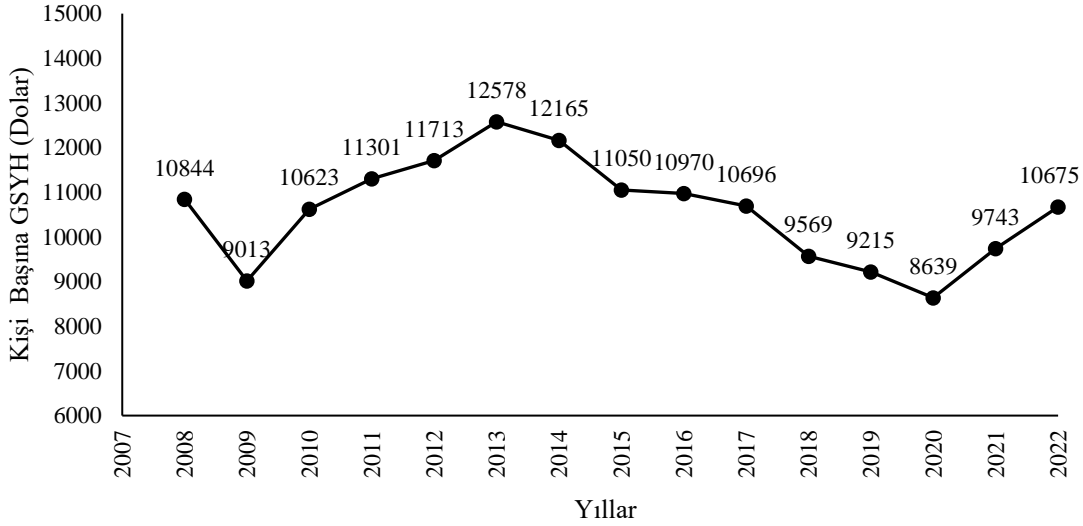
Şekil 3.2. GSYH büyüme oranları (%)

Kaynak: Dünya bankası, data.worldbank.org.

Türkiye ekonomisinin büyüme oranlarına bakıldığında, yıllar itibariyle keskin iniş ve çıkışların yaşandığı ve bu haliyle istikrarsız bir büyüme sürecinin gerçekleştiği görülmektedir (Bkz. Şekil 3.2.). Daha kapsamlı incelendiğinde, 2008 küresel finansal krizin etkisinin 2009 yılında Türkiye'nin büyüme oranlarına yansıdığı ve bu dönemde Türkiye ekonomisinin yıllık %4,82 oranında küçüldüğü göze çarpmaktadır. İncelenen zaman aralığında tek küçülmenin yaşandığı yıl 2009 yılı olmuştur. Fakat 2010 yılında hızlı bir toparlanma yaşanarak, yıllık %8,43 oranında büyüme kaydedilmiştir. Bu yıldan itibaren büyüme oranları aynı performansı sergileyemeyip düşük seviyelerde artış ve azalış gösterse de tüm yıllar boyunca pozitif kalmayı başarabilmiştir. 2019 yılına kadar büyüme oranlarının aşağı yönlü bir eğilim gösterdiğini söylemek mümkündür. Ancak 2020 yılından sonra ciddi bir büyüme yaşanmış ve yıllık %11,44 oranıyla analiz döneminin en yüksek büyüme seviyesi yakalanmıştır.

Türkiye'de kişi başına düşen GSYH seviyeleri Şekil 3.3.'te sunulmuştur. Küresel finansal krizin ardından 2009 yılında 9 013 dolara kadar gerileyen kişi başına GSYH, bu yıldan sonra artarak 2013 yılında maksimum seviye olan 12 578 dolara yükselmiştir. Ancak daha sonraki yıllarda aynı performans sergilenememiş ve kişi başına GSYH azalış eğilimi göstererek 2020 yılında 8 639 dolar seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu seviyenin önceki 12 yıl boyunca gerçekleşen değerlerin altında olduğu gözden kaçmamaktadır. 2020 yılından itibaren, toparlanmayla birlikte iyileşmeler

yaşanmış ve 2022 yılında Türkiye’de kişi başına düşen GSYH 10 675 dolar olarak gerçekleşmiştir.



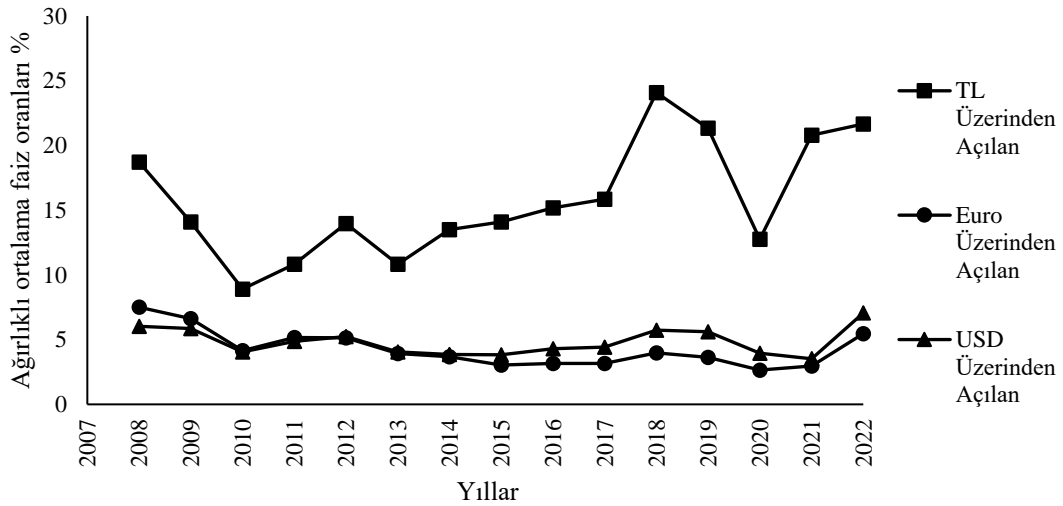
Şekil 3.3. Kişi başına düşen GSYH (dolar)

Kaynak: Dünya bankası, data.worldbank.org.

Türkiye ekonomisinin son 15 yılının genel görünümünü özetleyen Şekil 3.1, Şekil 3.2 ve Şekil 3.3'ün ortak noktası, 2008 küresel finansal krizin etkilerinin kısa süreli hissedildiği, 2010 yılından sonra hızlı bir toparlanmanın gerçekleştiği, 2013 yılına kadar iyimser bir tablonun sergilendiği ancak bu yıldan itibaren göstergelerde bozulmaların yaşandığıdır. 2020 yılına kadar devam eden bu bozulmada; bölgede devam eden jeopolitik gerginliklerin, 2016 yılında gerçekleşen darbe girişimi öncelikli olmak üzere yaşanan iç siyasal gelişmelerin, artan küresel ticaret savaşlarının etkisiyle turizm ve ticaret gelirlerinde görülen azalmaların etkisinin olduğu düşünülmektedir (T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2018: 19). Toplumsal ve politik süreçte yaşanan bu olumsuzluklar sebebiyle ekonomik faaliyetlerde meydana gelen daralma, pandemiye rağmen 2020 yılından sonra etkisini yitirmeye başlamış ve Türkiye ekonomisinin büyüme performansı bu yıldan sonra yükselme eğilimine girmiştir. Bu tespitler ışığında, ekonomik gidişatın daha olumsuz seyrettiği 2013 ve 2020 yılları arasında Türkiye'deki şirketlerin zombi statüsüne geçmelerinin tetiklenebileceği yönünde tahmin yürütülebilir.

Zombi şirketlerin canlı tutulabilmesi için ülke ekonomisinin yarattığı elverişli koşullara finansal sistemin katkıları da yadsınamaz bir gerçektir. Bankalar tarafından

bu şirketlere avantajlı faiz oranlarından sağlanan krediler, zombi şirketlerin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamaktadır (Acharya vd., 2019a: 3368). Türkiye’de de diğer ülkelere benzer şekilde, küresel finansal kriz sonrası dönemde, ekonomide yaşanan kısa vadeli sıkıntıların hafifletilmesi amacıyla, bankalar tarafından şirketlere mali durumları ve üretim potansiyelleri yeterince kontrol edilmeden kredi destekleri sağlanmıştır (Dinçer vd., 2023: 2). Bu tespitten yola çıkılarak, Türkiye’de bankacılık sektörü tarafından açılan ticari kredilere uygulanan faiz oranlarının, zor durumda olduğu bilinen borçluların kredi ödemelerinin rahatlatılması ve olağan faaliyetlerini yürütmelerinin sağlanması açısından önemi göz ardı edilmemelidir. Bu sebeple, Türkiye’de zombi şirketlerin varlığının önemli bir göstergesi olduğu kabul edildiğinden, bankalarca ticari müşterilere uygulanan faiz oranları analiz dönemi ile sınırlı olarak Şekil 3.4.’te verilmiştir.



Şekil 3.4. Ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları (%)⁷

Kaynak: EVDS, evds2.tcmb.gov.tr.

Türk Lirası (TL) üzerinden açılan kredilere uygulanan faiz oranları, Şekil 3.4.’ten görüleceği üzere, 2008 yılındaki %18,7 seviyesinden 2010 yılında %10’un altına düşerken, bu yıldan sonraki ilk yıllarda %10 ve 15 bandında seyretmiştir. Son yıllarda daha istikrarsız bir seyir izlemeye başlayan TL faiz oranları 2018 yılında

⁷ Ağırlıklı ortalama faiz oranları, ilgili hafta içinde banka bazında fiilen kullanılan kredi tutarlarının kredi türleri itibariyle müşteri bazında her bir krediye uygulanan faiz oranları ile ilişkilendirilmesi ve yıl bazına (bileşik faiz) getirilmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Ağırlıklı ortalama faiz oranları hesaplanırken diğer maliyetler hariç tutulmaktadır.

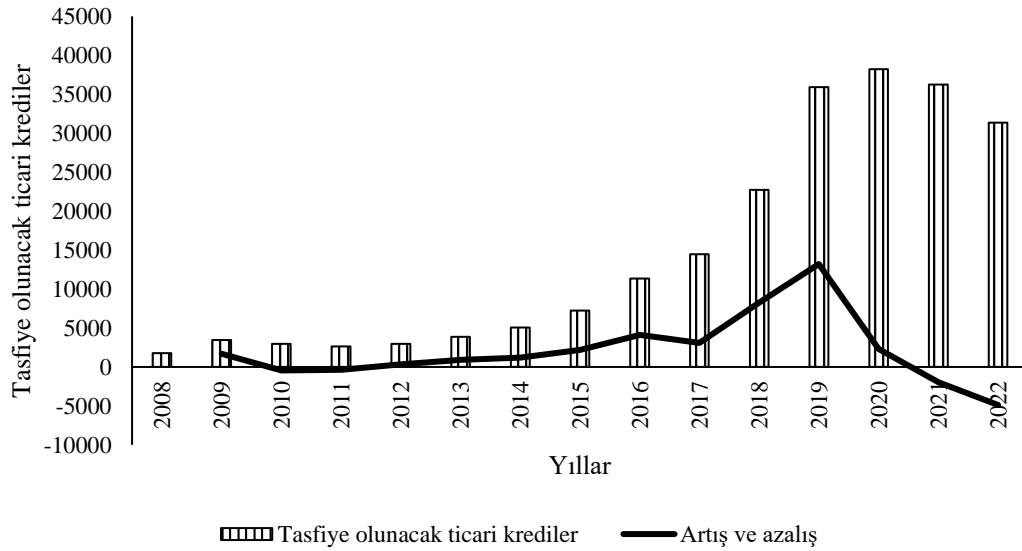
önemli ölçüde artarak %24 düzeyine çıktıktan sonra yeniden düşüşe geçerek, 2020 yılında %12,8'lere kadar gerilemiş ve analiz döneminin son yılı olan 2022'de yeniden %21,66 seviyelerine yükselmiştir. Döviz cinsinden kredilere uygulanan faiz oranları da benzer bir seyir izlemesine rağmen, buradaki artış ve azalışların daha sınırlı olduğu görülmektedir. Dolar cinsinden verilen ticari kredilerde faiz oranı tüm yıllar boyunca ortalama %4,82 iken, bu oran Euro cinsinden verilen ticari kredilerde ortalama %4,28 olarak gerçekleşmiştir.

Banerjee ve Hofmann (2018) yaptıkları çalışmada, faiz oranlarında yaşanan düşüşün zombi şirket payında bir artışa neden olacağını saptamışlardır. Bankalar sorunlu şirketlere uygun koşullarda kredi imkanı sağladıkça, bu durum zombi şirketlerin ortaya çıkması ve varlıklarını sürdürmeleri için uygun bir ortam sağlamaktadır. Bu tespitten yola çıkılarak Şekil 3.4. incelendiğinde; 2010, 2013 ve 2020 yıllarında zombi şirketlerin ağırlığının artması için gerekli ortamın oluştuğu söylenebilir. Fakat McGowan vd. (2017a) tarafından kullanılan yöntemin takip edileceği bu tez çalışmasında, faiz ödemelerini karşılamaya yetecek kadar faaliyet karı elde edememe şartı, zombi şirket tanımının ilk koşulu olarak ele alınacaktır. Bu sebeple, şirketlerin faaliyet karlarının iyileşmeyeceği varsayımı altında, faiz oranlarındaki bir artış faiz karşılama oranını azaltacaktır. Böylece, faiz oranlarında artışın görüldüğü dönemlerde, şirketlerin faiz yükünün artmasına bağlı olarak zombi statüsüne girme olasılıkları da yükselecektir. Bu bilgiler ışığında Şekil 3.4. tekrar incelendiğinde, 2010 yılına kadar azalma eğilimi gösteren zombi şirket paylarının bu yıldan itibaren artış trendine geçmesi ve bu trendin 2019 yılına kadar devam etmesi beklenmektedir.

Bankaların kredilendirme faaliyetlerinin, zombi şirketlerin ortaya çıkışı üzerinde oynadığı rolün altını çizen ifadelere, On Birinci Kalkınma Planı'nda rastlamak mümkündür. Plan'da, zombi şirketlerin Kredi Garanti Fonu (KGF) kefalet kredilerinden faydalanmalarının devam ettirilmesinin kısa vadede ve sınırlı düzeyde olumlu katkıların olacağı, ancak orta ve uzun vadede bu uygulamanın makro finansal ortama zarar verebileceği belirtilmektedir. Bu nedenle, makroekonomik ve finansal istikrarın tesisi ve devamı, yatırım ortamının sağlığı için, KGF kefalet desteğinin daha seçici bir şekilde yürütülmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu açıdan, ekonomiye katkısı kısıtlı olan zombi şirketler yerine, faaliyet karına sahip ancak geçici finansal sıkıntı

yaşayan verimli şirketlere odaklanması ve mümkün merteye küresel arz zincirine eklenilebilecek şirketlerin desteklenmesinin önemli olduğu da belirtilmiştir (On Birinci Kalkınma Planı, 2018:66). Bu ifade, Türkiye’de zombi şirket sorununa bankaların verdiği katkıyı dillendirmesi ve gerekli önlemler alınmazsa bu sorunun ekonomik ortam için zararlı sonuçlar doğurabileceğine işaret etmesi açısından önemlidir.

Türkiye’de zombi şirketlerin varlığına kanıt teşkil edebilecek bir başka gösterge, bankacılık sektörüne ait tasfiye olunacak ticari kredi verileridir. Tahsil imkanı sınırlı ve şüpheli hale gelen bu ticari alacakların bakiyeleri ve bu hesapta yıllar itibariyle görülen artış ve azalışlar Şekil 3.5.’te verilmiştir.



Şekil 3.5. Bankacılık sektörü tasfiye olunacak ticari krediler (milyon TL)

Kaynak: EVDS, evds2.tcmb.gov.tr.

Şekil 3.5.’in gösterdiği gibi, bankalar ve finansman şirketlerinin bilançolarında yer alan tasfiye olunacak alacak niteliğindeki ticari krediler hesabına 2012 yılından 2020’ye kadar her geçen yıl yeni tasfiye olunacak ticari kredi eklenmektedir. Bu sonuç ilgili dönemde finansal sıkıntı içerisinde olan ve bu sebeple kredi anapara ve/veya faizini vadesinde yerine getiremeyen şirketlerin olduğunu göstermektedir. Bu hesaptaki kredilerin yeniden yapılandırılıp canlı kredi grubuna aktarılmaları ya da borçlularına ilave finansman imkanları sağlanıp bu kredilere tahsil kabiliyeti kazandırılmaları sonucu; belirtilen imtiyazlar sağlanmamış olsaydı kredileri tasfiye

edilip iflas edecek olan şirketler faaliyetlerini devam ettirme olanağına kavuşmakta, bir başka ifadeyle zombi haline dönüşmektedirler (Acharya vd., 2022: 7).

2019 yılından sonra tasfiye olunacak ticari krediler hesabında azalışın olduğu gözden kaçmamaktadır (Bkz. Şekil 3.5.). Bu durum, temerrüde uğramış ve tahsili şüpheli bir hale gelmiş alacağın tahsil imkanının ortadan kalkması nedeniyle zarar kaydedilmesi sebebiyle gerçekleşmiş olabilir. Daha düşük olasılıklı bir başka sebep ise bu alacakların tahsil edilmiş olmalarıdır. Ancak net olarak elde edilen tespit, 2019 yılından sonra önceki yıllardan farklı olarak, temerrüde uğramış ticari kredilerin daha az payının yüzdürülmeye devam edildiğidir. Elde edilen bu bulgu çerçevesinde, 2019 yılından sonra zombi şirket paylarında azalmanın olması beklenmektedir.

Türk bankacılık sisteminde yeniden yapılandırma, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yayımlanan "Kredilerin Sınıflandırılması ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik" yedinci maddede şöyle tarif edilmektedir:

Canlı veya donuk alacaklar için uygulanabilen yeniden yapılandırma, kredi borçlusunun ödemelerinde karşılaştığı veya karşılaşması muhtemel olan finansal güçlükler nedeniyle borçluya tanınan ve geri ödeme sıkıntısı çekmeyen bir borçluya tanınmayacak olan imtiyazları ifade eder. Borçluya sağlanan imtiyazlar, finansal güçlük nedeniyle yükümlülüklerini yerine getiremeyen ya da getiremeyecek olan borçlu lehine; a) Kredi sözleşmesi koşullarının değiştirilmesi veya b) Kredinin kısmen veya tamamen yeniden finanse edilmesidir.

Yine aynı maddede yeniden yapılandırılmış bir donuk alacağın belirtilen koşulları sağlaması durumunda, ikinci grup altında canlı alacak olarak sınıflandırılacağı belirtilmektedir. Diğer taraftan, TFRS 9 uygulamayan bankalarca ikinci grup alacaklar için nakdi kredi toplamının %3'ü kadar karşılık ayrılırken, üçüncü, dördüncü ve beşinci grup donuk alacaklar için sırasıyla % 20, 50 ve 100 oranında karşılık ayrılması gerektiği de ifade edilmektedir. İlgili yönetmelikten de anlaşılacağı üzere, bir alacağın tahsil edilme kabiliyeti azaldıkça ayrılması gereken karşılık miktarı artmaktadır. Bununla beraber, bankaların ayıracakları karşılığın artması, daha fazla gider yazılması yoluyla karlılıklarının azalmasına neden olmaktadır. Karlılığın azalması ise özkaynakları düşürerek sermaye yeterlilik oranlarının olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Bankalar tarafından açılacak yeni kredilerin sınırının çizilmesi ve banka bilançolarının görünümü açısından sermaye

yeterlilik oranları önemli bir göstergedir (Peek ve Rosengren, 2005: 1145). Bu sebeple bankalar, zarar kaydedip sermaye yeterliliklerinin olumsuz etkilenmesine neden olmamak adına, temerrüde uğramış kredi borçlularına tavizler verme yolunu seçmektedirler (Hoshi, 2006: 30). Benzer bir durumun, Türkiye'deki bankalar için de geçerli olacağını ve bu davranışın özellikle banka bilançolarındaki tasfiye olunacak alacak tutarlarında artışın olduğu dönemlerde zombi şirket payını artıracığını söylemek mümkündür.

Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin seyri ve bankacılık sektörünün genel yapısı, analiz dönemi boyunca zombi şirketler için elverişli ortamın giderek arttığı sonucuna götürmektedir. Elde edilen bu sonuç, çalışmada özellikle 2020 yılına kadar, Türkiye'de zombi şirket varlığının tespit edileceğine yönelik sinyaller vermektedir.

3.1.2.2.Şirketlerin finansal yapıları

Zombi şirket literatüründe, zombi şirketlerin sağlıklı şirketlere göre önemli ölçüde daha zayıf finansal göstergelere sahip olduklarına yönelik tespitlerde bulunan çalışmalar mevcuttur (Albuquerque ve Iyer, 2023: 19). Bu nedenle, belirli bir ülke ve sektör düzeyindeki şirketlerin finansal göstergeleri üzerinde yapılacak bir analiz, o ülke ve sektördeki zombi şirket paylarına ilişkin bir tahmin oluşturulmasına yardımcı olabilir. Bu çerçevede, T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Girişimci Bilgi Sistemi'nden temin edilen toplulaştırılmış finansal verilerden yararlanılarak hazırlanmış ve Ek-1.'de sunulmuş olan temel finansal oranların incelenmesi, Türkiye'deki şirketlerin finansal yapılarının yıllık bazda görünümü hakkında detaylı bilgiler sağlayabilecek ve bu yolla Türkiye'de zombi şirket mevcudiyetine yönelik tahmin yapılmasını kolaylaştıracaktır. Her ne kadar toplulaştırılmış veriler dikkate alındığı için, finansal oranların olması gereken seviyelerde bulunup bulunmadığına dair yorum yapılması sağlıklı olmasa da yıllar itibariyle bu oranların seyrindeki değişime odaklanmak, Türk ekonomisinde zombi şirket oluşumu için elverişli ortamın varlığı hakkında bilgi sağlayabilecektir. Nitekim, tüm şirketler içerisinde hangi şirketlerin daha kötü finansal performans gösterip göstermediği ve bu şirketlerin ağırlıkları, bu çalışmanın analiz bölümünde detaylı olarak ele alınacaktır. Bu bölümde

ise sadece Türkiye’de şirketlerin finansal yapılarının genel görünümü ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Zombi şirketler borç yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğine sahip olmamalarına rağmen faaliyetlerini sürdüren şirketler olduğundan (Silva ve Gonçalves, 2022:2), likidite oranlarının da yetersiz olması beklenmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının yeterli gelişmişliğe ulaşmamış olması, gerçek anlamda sermaye şirketlerinin sayısının sınırlı olması gibi kurumsal nedenler ve şirketlerin varlık yapıları, işletmeleri daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanmaya itmekte ve bu durum, bu ülkelerdeki şirketlerin cari oranlarının gelişmiş ülkelere kıyasla daha düşük olmasına yol açmaktadır (Akgüç, 1995: 348). Ek-1’de yer alan tablo incelendiğinde, Türkiye’de şirketlerin cari oranının yıllar itibariyle ortalama olarak 1,3 seviyelerinde gerçekleştiği ve yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum, kısa vadeli yabancı kaynakların ortalama 1,3 katı kadar dönen varlıklara sahip olduğunu ifade etmektedir. Ancak şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini ödeme gücünün yeterliliği anlamında kanaat oluşması için ilave göstergeler de incelenmelidir. Bu kapsamda, asit test oranının ortalama 0,85 olduğu ve kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamak için stoklara bağımlı olduğu saptanmaktadır. Genel itibariyle likidite oranları yıllar boyunca kayda değer bir değişiklik göstermemektedir.

Şirketlerin yabancı kaynak kullanımını ne kadar yüksekse, zombi şirkete dönüşme olasılığı da o kadar yüksek olmaktadır. Çünkü yabancı kaynak ağırlıklı finansman yapısı, şirketleri faiz oranı, kur ve temerrüt riskine maruz bırakmaktadır. Ayrıca bu şirketlerin ihtiyaç duyulan zamanda, tutarda ve maliyette kredi alamama riskleri de bulunmaktadır (Şahin, 2023: 29). Tablodan gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’deki şirketlerin de yabancı kaynak ağırlıklı bir finansman yapısına sahip oldukları görülmektedir. Buna göre; şirketlerin ortalama % 64 kaldıraç oranıyla öz sermayelerinin çok üzerinde borçlanmaya gittikleri tespit edilmektedir. Ayrıca kaldıraç oranının yıllar itibariyle artış eğilimi gösterdiği de dikkatten kaçmamaktadır. Türkiye’deki kurumsal borç oranının yüksek ve giderek artan seyri göz önünde bulundurulduğunda, üstlenilecek finansman giderlerinin de yüksekliğine bağlı olarak, zombi şirketlerin ağırlığının yıllar itibariyle artacağı yönünde bir beklenti oluşturulabilir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon ve faiz oranlarında görülen dalgalanmanın ve sürekli artış eğiliminin yarattığı belirsizlik ortamı, kredi kurumlarının uzun vadeli kredi arzını sınırlandırmaktadır. Bu durum şirketlerin finansman ihtiyacını karşılamak için kısa vadeli banka kredisine ve satıcı kredisine yönelmelerine neden olmaktadır. Bu yapı, şirketlerin özellikle kısa vadeli borçlarının kaynak yapısı içerisindeki payını yükseltmektedir (Akgüç, 1995: 348; Şahin, 2023:29). Türkiye’deki şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynaklarının payı ortalama % 45 iken, bu pay son yıllarda ortalamanın üzerine yükselmiştir. Diğer yandan, yabancı kaynaklar içerisinde banka kredileri ortalama % 31’lik kesimi oluşturmaktadır.

Yükselen faiz oranları ile birlikte, kaldıraç oranı yüksek şirketlerin yükledikleri finansman gideri yükü de artmaktadır. Türk şirketlerin finansman giderlerinin net satışlara oranı ortalama % 2,72 olup, bu oran son yıllarda ortalamanın üzerinde bir seyir izlemiştir. Finansman giderlerinin ortalama % 74’ü ise kısa vadeli borçlanma giderlerinden oluşmaktadır.

Türk şirketlerinin stok bağımlılık oranının yüksekliği, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamak için ticari alacaklarının nakde dönüşmesi için gereken sürenin önemini ortaya koymaktadır. Bu bakış açısıyla tablo incelendiğinde, alacak tahsil süresinin ortalama 57 gün olduğu ve sürenin 2020 yılından sonra daha da azalarak, 2022 yılında 39 güne düştüğü anlaşılmaktadır. Buna karşın, ortalama borç ödeme süresi yaklaşık 61 gün iken, bu süre 2015 yılından sonra artarak finansman olanaklarını iyileştirmiş, ancak 2022 yılında kayda değer bir düşüş sergileyerek 48 gün olarak gerçekleşmiştir.

Şirketleri varlıklarının finansmanında yabancı kaynakları kullanmaya iten nedenlerden biri, karlılıklarının düşük olması ve bu düşük karlılığın otofinansman olanaklarını daraltarak öz sermaye yoluyla finansman imkanını azaltmasıdır (Şahin, 2023: 29). Türkiye’deki şirketlerin karlılık oranları incelendiğinde, son yıllarda yükselişlerin olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. 2022 yılında tüm şirketlerin net karının öz sermayeye oranı % 19,47 iken, aktif toplamına oranı % 5,73 ve net satışlara oranı % 4,39 seviyelerindedir. Ancak diğer stok değerlerin yer aldığı tüm finansal oranlarda olduğu gibi, karlılık oranlarında da enflasyon oranlarının artış eğiliminde olması ve enflasyon muhasebesinin uygulanmıyor olmasının yanıltıcı sonuçlara götürebileceği unutulmamalıdır.

Karlılık, verimlilik ve riskin bir ölçüsü olan varlık devir hızının analizi, borç ödeme yeteneğinin belirlenmesi ve bu yolla şirketlerin zombi statüsüne girme riskinin ölçülmesi açısından kritiktir. Genel olarak Türkiye’de katma değeri düşük varlıklara yapılan yatırımlar, düşük kapasite kullanım oranları, görece yüksek seyreden stok seviyeleri ve alacak tahsil sürelerinin uzunluğu, aktif devir hızının görece gelişmiş ülkelere nazaran daha düşük gerçekleşmesine neden olmaktadır (Şahin, 2023: 10). Türk reel sektöründe aktif devir hızı, tablodan da görüleceği üzere, 2014 yılına kadar ortalama bir seviyelerindeyken, bu yıldan sonra birin altına düşmüş ve son birkaç yıldır yeniden artışa geçmiştir. Bu sonuç, Türkiye’deki şirketlerin varlık kullanımlarında etkinliğin yeterli olmadığını göstermektedir. Aktif devir hızının yetersiz olması, Türkiye’deki şirketlerin finansal sağlıklarına zarar vererek, zombi statüsüne girmelerine neden olma ihtimalini yükseltmektedir.

Son olarak, literatürde yaygın bir şekilde zombi şirket tanımlamasında kullanılan, faiz ve vergi öncesi karın finansman giderlerine oranı olarak hesaplanan faiz karşılama oranı, tüm yıllar boyunca birin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum, ortalama olarak faiz ödemelerinin üzerinde faaliyet karı sağlandığına yönelik bir çıkarımda bulunulmasını sağlamaktadır.

Türk reel sektörünün genel finansal görünümü, kabaca yabancı kaynak ağırlıklı finansmana ağırlık verildiğini, buna karşın dönen değerlerin bu kaynakların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada yeterli olduğunu, ancak stok bağımlılığının da bulunduğunu gözler önüne sermektedir. Her ne kadar, elde edilen karlar yabancı kaynaklardan doğan faiz yükümlülüklerini yerine getirmede yeterli görünse de son dönemlerde artan faiz oranlarının, artan kaldıraç oranlarına bağlı olarak şirketlerin finansal riskini artırması muhtemeldir. Bu genel görünüm, Türkiye’de zombi şirket varlığının mevcut olduğuna yönelik sinyaller vermektedir.

3.1.2.3. İflas rejiminin görünümü

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) md. 376’nın üçüncü fıkrasında, yönetim kurullarının şirketin iflasını istemek zorunda oldukları durum aşağıdaki gibi ifade edilmiştir:

Şirketin borca batık durumda bulunduğu şüphesini uyandıran işaretler varsa, yönetim kurulu, aktiflerin hem işletmenin devamlılığı esasına göre hem de muhtemel satış fiyatları üzerinden bir ara bilanço çıkartır. Bu bilançodan

aktiflerin, şirket alacaklılarının alacaklarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması hâlinde, yönetim kurulu, bu durumu şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesine bildirir ve şirketin iflasını ister.

Madde hükmünden anlaşılacağı üzere, şirketin aktif toplamının borç yükümlülüklerini karşılayamaması halinde, şirket borca batık sayılmakta ve şirketin iflasının istenmesi gerekmektedir. Anonim şirketler için getirilen bu hükmün, TTK md. 633'te kıyas yoluyla limited şirketler için de uygulanacağı yer almaktadır. Dolayısıyla anonim şirket ve limited şirket yönetim kurulu üyeleri, şirketlerin borca batık olduklarını tespit etmeleri halinde, iflas başvurusunda bulunmakla sorumludurlar. Bu madde hükmünde aslında kanun koyucu, varlıkları yükümlülüklerini karşılamaya yetmeyen bir başka ifadeyle en uç zombi şirket türünü oluşturan negatif özsermayeye sahip şirketlere atıf yapmakta ve bu şirketlerin faaliyetlerini sürdürmelerine izin verilmemesini, piyasadan çekilmelerinin sağlanmasını istemektedir. Ancak bazı hallerde bu şirketlerin faaliyetlerini sürdürmelerine imkan sağlanması bakımından TTK kapsamında, iflastan kurtulabilmelerinin yolları da belirtilmiştir. Bu yollardan biri md. 376'nın üçüncü fıkrasında şöyle ifade edilmektedir:

Meğerki, iflas kararının verilmesinden önce, şirketin açığını karşılayacak ve borca batık durumunu ortadan kaldıracak tutardaki şirket borçlarının alacaklıları, alacaklarının sırasının diğer tüm alacaklıların sırasından sonraki sıraya konulmasını yazılı olarak kabul etmiş ve bu beyanın veya sözleşmenin yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliği, yönetim kurulu tarafından iflas isteminin bildirileceği mahkemece atanan bilirkişilerce doğrulanmış olsun. Aksi halde mahkemeye bilirkişi incelemesi için yapılmış başvuru, iflas bildirimini olarak kabul olunur.

Anılan hüküm bağlamında, şirketin borca batık halini ortadan kaldırmaya yetecek kadar alacaklıların sırasından vazgeçerek, alacaklarını tüm diğer şirket alacaklılarından sonra almaya razı olması ve bunun yerindeliği, gerçekliği ve geçerliliğinin mahkeme tarafından tayin edilen bilirkişilerce doğrulanması halinde şirket için iflas kararı verilemeyeceği anlaşılmaktadır. Aksi halde bu başvurunun iflas bildirimini kabul edileceği ve sırada en sona giderek şirketi iflastan kurtarmak isteyen alacaklının aslında alacağından feragat etmediği de açıktır. Bu imkan, özsermayesini kaybetmiş en uç zombi etiketine sahip şirketlere, sadece bankalarca değil aynı zamanda diğer alacaklılar tarafından da koruma sağlanmasına neden olmaktadır. Şirket bu yolla, verimsiz olmasına rağmen piyasada kalmaya devam edebilecektir.

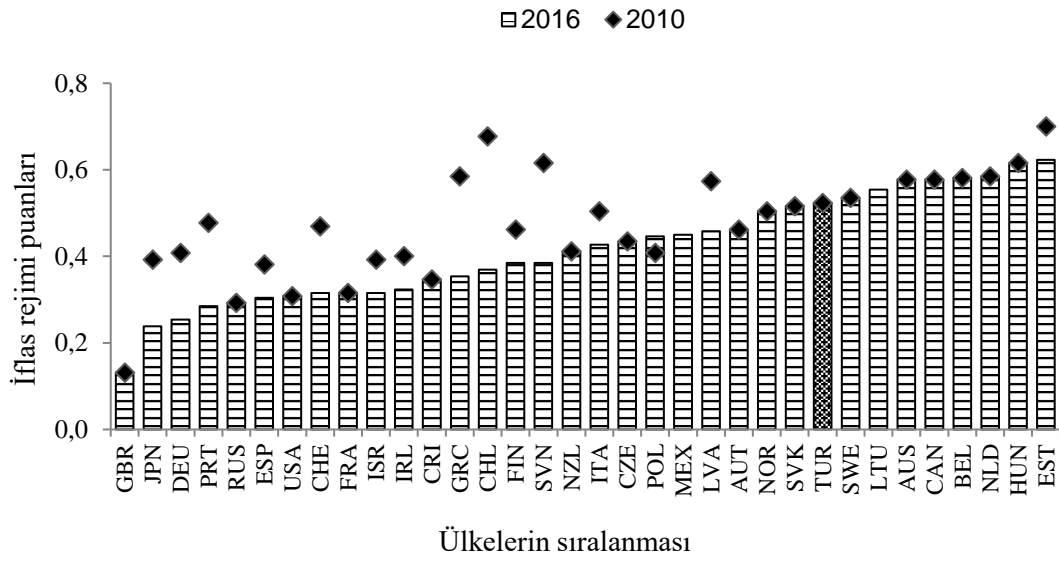
Ayrıca, TTK md. 377’de 28.02.2018 tarihinde yapılan değişiklikle md. 376/3 uyarınca yapılacak iflas talebiyle birlikte veya bu kapsamda yapılan iflas yargılaması sırasında, şirketin konkordato da talep edebileceği hükme bağlanmıştır. Böylece borca batık olduğu için kural olarak iflas etmesi gereken bir şirkete iflastan kurtulabilme olanağı daha tanınmıştır. 2004 Sayılı İcra ve İflas Kanunu (İİK) md. 285’de “Borçlarını, vadesi geldiği halde ödeyemeyen veya vadesinde ödeyememe tehlikesi altında bulunan herhangi bir borçlu, vade verilmek veya tenzilat yapılmak suretiyle borçlarını ödeyebilmek veya muhtemel bir iflastan kurtulmak için konkordato talep edebilir.” denilerek, hangi hallerde konkordato başvurusunda bulunulacağı hükme bağlanmıştır.

İİK md. 285 değerlendirildiğinde ilk göze çarpan; borç yükümlülüklerinin muaccel hale geldikten sonra ödenememesinden belki de daha önemli olan, henüz muaccel olmayan bir borç için de konkordato talebinde bulunarak iflastan kurtulabilmenin mümkün olmasıdır. Böylece şirketin gelecek dönemlerde likidite sıkıntısına düşeceğini ve ileri vadeli borçlarını ödeyemeyeceğini öngörmesi de borçlarının yeniden vadeye bağlanmasını veya indirim yapılmasını talep edebilme hakkını sağlamaktadır. Bu imkan, sadece negatif özsermayeli değil, faiz karşılama oranı birin altında olan zombi şirketlerin de faaliyetlerini sürdürebilmelerini sağlayabilmektedir. Dolayısıyla 2018 yılında yapılan bu düzenleme, normal koşullarda iflas etmek durumunda kalacak verimsiz şirketlerin hayatta tutulmasını kolaylaştırarak, Türkiye’deki zombi şirket sorununu alevlendirebilecektir. Nitekim uluslararası finans kuruluşlarınca yapılan analizlerde, zor durumdaki şirketlerin alacaklılarıyla mahkemelerde yaptıkları anlaşmalardan sonra, mevcut borçlarını zamana yayarak ödemelerine imkan sağlayan konkordato sisteminin, kurtarılması mümkün olmayan zombi şirketler tarafından suiistimal edildiği de belirtilmektedir (Balkan, 2023).

Konkordato hükümlerinin düzenlendiği İİK md. 285 ayrıca, borçlunun iflas tehdidi altında kalmaktan kurtulmasının sağlanması yoluyla alacaklıya alacağını tahsil etme şansını da vermektedir. Çünkü iflasın eşğine gelmiş verimsiz şirketlerin varlıklarının paraya çevrilmesinden sonra elde edilecek nakdin, şirketin kurtarılıp kar elde eder hale getirilmesinden sonra elde edilecek nakitten daha düşük olması muhtemeldir. Bu açıdan konkordato müessesesi sadece borçluyu değil, aynı zamanda

alacaklıyı da koruyan bir kurumdur. Tabi ki, kurtarıldığı düşünülen şirketin, verimsiz kalmaya devam ederek zombi şirket statüsünü koruması halinde yaşanacak kaybın daha büyük olmasının da bir başka ihtimal olduğunu belirtmek gerekir.

Türkiye’deki son iflas düzenlemelerinin zombi şirket yaygınlığı üzerinde artırıcı bir etkiye bulunacağı tespitinin ardından, Türkiye’nin iflas rejimi ile diğer OECD ülkelerinin iflas rejimleri arasındaki farklılıklardan da bahsetmek yararlıdır. Bu kapsamda, OECD iflas rejimi göstergeleri Şekil 3.6.’da verilmiştir.



Şekil 3.6. OECD ülkelerinin iflas rejimi göstergesi sıralaması⁸

Kaynak: OECD Insolvency Indicators, www.oecd.org

İflas işlemlerinin daha hızlı başlatıldığı, iflas işlemlerinin süresinin daha kısa olduğu, yeniden yapılandırmanın daha kolay olduğu ve erken uyarı mekanizmalarının güçlü olduğu en az katı iflas rejimine sahip olan Birleşik Krallık’tan (GBR), en katı iflas rejimine sahip Estonya’ya (EST) doğru 34 ülke sıralamasının yer aldığı şekilde Türkiye (TUR) 26. sırada yer almaktadır. Bu sıralama, nispeten katı iflas rejimi yapısına sahip Türkiye’de yeniden yapılandırmanın önünde yüksek engellerin olduğunu, buna karşılık iflasa sebebiyet veren başarısız girişimciye çok düşük müeyyidelerin uygulandığını göstermektedir. Yapılan çalışmalarda, iflas rejimlerinin

⁸ Ülkeler seçilmiş bazı iflas düzenleme ve uygulamalarına göre puanlanmaktadır. Bunlar; başarısız girişimciye cezalandırma, iflas tahliyesi süresi, muafiyet, erken uyarı mekanizmaları, KOBİ’lere özel iflas işlemleri, yeniden yapılandırma araçları (alacaklıların yeniden yapılandırmayı başlatma yeteneği, yeni finansman imkanı ve önceliği) ile mahkemenin katılım derecesi, dürüst ve hileli iflas arasındaki ayırım, çalışanların hakları gibi göstergeleri ifade etmektedir.

kurumsal yeniden yapılandırmayı gereğinden fazla engellemediği ülkelerde, banka sağlıklarında gerçekleştirilecek iyileştirmelerin zombi şirket sorununu azaltacağına yönelik kanıtlar mevcuttur (McGowan ve Andrews, 2018: 23). Bu kapsamda, Türkiye’de yaşayabilir şirketlerin yeniden yapılandırılmasını sağlayacak erken uyarı mekanizmalarının güçlendirilmesini, şirketlere mali durumlarının analizini yapabilme konusunda danışmanlık sağlanmasını, yeniden yapılandırmanın zamanında başlatılmasını, borçluların ve alacaklıların erken müdahale etmesine imkan tanınabilmesini sağlayacak bir iflas reformunun, zombi şirketlerin sayısının azaltılmasına katkıda bulunacağı; ancak iflas rejiminin bu haliyle zombi şirketlerin sayısında bir artışı kaçınılmaz kılacağı söylenebilir.

3.2. Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Olası Etkileri

Zombi şirketlerin karakteristik özellikleri incelendiğinde, bu şirketlerin sağlıklı şirketlere nazaran daha düşük performansa ve sorunlu bir finansal yapıya sahip oldukları görülmüştür. Ancak bu şirketlere yönelik asıl endişe, sağlıklı bir yapıda olmalarından değil, bulaşma yoluyla kendi paydaşları veya rakipleri olabilecek sağlıklı şirketlere kalıcı zararlar verebilmelerinden kaynaklanmaktadır (San-jose vd., 2021: 4). Asıl olarak, desteksiz ayakta duramayacak olan bu şirketlerin, rekabet düzeylerini ve değer yaratma kapasitelerini zayıflatma yoluyla diğer şirketlere aktardıkları risk nedeniyle, bir bütün olarak ekonomi için potansiyel bir tehdit oluşturduğu düşünülmektedir (Urionabarrenetxea vd., 2018: 408).

Zombi şirketlerin kendi paydaşlarına verdikleri zararlar; tedarikçilerine, kreditorlerine, çalışanlarına ve aslında kamu idaresine devrettikleri risklerdir. Örneğin, şirketin vergi öncesi karı ile ilgilenen devlete, art arda zarar edilmesi halinde kurum kazancı üzerinden vergi ödeyememektedirler. Devlet tarafından alınan bu vergiler; yol, köprü, demiryolu, okul gibi sermaye harcamalarının finansmanında kullanılmaktadır. Bu harcamalar aynı zamanda bir ülkedeki ekonomik faaliyetleri olumlu yönde etkileme amacıyla devletler tarafından kullanılan genişletici maliye politikası araçları olduğundan, bu şirketlerin negatif karlılığı, dolaylı olarak vergi gelirleri yoluyla ekonomik faaliyetler ve performans üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır (Naimo ve Ogbeide, 2022: 143). Başka bir ifadeyle, bu şirketler ekonominin toparlanmasına yardımcı olmayı amaçlayan politika araçlarının

etkinliğini bozabilmektedir. Benzer şekilde, faiz yükümlülüklerini bile yerine getiremeyen bu şirketler, faaliyet gösterdikleri çevrede alacaklılar, çalışanlar ve genel halk gibi çeşitli paydaşların ihtiyaçlarını karşılamada da doğal olarak zorluk yaşamakta, sosyal sorumluluk bilincini yerine getirememektedir (Cella, 2020: 6).

Zombi şirketlerin rakiplerine verdikleri en büyük zarar ise, bankalar ve diğer kurumlar tarafından sağlanan kaynakları daha düşük maliyetle temin etmelerinden dolayı, onlarla aralarında haksız rekabet ortamı yaratmalarıdır (San-Jose vd., 2021: 4). Böylece kaynakların sağlıklı şirketlere tahsis edilmesini engelleyerek, onların performanslarının durgunlaşmasına neden olmaktadır (Silva ve Gonçalves, 2022:2). Bu durum aynı korku filmlerindeki zombilerin yaptığı gibi, sağlıklı şirketlerin de zamanla zombiye dönüşmesine sebep olabilir (Hoshi, 2006: 32). Dolayısıyla ekonominin bir kesimini korumak için gösterilen çaba, aslında bir bütün olarak ekonomiye kalıcı zararlar verebilmektedir (Hoshi, 2006: 30).

Genel ekonomi üzerinde sarmal etkilere neden olan zombi şirketlerin sayısında yaratılacak azalmanın, önemli ekonomik kazançlar sağlaması beklenmektedir (Carreira vd., 2021: 2). Özellikle, bu sağlıksız şirketlerin elinde tutulan üretim faktörlerinin elden çıkarılması, bunları daha etkin kullanabilecek işletmeler ve girişimciler açısından yeni fırsatlar yaratabilecektir (Frick, 2022). Gerçekten de zombi şirketlerin hayatta kalmaya devam etmesi, aşağıdaki ekonomik sonuçları doğurmaktadır (McGowan vd., 2017a: 7; Wang ve Zhu, 2020: 4):

- i. Teknolojide üstünlüğe sahip olan genç şirketlerin piyasaya girişini caydırarak yaratıcı yıkım sürecinin işlemlerini engellemektedir,
- ii. Endüstri içinde ve endüstriler arasında kaynakların yeniden tahsis edilmesini potansiyel olarak engellemektedir,
- iii. Daha üretken şirketleri dışlayarak onların yapacakları yatırım ve istihdam artışını baskılamaktadır ve
- iv. Endüstri düzeyinde ortalama verimliliği aşağı çekerek, toplam verimlilik düzeyini doğrudan düşürmektedir.

Bu kısımda, daha önce farklı ülke ekonomileri üzerinde yapılan çalışmalar sonucu elde edilen bulgulardan yararlanılarak, zombi şirketlerin sağlıklı şirketler ve genel ekonomi üzerindeki etkileri, yukarıda sayılan maddeler çerçevesinde gruplandırılarak ele alınmaktadır. Dördüncü bölümde, Türkiye'deki zombi şirketlerin

ekonomi üzerine etkileri analiz edilirken, buradaki bulgulardan yola çıkılarak tahminler oluşturulacak ve test edilecektir.

3.2.1. Yaratıcı Yıkım Sürecinin İşlemesini Engellemesi

Schumpeter'in tarifıyla yaratıcı yıkım sürecinde; yeni ürünlerin geliştirilmesi ve daha verimli üretim proseslerinin uygulanması, modası geçmiş üretim tekniklerinin yok olmasına neden olmaktadır. Bu sürecin işlediği durumlarda, düşük performans gösteren şirketlere destek sağlanmamakta, bu şirketler kendilerini yenilemeye veya faaliyetlerini durdurmaya zorlanmaktadır. Böylece destekler, bunları daha verimli kullanabilecek yenilikçi ve büyüme potansiyeline sahip şirketlere kolayca aktarılmaktadır (Logarusic ve Kristic, 2022: 161).

Zombi şirketlerin olmadığı ekonomilerde, piyasada faaliyet gösteren mevcut sağlıklı şirketler ve piyasaya girebilecek potansiyel yeni katılımcılar bulunmaktadır. Ekonomide görülebilecek bir şok, bankaların ve yatırımcıların teşviklerinde bozulmanın olmadığı tam rekabet koşullarında, daha düşük performans gösteren şirketlerin piyasadan ayrılmasına neden olacaktır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 25). Ancak çalışmalar göstermektedir ki; zayıf performanslarına rağmen zombi şirketlere kaynak aktarılmaya devam edilmekte ve yaratıcı yıkım sürecinin işlemesine engel olunmaktadır (Logarusic ve Kristic, 2022: 161). Bir başka ifadeyle, zayıf performans gösteren şirketler piyasada çeşitli çarpıklıklar yaratarak, piyasayı olması gerekenden daha az rekabetçi hale getirmekte ve başarısız şirketlerin piyasadan doğal çıkışına engel olmaktadır (Cella, 2020: 9).

Yaratıcı yıkım sürecinin başarılı bir şekilde işlemesi, şirketlerin hayatta kalma mücadelesinin olumlu dışsallıklarını ortaya çıkarması açısından önemlidir. Örneğin fiyatların veri olduğu rekabetçi bir ortamda, bir şirketin hayatta kalabilmesi için daha düşük maliyetle üretim yapabilmesi, bunu sağlayabilmesi için de üretim teknolojisini geliştirmesi gerekmektedir. Bu gelişimi başaramayan verimsiz şirketlerin ise rekabet güçleri düşmekte ve bu şirketler piyasadan çıkmaya zorlanmaktadır. Böylece daha çok araştırma yapan ve teknolojik gelişme sağlayabilen yeni şirketler pazara girmeyi değerli bulmakta ve üretken olmayan yerleşik şirketlerin yerini daha üretken yeni girenler almaktadır. Üretkenlikleri düşük olan birimlerin çıkışı ve daha üretken

birimlerin girişi, ekonomik büyüme için gerekli olan gelişmiş teknolojik altyapının sağlanmasında ve verimlilik artışında önemli bir rol oynamaktadır (Hoshi, 2006: 32).

Ekonomik büyümenin ayrılmaz bir parçası görülen yaratıcı yıkım sürecinin başarılı bir şekilde işlemediği ekonomilerde zombi şirketler, hem piyasada yerleşik olan sağlıklı şirketlerin genişleme imkanlarını daraltmakta hem de piyasa tıkanıklığı oluşturarak yeni sağlıklı şirketlerin piyasaya girişini engellemektedir. Çünkü yeni girenler ve sağlıklı yerleşikler mal, işgücü ve fon piyasalarında zombi şirketler ile sürekli rekabet etmek zorunda kalmaktadır. Tam tersine zombi şirketler ise, aşırı korunmaları sebebiyle, karlılık konusunda herhangi bir endişe duymalarına gerek kalmayarak, piyasada faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedirler (Hoshi, 2006: 33). Bu durumda zombi şirketler sadece yenilikçi şirketlerin girişlerini caydırmakla kalmamakta, aynı zamanda özellikle üretken olan genç şirketlerin giriş sonrası verimli çalışma ve yükselme yeteneklerini de kısıtlamaktadır (McGowan vd., 2017a: 7; Albuquerque ve Iyer, 2023: 25). Bu nedenle birçok araştırma, zombi şirketlerin piyasadaki çıkması durumunda, üretken şirketlerin iş dinamiklerini harekete geçirecek, hızlı büyüme alanlarını genişletecek ve yeni araştırma ve geliştirme çabalarını güçlendirecek üretim faktörlerini elde edebileceğini iddia etmektedir (Yamada vd., 2023: 10).

Zombi şirketlerin başarısız olmalarına rağmen piyasadaki çekilmedikleri ve kendilerinden daha başarılı olacak şirketlerin de piyasaya girişini kısıtladıkları, bir başka ifadeyle yaratıcı yıkım sürecinin işlemediklerini engelledikleri yönünde farklı ülke ekonomileri üzerinde yapılmış çalışmalar ile elde edilmiş kanıtlar mevcuttur. Bu çalışmalardan birinde Caballero vd. (2008), zombi şirketlerin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerine ilişkin kapsamlı bir teori sunarak, sağlıklı şirketlerin sübvansiyonlu kredi alarak temerrüde düşmek ve piyasadaki çıkmak yerine hayatta tutulduğu, böylece, ekonomide bu şirketler olmasaydı işleyecek olan yaratıcı yıkım sürecinin bozulduğunu saptamışlardır. Yaratıcı yıkım sürecindeki bozulmanın ayrıca üretkenliği olumsuz etkilediği ve daha da önemlisi zombi şirketlerin payı arttıkça sağlıklı şirketler için daha büyük rekabet bozulmaları ortaya çıkardığı da belirtilmiştir.

Caballero vd. (2008) tarafından elde edilen tespitlerin bir benzeri, McGowan vd. (2017a)'nin çalışmasında da sağlanmıştır. OECD ülkeleri üzerinde gerçekleştirilen çalışmada, bu ülkelerdeki zombi şirketlerin yarattığı tıkanıklığın, inovasyonda

karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olan ve yerleşik şirketlere üretkenliklerini artırma konusunda (örneğin yeni teknolojiden yararlanmayı teşvik etme gibi) dolaylı baskı uygulayacak olan yeni ve genç şirketlerin piyasaya girişleri önünde engel oluşturduğu ortaya konulmuştur.

Zombi şirketlerin piyasaya yeni girişleri engellediğine yönelik bulguların elde edildiği çalışmada Hoshi ve Kim (2012), Koreli şirketler üzerine 2000-2010 yılları arası döneme ilişkin sektörel bir analiz gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucuna göre; ilgili dönemde veri tabanına giren yeni şirket oranı ile ortalama zombi şirket oranı arasında negatif ilişki görülmüştür. Buna göre; zombi yüzdesi % 9,7 arttığında, sektöre giriş oranı % 0,42 azalmaktadır. Benzer bir sonuç elde eden Gouveia ve Osterhold (2018), Portekiz ekonomisinde zombi şirketlerin daha fazla bulunduğu sektörlerde yeni şirket giriş oranlarının daha düşük olduğunu tahmin etmişlerdir. Çin şirketlerini inceleyen Geng vd. (2021), zombi şirketlerin oranındaki her % 1'lik artışa karşılık yeni şirketlerin giriş oranının % 0,049 azaldığı bulgusunu elde etmişlerdir. Bu etkinin, yüksek teknoloji sektöründe daha büyük olduğu da ayrıca belirtilmiştir.

Literatürde zombi şirketlerin sağlıklı şirketleri piyasadan çıkmaya zorladıklarına yönelik kanıtlar elde eden çalışmalar da mevcuttur. Albuquerque ve Iyer (2023), 63 ülkeye ait geniş çaplı örneklem kullanarak gerçekleştirdikleri analizde, zombi şirketlerin piyasadan çıkma ihtimallerini sağlıklı şirketlere göre daha az bulmuşlardır. Elde edilen bir diğer sonuca göre; zombi yoğunluğunun daha fazla olduğu sektörlerin, daha düşük zombi yoğunluğuna sahip sektörlerle kıyasla sağlıklı şirketleri piyasadan uzaklaştırma eğiliminde olduğu ve bu eğilimin küresel finansal kriz sonrası daha da arttığı görülmüştür. Gend vd (2021) ise, zombi şirket payındaki % 1'lik artışın sağlıklı şirketlerin çıkış riskini % 0,099 oranında artırdığını tespit etmişlerdir.

3.2.2. Kaynak Tahsisinde Etkinliği Azaltması

Zombi şirketleri konu edinen çalışmalarda tespit edilen ortak sonuç, bu şirketleri hayatta tutmak için verilen her türlü desteğin, onların daha iyi bir ekonomik performans sergilemelerini sağlayamıyor olmasıdır. Çalışma bulgularına göre, eğer bu kaynaklar daha verimli görülen sağlıklı şirketlere verilmiş olsaydı, bunların daha verimli kullanılabileceği yönünde çıkarımlarda bulunulmuştur. Aslında bu tespitler, ekonomide kıt olan kaynakların etkin tahsisinin sağlanamadığını, bir başka deyişle

kaynakların daha verimli kullanılabilceği alanlara dağılımların yapılamadığını göstermektedir (Acharya vd., 2022: 9).

Kıt kaynakların verimsiz şirketlere tahsis edilmesinin orta ve uzun vadede sürdürülebilir ekonomik büyüme açısından önemli riskler barındırdığı yönündeki tartışmalar, 2019 yılında pandeminin ortaya çıkmasının ardından, gelişmiş ülke hükümetleri ve merkez bankaları tarafından uygulamaya konulan geniş çaplı parasal genişleme ve kurumsal mali destek programlarıyla daha da alevlenmiştir (Tuuli, 2023: 1). Pandemi ile mücadele amacıyla getirilen karantina önlemlerinin, zorunlu mal ve hizmet üretmeyen sektörlerdeki şirketlerin faaliyetlerini durdurmak zorunda kalmalarına ve satış gelirlerinde düşüşe neden olması, bu şirketlere verilen destekleri artırıcı politikalar izlenmesini sağlamıştır (Schivardi vd., 2020: 570). Karantina sürecinde verilen bu destekler ise, kısa vadede şirket iflaslarının önüne geçilerek istihdamın sürdürülmesini sağlaması açısından başarılı bir uygulama olarak görülse de özellikle verimsiz şirketlerin de bu desteklerden pay almaları, kaynak tahsisinin bozulacağı yönündeki endişeleri daha da artırmıştır (Yamada vd., 2023: 1).

Esas olarak zombi şirketlere verilen desteğin, kaynak tahsisi üzerinde meydana getirdiği bozulmalar, yaşanan pandemi sonrasında tüm gelişmiş ülkelerde görülmüş olmakla birlikte, tarihte daha önceki örneklerine de rastlamak mümkündür. Özellikle balon ekonomisinin çöküşünden sonra Japonya'da, küresel finansal kriz ve ülke borç krizlerinden sonra Avrupa ülkelerinde, borç genişlemesinin ardından Çin'de de benzer durumlar yaşanmıştır. Önceki çalışmalar, kaynak tahsisindeki bu tür bozulmaların, potansiyel olarak sürdürülebilir ekonomik büyümeyi olumsuz etkileme riski taşıdığını savunmaktadır. Bu nedenle, kaynak tahsisinde etkinliğin azalması; OECD, IMF, Dünya Bankası gibi birçok uluslararası kurum ve politika otoritesi arasında, ekonomik büyüme konusunda tartışılan en önemli konulardan biri haline gelmiştir. Ekonomiyle ilgili geliştirilecek her türlü politika ve uygulamalarda, kaynak tahsisinde etkinliğe dikkat edilmesinin hayati önem taşıdığı savunulmuştur (Yamada vd., 2023: 1).

Zombi şirketlerin kaynak dağılımlarında etkinliği bozulmalarına yol açan davranışlarından en önemlisi, finansal aracılık faaliyetlerini engelleyerek kredi kanallarını tıkamaları ve böylece sağlıklı şirketlere kaynak arzını azaltmalarındır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 27). Temelde, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara fon transferini içeren finansal aracılık hizmeti, olası bir kredi riski yani faiz ve anapara

geri ödemesinde yaşanabilecek temerrüt durumundan olumsuz etkilenebilmektedir. (Naimo ve Ogbeide, 2022: 144). Zombi şirketler tarafından, vadesi gelmiş çok sayıda borcun ödenemez hale gelmesi, finansal piyasaları derinden etkileyebilecek önemli borç temerrütlerine neden olabilmektedir. Bu açıdan kaynakları haksız yere tutan zombi şirketlerin varlığı, fonların fon açığı bulunan sağlıklı birimlere akışını sınırlandırmaktadır (Wang vd., 2022: 2).

Finansal aracılık faaliyetlerinin etkin işleyişinin önünde yaratılan engellerin bir başka ayağı, sağlıklı şirketlerin finansman maliyetlerinde sebep olunan artıştır. Çalışmalar, kredi arzının zombi şirketlere kaydırılmasının, sağlıklı şirketlerin borçlanabileceği faiz oranlarını artıracaklarını göstermektedir (Havemeister ve Horn, 2023: 3). Bunun nedeni, zombi payının daha yüksek olduğu ekonomilerde, kredi riskinin de daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Bankalar artan kredi riskine karşılık daha yüksek risk primi talep ederek, sağlıklı şirketlerin finansman maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Daha ileri seviyelerde, maliyetlerdeki artış nedeniyle dış fonlara erişimi kısıtlanan sağlıklı şirketlere, temettülerini dağıtmayıp karlarını yeniden yatırıma dönüştürmek yoluyla iç finansman kanallarını kullanmaktan başka çare bırakılmamaktadır. Hatta aşırı durumlarda, bu şirketlerin piyasayı terk etmesine bile yol açılabilmektedir (Silva ve Gonçalves, 2022: 5).

Zombi şirketlerin ekonomik etkilerinin analiz edildiği önceki çalışmalarda, bu şirketlerin kaynak tahsisinde etkinliği bozduğuna yönelik elde edilen tespitlere örnek vermek mümkündür. Caballero vd. (2008), 1990'lardaki Japon ekonomik durgunluğunu inceledikleri çalışmalarında, zombi şirketlere verilen desteğin, kaynakların düşük üretkenlik gösteren kullanımlarından (zombiler), yüksek üretkenlik gösteren kullanımlara (zombiler olmayanlar) yeniden tahsis edilmesini engellediğini saptamışlardır. Japonya ekonomisi üzerine yapılan bir başka çalışmada, Imai (2016), 1999-2008 döneminde Japonya'da arazi fiyatlarında görülen düşüşün sağlıklı şirketlerde fon sıkışıklığına neden olduğunu, buna rağmen bankalarca sağlanan kaynakların sağlıklı şirketlere gitmek yerine zombi şirketlere aktarıldığını tespit etmiştir. Ayrıca, elde edilen bu sonucun, zombi şirketlerin sürekli yenilenen kredilerden yararlanmasının Japonya'da yaygın bir uygulama olduğunu göstermesi açısından önemli olduğu dile getirilmiştir.

OECD ülkelerini inceleyen McGowan vd. (2017a), belirli bir sektörde zombi şirketlere verilen kaynaklardaki bir artışın, daha üretken şirketlerin sermaye çekme yeteneklerini azalttıklarını bulmuşlardır. 63 ülke verisini inceleyen Albuquerque ve Iyer (2023) de zombi şirketlerin kredi arzını sınırlandırma yoluyla yanlış kaynak tahsisi yarattıkları yönünde benzer sonuçlar elde etmişlerdir. 1998-2007 dönemi Çin şirket verileri üzerinden hareket eden Geng vd. (2021) ise, zombi şirketlerin oranında görülen her % 1'lik artışın, sektör içi ve sektörler arası kaynak tahsis etkinliğini sırasıyla % 0,33 ve % 0,14 oranında azalttığını tespit etmişlerdir. Çin ekonomisi üzerinde araştırma yapan bir başka çalışmada Feng vd. (2022), zombi şirketlerin finansal piyasalarda tıkanıklık yaratarak, kredi kaynağı tahsisindeki etkinliği bozduğunu ve sağlıklı şirketleri zorunlu olarak iç finansman kanallarına ittiklerini ortaya koymuşlardır.

3.2.3. Yatırım ve İstihdam Artışını Baskılaması

Finansal imkanlar sınırlı olduğundan, rekabetin hakim olduğu piyasalarda zombi şirketler, finansman açısından sağlıklı şirketler üzerinde dışlayıcı bir etki yaratabilmektedir (Wang ve Zhu, 2020: 4). Yapılan ampirik çalışmalarda, finansal kaynaklara erişimi sınırlandırılan sağlıklı şirketlerin, istihdam ve yatırım cinsinden ölçülen büyümesinin olumsuz etkilendiğine yönelik kanıtlar elde edilmiştir (McGowan vd., 2017a: 6). Çünkü zombi şirketler risklilikleri göz önüne alındığında, finansal kaynakları haksız yere düşük oranlardan emerek, sağlıklı şirketlerin dış finansman kaynaklarına erişim imkanlarını baskılamaktadır. Böylece sağlıklı şirketler daha yüksek faiz oranlarından kredi almak zorunda kalmaktadır. Kredi maliyetlerindeki bu artış, belirli bir noktadan sonra yatırımı cazip olmaktan çıkarabilmekte ve böylece bu şirketler yeni yatırımlara girişmekten caymak durumunda kalmaktadır (Hallak vd., 2018: 11). Bir başka ifadeyle, banka finansmanına erişimde zombi şirketlerce neden olunan zorluk, toplam sermayenin sınırlı olduğu varsayımı altında, sağlıklı şirketlerin finansman maliyetlerinin ve finansman güçlüğüne artmasına neden olarak, onların yatırım yapmalarını engellemektedir (Silva ve Gonçaves, 2022: 2; Han vd., 2020: 3).

Bankalar tarafından zombi şirketlere uygun koşullarda sağlanan zombi kredileri, daha önce de belirtildiği üzere, bu kredilerin verilmemesi halinde temerrüde düşecek

sağlıksız şirketleri canlı tutarak, faal şirket sayısında zombi kredisi olmayan duruma kıyasla aşağı yönlü bir ayarlamayı engellemektedir (Acharya vd., 2019b: 3). Ekonominin tam kapasitede olduğu varsayımı altında, zombi şirketlerin piyasadan çekilmek yerine faaliyetlerine devam etmeleri ise kapasite fazlalığı yaratmaktadır (Silva ve Gonçalves, 2022: 2). Bu durumda zombi şirketler ile rekabet eden sağlıklı şirketler, üretim süreçlerinde kullandıkları girdi malları için artan bir rekabet içerisine girmekte ve zombi şirketlerin yarattığı kapasite fazlalığı nedeniyle mal ve hizmetlerin aşırı arzı sonucu, ürün fiyatı ve kar marjında azalmayla karşı karşıya bırakılmaktadır (Acharya vd., 2022: 3). Aynı zamanda bu şirketlerin haksız rekabet sonucu azalan pazar paylarını yeniden kazanabilmek için de ürün fiyatlarını düşürmeleri gerekmektedir (Hallak vd., 2018: 11). Düşük ürün fiyatları ve yetersiz karlar, yatırımların finansmanı için ihtiyaç duyulan fon birikimini sağlayamadığından, bu durum sağlıklı şirketlerin yatırımları üzerinde daraltıcı bir etkiye neden olmaktadır (Silva ve Gonçalves, 2022: 2).

Sağlıklı şirketlerin yatırım olanaklarını sınırlandırmalarının yanı sıra, kendilerinin de yatırım yapmamaları nedeniyle, zombi şirketler ekonomideki sermaye birikimi üzerinde olumsuz etki meydana getirmektedir. Çünkü bu şirketlerin, kredi kurumları ve devlet tarafından sağlanan kaynakları yatırıma dönüştürmek yerine, nakdi borçlarını ödemedi kullandıkları, mevcut çalışmaların üzerinde yoğunlaştıkları belli başlı konulardan biri olmuştur (DeMartis ve Peter, 2021: 2). Örneğin, 13 OECD ülkesinin 2003-2017 dönemini araştıran McGowan vd. (2017a), hem zombi şirketlerin daha az yatırım yaptıklarını hem de eğer zombi şirketlerin payı sonraki yıllarda 2007 seviyesinin üzerine çıkmamış olsaydı, 2013 yılında sağlıklı şirketlerin yapacağı yatırımın ortalama % 2 oranında daha yüksek olacağını ve bu etkinin İtalya, Finlandiya ve İspanya'da daha yüksek görüleceğini tespit etmişlerdir.

Zombi şirketlerin yatırımlar üzerinde meydana getirdikleri olumsuz etkiye benzer bir mekanizma işgücü piyasasında da işlemektedir. Bu şirketler çalışanlarını ellerinde tutabilmek için ücretleri artırmakta ve böylece sağlıklı şirketleri işgücü piyasasından dışlamaktadır (Hallak vd., 2018: 11). Örneğin Japonya'da zombi şirketleri destekleyen bankaların mevduatlarını garanti altına alan hükümetin, istihdamı sürdürmek için çok verimsiz bir program yürüttüğü düşünülmektedir. Bu program yoluyla zombi şirketler, üretkenliği azalan işçileri çıkarmak yerine ellerinde

tutarak piyasa ücretlerini yüksek tutmuşlardır. Normal rekabet koşullarında oluşacak seviyenin üzerinde gerçekleşen ücretler istihdam talebinin azalmasına neden olarak, hükümet tarafından hedeflenenin aksine istihdam artışını baskılamıştır (Caballero vd., 2008: 1944). Dolayısıyla zombi şirketlerin istihdam taleplerini canlı tutmaları, ücretlerin olması gerekenden daha yüksek tutulmasına neden olmakta ve bu şekilde yaratılan çarpıklıklar, sağlıklı şirketlerin istihdam cinsinden büyüme olanaklarını sınırlamaktadır (Silva ve Gonçalves, 2022: 5).

Her ne kadar literatürde ağırlıklı olarak, zombi şirketlerin kaynakları tutarak sağlıklı şirketlerin istihdam imkanlarını baskıladıkları ve bu yüzden istihdamın olması gerekenden daha düşük sağlanmasına neden oldukları tespit edilmiş olsa da özellikle durgunluk dönemlerinde, bu şirketlerin desteklerle ayakta tutulmasının istihdam üzerinde kısa vadede olumlu ekonomik etkilerinin olacağı da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Caballero vd. (2008)'nin çalışmasındaki çarpıcı sonuçlardan biri bu durumu belgelemekte ve daha fazla zombi şirketin ortaya çıktığı sektörlerde iş kaybındaki artışın daha az olduğu ortaya konulmaktadır. Elde edilen bu sonuç, zombi şirketlerin hayatta kalmasının işsizliği azalttığını destekler niteliktedir.

Schivardi vd. (2017) de Caballero vd. (2008)'de elde edilen sonuçlarla benzer tespitlerde bulunarak, özellikle talep odaklı durgunluk dönemlerinde zombi şirketleri piyasadan çıkmaya zorlamanın daha yüksek işsizliğe, kullanılmayan kapasiteye ve talebin daha da azalmasına yol açarak durgunluğu daha da alevlendirebileceğini ifade etmektedir. Çalışmalarının ana sonucu; durgunluk dönemlerinde, en azından kısa vadede, daha az verimsiz şirketin piyasadan ayrılmaya zorlanması, girdi/çıkıtı dışsallıkları ve ters talep sorununun daha az yaşanmasını sağlayacaktır. Ters talep sorunu, işten çıkarmalar sonucu yaşanan gelir kaybı ve dolayısıyla tüm ekonomide (sağlıklı şirketler dahil) görülen talep daralmasını ifade etmektedir. Girdi/çıkıtı dışsallıkları ise, önemli tedarikçilerin ve müşterilerin faaliyetleri üzerinde olumsuz etkiler yaratılmasını belirtmektedir. Dolayısıyla zombi şirketlerin piyasadan çıkmasına izin vermek kısa vadede istihdam üzerinde olumsuz etkiler yaratabilecektir.

Schivardi vd. (2017) ile Caballero vd. (2008)'nin görüşlerine benzer minvaldeki görüşler, zombi şirketlere verilen desteğin kesilerek piyasadan çekilmelerinin sağlanmasının ilk etapta, toplam istihdam üzerinde azaltıcı bir darbe meydana getirebileceği, bu nedenle korunmalarının tercih edilmesi gerektiği yönündedir. Ancak

bu şirketlerin piyasadan çıkışına izin verilmesi halinde, yerinden edilen çalışanların topluma yükleyeceği maliyet, zamanla iki faktör tarafından azaltılabilecektir. Bu faktörlerden ilki, zombi şirketlerin yarattığı tıkanıklığın giderilmesiyle, genç ve verimli şirketlerin piyasaya girmesi sonucu istihdam talebi yeniden artacaktır. İkincisi, zombi şirketlerin piyasadan çıkışı, yerinden edilmiş bazı çalışanların kendi yeteneklerine daha iyi uyan bir işe atanmaları için bir alan yaratacaktır. Bu, özellikle zombi şirket yaygınlığının daha fazla olduğu birçok ülkede, yüksek vasıflı işgücünün nispeten düşük üretkenlik gösteren şirketlerde sıkışıp kaldığına dair elde edilen kanıtlar göz önüne alındığında önemlidir. Sahip olunan yeteneklerin yapılan işlerle daha iyi eşleştirilmesi, çalışanları daha üretken hale getirmekte ve böylece etkin kullanılmayan yeteneklerin hızla değer kaybetmesi riskini de azaltmaktadır (McGowan vd., 2017a: 32).

Her ne kadar zombi şirketlere sağlanan desteklerin, kısa vadede istihdamı korumayı başardığı görülse de uzun vadede zombi şirketlerin olmadığı duruma kıyasla daha az istihdam yaratılmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede zombi şirketlerin istihdam artışı üzerinde olumsuz bir etki doğurduğunu, ampirik çalışma kanıtlarına dayanarak söylemek mümkündür (Silva ve Gonçalves, 2022: 3).

3.2.4. Verimlilik Artışını Yavaşlatması

Dünyanın önde gelen ekonomileri, sürdürülebilir büyümeyi yakalayabilmek ve yeni bir ekonomik döngüye geçebilmek için daha fazla rekabetçi olma çabası içerisinde (Urionabarrenetxea vd., 2018: 408). Ekonomik büyümenin uzun dönemli temel faktörü ise; çıktının (üretilen mal ve hizmet miktarı) çıktıyı üretmek için kullanılan girdi sayısı ile karşılaştırıldığı bir ekonomik performans ölçüsü olan verimlilikte sağlanacak artıştır. Ancak son yıllarda, sürekli teknolojik gelişmelerin sağlanmasına ve artan vasıflı işgücüne rağmen verimlilik artışında bir yavaşlama görülmeye başlanmıştır (Logarusic ve Kristic, 2022: 158; Carrillo vd. 2022: 2). Verimlilik artışında görülen yavaşlama, bu artışın önündeki engellere daha yakından odaklanılmasını sağlamıştır. Şirket düzeyinde yapılan araştırmalar, verimlilikteki bu yavaşlamanın sebebi olarak, daha verimli ve daha az verimli şirketler arasında giderek artan verimlilik açığına işaret etmektedir (McGowan vd., 2017a: 6).

Yapılan araştırma sonuçları göstermektedir ki; en verimli şirketler büyümeye devam ederken, diğer şirketler (geride kalanlar) durgunlaşmış ve böylece büyüyen bir verimlilik açığına neden olunmuştur. Oysa rekabetçi yayılma modelleri, geride kalan şirketlerin öncü teknolojiyi benimsemelerini öngördüğünden ve teknolojiyi yakalayamayan geride kalan şirketler piyasadan çekilmek zorunda kalacaklarından, aradaki farkın artmasından ziyade kapanması beklenmektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 5). Ancak, tipik olarak rekabetçi bir piyasadan çekilmesi gereken düşük performans gösteren şirketlerin hayatta kalmaya devam etmeleri ve daha verimli şirketlerin ve yeni projelerin büyüme potansiyellerini dışlamaları, verimlilik açığının artmasına neden olmaktadır (McGowan vd., 2017a: 6).

Zombi şirketlerin fazla kapasite yaratıp ürün fiyatlarını azalttığı, kaynakları haksız yere ellerinde tutarak maliyetleri yükselttiği ve böylece sağlıklı şirketlerin karlılığını düşürdükleri önceki kısımda belirtilmiştir. Daha düşük karlılıkla karşı karşıya kalan sağlıklı şirketler ise, faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ekstra yüksek verimliliğe sahip olmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durum, aynı sektördeki zombi ve sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik farkının, zombi şirket oranının artmasına bağlı olarak artacağı anlamına gelmektedir (Hoshi ve Kim, 2012: 10).

Toplam verimlilikteki ülkeler arası farklılıkların, sektörler içinde şirket performansındaki yaygın asimetri ve heterojenlikten kaynaklandığı düşünülmektedir. Şirket verimliliğinin dağılımı tipik olarak ortalama etrafında kümelenmemekte, bunun yerine ortalamanın altında performans gösteren birçok şirket ve daha az sayıda yıldız performans gösteren şirket olduğu tespit edilmektedir. Ayrıca, heterojenlik derecesi de dikkat çekicidir. Örneğin ABD'deki dar tanımlanmış endüstrilerde bile, verimlilik dağılımının %90'lık dilimindeki şirketler, %10'luk dilimdeki şirketlerden iki kat daha verimli bulunmuştur (Andrews ve Petroulakis, 2017: 7).

Zombi şirketler verimliliği düşük şirketler olduğundan, onların varlığı hem (doğrudan) faaliyetlerine devam ederek hem de (dolaylı olarak) daha verimli şirketlerin piyasaya girişini engelleyerek, endüstrinin ortalama verimliliğini düşürmektedir (Caballero vd., 2008: 1964). Benzer şekilde zombi şirketlere sağlanan yüksek koruma, onların üzerlerindeki, maliyetleri azaltıcı etki sağlayacak üretim teknolojilerini geliştirmeleri yönündeki baskıyı da hafifletmektedir. Bu da verimliliklerini artırmalarının önünde büyük bir engel olmaktadır (Frick, 2022). Bu

bağlamda, zombi şirketlerin devlet sübvansiyonları aldıktan sonra fırsatçılığa ve ahlaki tehlikeye daha yatkın olması ve uzun vadeli operasyonel verimliliği göz ardı etmesi şaşırtıcı değildir (Silva ve Gonçalves, 2022:4). Bu açıdan, teoriye göre, verimli olmayan şirketler pazarın dışına itilirse, uzun vadeli ekonomik tablo aydınlanacaktır (Frick, 2022).

Teorik literatürde, zombi şirketlerin aşağıda belirtilen sebeplerden ötürü ekonomide verimlilik artışını yavaşlatmaya sebep olabilecekleri belirtilmektedir (McGowan vd, 2017a: 12):

- i. Zombi şirketlerin kendileri ortalama olarak sağlıklı şirketlerden daha düşük verimlilik sergilemektedir,
- ii. Daha verimli sağlıklı şirketlerin yatırımlarını dışlamaktadırlar,
- iii. Mevcut verimli şirketlerin pazar payını artırmalarını engelleyerek ya da yeni ve dinamik şirketlerin pazara girişini engelleyerek etkin kaynak tahsisini ve böylece verimlilik artışını engellemektedirler.

Zombi şirketlerin verimlilik üzerindeki olumsuz etkilerine yönelik ilk tespitler, Caballero vd. (2008) tarafından elde edilmiştir. Belirli bir sektördeki zombi yoğunluğundan dolayı, bu şirketler ile sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik açığının arttığına dair bulgular sağlanmıştır. Elde edilen sonuç, daha verimli potansiyel katılımcılar pahasına verimli olmayan şirketlerin korunarak, verimliliği azaltan piyasa çarpıklığı yaratıldığını göstermektedir.

Geniş bir OECD ülke örneği üzerinde inceleme yapan McGowan vd. (2017a), zombi şirketler ile sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik farkının, Caballero vd. (2008)'nin tespitlerine paralel olarak, sektördeki zombi yüzdesi arttıkça arttığını saptamışlardır. Zombi şirketler giriş engelleri yarattığından, yeni giriş yapanların, tıkanıklığın neden olduğu düşük karlılığı telafi etmek için daha yüksek bir verimlilik eşliğini aşmak zorunda bırakıldığı belirtilmektedir. Bu da zombi ve sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik farkının artmasına neden olarak gösterilmektedir.

Banerjee ve Hofmann (2018)'ın bulguları da Caballero vd. (2008) ve McGowan vd. (2017a) tarafından elde edilen sonuçları destekler niteliktedir. Ortalama olarak, zombi şirketlerin emek verimliliği ve toplam faktör verimliliği, sağlıklı şirketlere göre

daha düşük bulunmuştur. Tahminler, bir ekonomide zombi şirket payı % 1 arttığında, verimlilik artışının yaklaşık % 0,3 puan düştüğünü göstermiştir.

Zombi şirketlerin verimlilik artışını yavaşlattığına yönelik kanıtlar elde eden bir diğer çalışmada Carreira vd. (2021), imalat ve hizmet sektörlerinde bulunan Portekizli şirketlerin 2004-2017 verilerinden yararlanarak bir analiz gerçekleştirmişlerdir. Analizden hem toplam faktör verimliliği hem de iş gücü verimliliği açısından, zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerden daha az verimli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Zombi şirket ağırlığındaki % 1'lik bir düşüş, sektör toplam faktör verimliliğinde % 0,5, iş gücü verimliliğinde ise % 3,1'lik bir artış sağlamaktadır.

Türkiye'de zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin ekonomik faaliyetleri üzerindeki etkisini analiz eden tek çalışma olan Dinçer vd. (2023)'nde, 2012-2015 dönemi incelenmiştir. Elde edilen tespitlere göre, bir sektörde sermaye cinsinden zombi payı arttıkça, sağlıklı şirketlerin verimlilik artışı azalmaktadır. Bu sonucun, sermayenin zombi şirketlere aktarılmasının daha az sermayeye ulaşmak durumunda kalan sağlıklı şirketlerin verimlilik artışını olumsuz etkilemesinden kaynaklı olabileceği belirtilmiştir.



4. TÜRKİYE’DE ZOMBİ ŞİRKETLERİN YAYGINLIĞININ VE EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde, zombi şirketlerin belirlenmesi amacıyla yöntem geliştirilmekte ve bu yöntemden yararlanılarak Türkiye’de zombi şirket varlığına dair kanıtlar araştırılmaktadır. Diğer yandan, zombi şirketlerin sağlıklı şirketler ve nihayetinde ekonomi üzerindeki etkileri sabit etkili panel veri modeli yardımıyla analiz edilmektedir.

4.1. Çalışmanın Amacı, Önemi ve Kısıtları

Son dönemlerde hemen hemen tüm ekonomilerde yaratıcı yıkım sürecinin işlemediğine, bir başka ifadeyle verimsiz şirketleri verimliliklerini artırmaya ya da piyasadan çıkmaya zorlayacak mekanizmanın çalışmadığına dair kanıtlar elde edilmektedir. En dikkat çekici sonuçlar ise, bu mekanizmada yaşanan bozulmanın, zombi şirketlerin tüm şirketler içerisindeki payında (yaygınlığında) görülen artışla bağlantılı olduğuna yönelik elde edilmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada, Türkiye’de yaratıcı yıkım sürecinin ne ölçüde işlediğinin cevabı, sektörler ve yıllar itibarıyla zombi şirket yaygınlığı araştırılarak aranacaktır.

Önceki çalışmalarda, zombi şirketlerin varlığının ekonomi üzerinde zararlı etkiler meydana getirdiği ortaya konulmuştur. Bu şirketler hem kendilerinin daha verimsiz olmalarından hem de daha verimli şirketlerin rekabet güçlerini azaltmalarından dolayı, tüm ekonomilerin hedeflediği ekonomik büyümenin sağlanması için gerekli olan gelişmiş teknolojik altyapının oluşturulmasında ve verimlilik artışının sağlanmasında engelleyici rollerinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, Türkiye’deki zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin yatırım oranı, istihdam artışı ve verimlilik seviyeleri cinsinden hesaplanan performansları üzerindeki muhtemel etkileri araştırılacaktır. Böylece, Türkiye’de yaşanan ekonomik problemlerin arkasındaki potansiyel itici güçlerden birisine ışık tutulabilecektir.

Çalışmanın önceki çalışmalardan en önemli farkı, kullanılan veri setidir. Türkiye’de yerleşik borsaya kayıtlı olan veya olmayan tüm şirket verilerinin yer aldığı geniş ve yeni bir veri setinin kullanılmış olması çalışmanın önemini artırmaktadır. Çalışmanın bir diğer farkı, zombi şirket belirleme kriterlerine sağlanan metodolojik katkıdır. Daha önce literatürde kullanılmamış ve öncül çalışmalarda kullanılan

modellere getirilen eleştirilerin büyük bir kısmını yanıtlayan yeni bir model geliştirilerek, Türkiye'deki zombi şirketlerin belirlenmesinde kullanılmıştır. Diğer yandan, yerli literatürde daha önce incelenmemiş olan zombi statüsünün kalıcılığı, zombi şirketlerin yıllar ve iller bazında dağılımı ile farklı karakteristik özellikleri cinsinden ağırlıkları ortaya konulmuştur.

Çalışmanın en önemli kısıtı, finansal verilerin gecikmeli olarak veri setine yansıyor olmasıdır. Bu nedenle en son analizin gerçekleştirildiği yıl 2022 olmuştur. Ancak bu kısıtın tüm veri setleri için geçerli olması nedeniyle, çalışmanın önemini etkileyemeyeceği düşünülmektedir. Diğer yandan, Türkiye'de zombi şirketlerin oluşumu üzerinde etkili olabilecek faktörler belirtilmiş olmakla birlikte, bu faktörlerin muhtemel etkileri ampirik analiz bağlamında incelenmeyerek, sonraki çalışmalara bırakılmıştır.

4.2. Literatür Taraması

Zombi şirketlerin varlığı ve sağlıklı şirketler üzerindeki olumsuz etkileri konusunda ilk araştırma Japonya üzerinde Caballero vd. (2008) tarafından yapılmıştır. 1981-2002 döneminde Tokyo borsasında işlem gören şirketlerin analiz edildiği çalışmada, zombi şirket payının 1990'ların ortalarından itibaren keskin bir şekilde artarak, örneklemin son yılı olan 2002'ye kadar yüksek seviyelerde seyrettiği saptanmıştır. Aynı zamanda, bu şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki etkisi ampirik olarak analiz edilmiş, zombi şirket payının daha yüksek olduğu sektörlerde sağlıklı şirketlerin istihdam ve yatırım açısından ölçülen büyümesinin daha fazla dışlandığı, bu iki şirket türü arasındaki verimlilik açığının arttığı görülmüştür. Tokyo borsasında işlem gören şirket verilerinin incelendiği bir başka çalışmada, Fukuda ve Nakamura (2011), 1995-2004 dönemi boyunca zombi şirket payının sürekli arttığı yönünde benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Imai (2016) ise, 1999-2008 dönemi için, Japon küçük ve orta ölçekli şirket verilerini kullanarak gerçekleştirdiği analizde, Japonya'da bankalar tarafından sağlanan fonların sağlıklı şirketlerin yatırımlarından ziyade zombi şirketlerin üretken olmayan ve karsız yatırımlarına aktarıldığı tespitinde bulunmuştur.

Küresel finansal ve ülke borç krizlerinin ardından, zombi şirketlerin Japonya dışındaki diğer ekonomiler için de potansiyel bir tehdit oluşturduğu görülmüş ve uluslararası çalışmalar artmıştır. McGowan vd. (2017a), 2003-2013 döneminde 13

OECD ülkesinde zombi şirketlerin varlığını incelemişler ve yıllar itibariyle hem zombi şirket sayısında hem de bunlara bağlanan sermaye miktarı ile işgücü miktarında artış olduğunu tespit etmişlerdir. Caballero vd. (2008)'nin kullandığı ekonometrik modeli geliştirerek yaptıkları analizde, sektör düzeyinde zombi şirket payındaki artışın sağlıklı şirketlerin yatırımı ve istihdamı üzerindeki dışlayıcı etkiyi artırdığı yönünde, onların bulgularını destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir. Aynı zamanda, zombi şirketlerin piyasaya giriş engelleri yarattığı ve bu yüzden yeni giriş yapanların, tıkanıklığın neden olduğu düşük karlılığı telafi etmek için daha yüksek bir verimlilik eşiğini aşmaları gerektiğini, bunun da zombi ve sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik açığını artırdığını saptamışlardır.

McGowan vd. (2017a)'nin öncü çalışmasının ardından birçok ülke verisinin karşılaştırmalı olarak kullanıldığı çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Halka açık şirket verilerinden yararlanarak 14 gelişmiş ülke ekonomisi üzerinde yaptıkları çalışmada, Banerjee ve Hofmann (2018), zombi şirket ağırlığının 1980'lerin sonundan 2016'ya kadar yükseldiğini tespit etmişlerdir. Çalışmada ayrıca, bir sektörde zombi şirket payındaki % 1 puanlık artışın, sağlıklı şirketlerin sermaye harcaması oranını yaklaşık % 1 puan düşürdüğü, benzer şekilde istihdamda da % 0,26 puanlık azalmaya sebep olduğu bulunmuştur. Böylece bu şirketlerin piyasada tıkanıklık yaratmaları nedeniyle hem yatırım hem de istihdam düzeyinde sağlıklı şirketlerin büyümesini engellediklerini ve genel ekonomik performansa zarar verdiklerini doğrulamışlardır. 19 Avrupa ülkesi üzerinde yapılan araştırmada Hallak vd. (2018), zombi şirket payının özellikle ülke borç krizlerinden etkilenen ülkelerde daha fazla olmak üzere, 2010-2013 yılları arasında arttığını ortaya koymuşlardır. Bununla beraber, bir ülkedeki zombi şirket payı ne kadar büyükse, o ülkedeki sağlıklı şirketlerin büyümesinin o kadar düşük olduğu ve verimliliğinin o kadar yüksek olma eğiliminde olduğu teyit edilmiştir. 63 ülkenin verilerini kullanarak küresel çapta bir çalışma yapan Albuquerque ve Iyer (2023) tarafından da zombi ağırlığının daha yüksek olduğu sektörlerdeki sağlıklı şirketlerin hem maddi hem maddi olmayan varlık büyümesinde ve istihdam artışında azalma gözlemlenmiştir.

Ülke karşılaştırmalarının yanı sıra, farklı ülke ekonomileri özelinde gerçekleştirilmiş çalışmalar da mevcuttur. 2003-2013 dönemi Çin Sanayi İşletmeleri veri tabanı üzerinde gerçekleştirilen analizde, Wang vd. (2022), zombi şirketlerin borç

ile ağırlıklandırılmış payındaki artışın sağlıklı şirketlerin yatırımını azalttığı tespit edilmiştir. Benzer şekilde Çin şirket verilerini inceleyen Tan vd. (2016) tarafından, 2005-2007 döneminde zombi şirketlere verilen kamu desteklerindeki artışın sağlıklı şirketlerin yatırım oranını azalttığı bulunmuştur. Diğer taraftan, kamu yatırımlarının tüm şirketlerde istihdam artışı sağladığını ancak zombi şirketler olmasaydı bu artışın daha fazla olabileceği de belirlenmiştir. Koreli şirketler üzerine 2000-2010 dönemi için Hoshi ve Kim (2012) tarafından yapılan analizde, sektörde zombi şirket sayısı arttıkça sağlıklı şirketlerin istihdam ile yatırım artışı cesaretinin kırıldığı ve bu iki şirket grubu arasındaki verimlilik açığının genişlediği sonucuna ulaşılmıştır. Acharya vd. (2022) ABD şirketlerine ilişkin verileri kullanarak, zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin istihdam artışını ve sermaye harcamalarını olumsuz etkilediklerini saptamışlardır.

Literatürde öncü çalışmaların elde ettiği sonuçları destekleyen kanıtlar elde edemeyen çalışmalara da rastlamak mümkündür. Seçilmiş altı Orta ve Doğu Avrupa ülkesinin 2008-2016 dönemi şirket verilerinin incelendiği çalışmada, Logarusic ve Kristic (2022), zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin yatırım ve istihdam büyümesini negatif etkilemediklerini tespit etmişlerdir. Gerekçe olarak, ilgili ülke ekonomilerinde henüz tam kapasiteye ulaşılmadığından, zombi şirketlerin dışlama yaratmıyor olabileceği gösterilmiştir. Benzer şekilde, Portekiz şirketlerine ait verilerden yararlanan Silva ve Gonçalves (2022) çalışmalarında, zombi şirketlerde tutulan kaynaklarda görülen artışın sağlıklı şirketlerin istihdam büyümesini negatif etkilemediğini bulmuşlardır.

Türkiye’de zombi şirketlerin yaygınlığının yıllar itibariyle seyrini inceleyen bir çalışma bulunmamaktadır. Kaplanoğlu ve Yükçü (2020), Şahin (2021) ve Şahin (2023) çalışmalarında, örneklem dönemi boyunca ortalama zombi şirket oranları hesaplanmıştır. Dinçer vd. (2023) çalışmasında ise sadece dört yıllık kısa bir dönem analiz edilmiştir. Dolayısıyla bu çalışmalarda Türkiye’de zombi şirket varlığı tespit edilmiş, ancak zombi şirket paylarının hangi dönemlerde artıp azaldığına ilişkin bir bulgu ortaya konulmamıştır. Bununla beraber, Türkiye’deki zombi şirketlerin ekonomi üzerindeki etkilerini ampirik olarak inceleyen tek bir çalışma bulunmaktadır. Bu tek çalışma olan Dinçer vd. (2023), zombi şirketlerin ortalama olarak daha az yatırım oranı ve istihdam artışı sağladıklarını ve daha verimsiz olduklarını tespit

etmişler, ancak net satışlar cinsinden hesaplanan zombi paylarındaki artışın, sağlıklı şirketlerin performansı üzerinde önemli bir bozucu etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye cinsinden hesaplanan zombi paylarındaki artışın ise, sağlıklı şirketlerin istihdam artışını artırdığı tespit edilmiştir. Bir başka ifadeyle sektördeki zombi ağırlığındaki artış, aynı sektörde faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin istihdam artışı üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Bu sonucun, zombi şirketlerin makine ve teçhizat cinsinden sermayelerinde görülen artışın çalışan ihtiyacını azaltabileceği ve böylece bu şirketlerden arta kalan çalışanların sağlıklı şirketler tarafından çekileceği şeklinde yorumlanmıştır. Diğer yandan, zombi şirketlerin bozucu etkiler yaratmadığı yönünde elde edilen bu bulguların, örneklem döneminin 2015 yılında sona ermesinden ve muhtemelen zombi şirketlere giderek daha fazla sübvansiyonun sağlandığı 2015 sonrası dönemin kaçırılmış olmasından kaynaklı olabileceği de vurgulanmıştır.

4.3. Çalışmanın Veri Seti ve Değişkenleri

Ekonometrik analizlerin en önemli aşamalarından bir tanesi, değişkenlere ait verilerin toplanmasıdır. Güvenilir kaynaklardan ve doğru olarak veri alınmasının yanı sıra, analizde kullanılacak modele uygun bir şekilde veri toplanması da ekonometrik tahminlerin güvenilirliğini önemli ölçüde etkilemektedir (Tatoğlu, 2021: 1). Bu bilgiler ışığında, Türkiye’de zombi şirket varlığının araştırılmasında ve bu şirketlerin ekonomi üzerine etkilerinin analizinde kullanılan modellere uygun mikro düzeydeki verilerin temini amacıyla, T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından oluşturulan Girişimci Bilgi Sistemi (GBS) veri tabanından yararlanılmıştır.

GBS’de; Türkiye’de yerleşik kurumlar vergisi mükellefleri ile ticari kazanç elde eden gelir vergisi mükelleflerine⁹ ait finansal tablolar, istihdam, ithalat ve ihracat değerleri, fikri ve sinai mülkiyet hakları, kurulu kapasite, fiili üretim miktarları, KOSGEB ve TÜBİTAK destekleri ile girişim ve iş yeri sayıları hakkında 2006-2022 yılları arası veriler yer almaktadır. GBS veri tabanı, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sanayi Sicil veri tabanında yer alan verilerin yanı sıra Gelir İdaresi Başkanlığı, Sosyal Güvenlik Kurumu, Ticaret Bakanlığı, KOSGEB, TÜBİTAK, Türk Patent ve Marka

⁹ Zirai kazanç elde eden mükellefler ile bankacılık ve finans kurumları hariçtir. Ticari kazanç, her türlü ticari ve sinai faaliyetlerden doğan kazançlar olup, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun (GVK) 37 nci maddesinde tanımlanmıştır. Bununla birlikte, aynı Kanunun 65 inci maddesine göre faaliyetin sermayeden ziyade şahsi mesaiye, ilmi veya mesleki bilgiye veya ihtisasa dayanması serbest meslek faaliyetinin konusudur ve dolayısıyla kapsam dışındadır (avukatlık, mühendislik ve müşavirlik gibi.)

Kurumu ile Türkiye İstatistik Kurumu'ndan sağlanan verilerin entegrasyonundan oluşmaktadır.

Çalışmada kullanılan veri seti, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin bir arada kullanılmasına olanak sağlayan panel veri türündedir. Sadece şirket bazında değil sektörel bazda da analiz gerçekleştirileceğinden, şirketlerin ait oldukları sektöre ilişkin bilgilerin de yer alması önemlidir. Böylece zombi şirketlerin varlığı ve etkileri konusunda sektörel farklılıkların da incelenebilmesi olanağı sağlanarak, bu çalışmanın önemi artırılmaktadır. Bu kapsamda, analizde kullanılan veriler; iki kesit verisi (şirket ve sektör) ve bir zaman serisi verisi (yıl) olmak üzere çok boyutludur. Yuvalanmış çok boyutlu panel verisinde şirketler sektörlerin içerisinde yuvalanmıştır. Panel veri, tek boyutlu modellere göre, sektörler arası farklılıkları ve zaman içindeki etkileri, geçişleri analiz etmeye olanak tanıyarak birçok avantaj sağlamaktadır (Tatoğlu, 2021: 5).

Örnekleme verisi olan şirket sayıları yıldan yıla farklılık gösterdiğinden, veri seti dengesizdir.¹⁰ Bunun temel sebebi olarak, şirketin analiz başlangıç yılından (2006) sonraki yıllarda faaliyetine başlamış olması, iflas, birleşme gibi sebeplerle analiz bitiş yılından (2022) önce faaliyetlerini durdurmuş olması ya da faaliyetlerini sürdürmesine rağmen veri kaybının bulunması gösterilebilir. Bu durum her yıl için aynı sayıda şirket gözlemi üzerinden analiz yapılmasını imkansız kılmaktadır. Ancak, zombi şirket literatüründeki hemen hemen tüm çalışmalarda benzer veri setlerinden yararlanıldığından aynı durumla karşılaşmış ve bu durumun analiz sonucunu etkileyeceğine dair herhangi bir görüş bildirilmemiştir.

GBS, farklı ölçekteki şirketleri bünyesinde barındırdığından, analiz sonuçlarının Türkiye ekonomisini temsil kabiliyetini güçlendirmektedir. Literatür incelendiğinde, zombi şirketler konusunda yapılan (özellikle sübvansiyonlu kredi kullanma yaklaşımının uygulandığı) çalışmalarda ağırlıklı olarak, büyük ölçekli işletmeler olma eğiliminde olan borsaya kayıtlı şirketlerden oluşan bir veri seti kullanılmıştır. Ancak tahvil ihraç etmeyen, dolayısıyla fon temininde banka kredilerine daha fazla bağlı olacağı düşünülen ve bu nedenle zombi şirket olma olasılığı daha yüksek görülen küçük ve orta ölçekli işletmelerin borsada yeterince yer almaması, bu ekonomilerdeki zombi şirket payının tahminlerin öne sürdüğünün üzerinde gerçekleşmesi ihtimalini

¹⁰ Bazı birimler (şirketler) için bazı zamanlara (yıllara) ait veriler mevcut olmadığında “dengesiz panel” söz konusu olmaktadır (Tatoğlu, 2021: 5).

artırmaktadır (Caballero vd., 2008; Banerjee ve Hofmann, 2020). Bu açıdan bu çalışmada kullanılan veri seti sağlam temellere dayalı boylamsal bir analiz imkanı sağlayarak, Türkiye ekonomisinin gerçekliğini temsil etme kabiliyetini taşımaktadır. Veri seti düzenlemesinden sonra, analize tabi tutulan şirketlerin ölçeklerine göre sınıflandırması Tablo 4.1.'de sunulmuştur. Tablo, veri setinde her büyüklükte şirketin yer aldığını ve böylece Türkiye ekonomisine en yakın görünümün elde edildiğini göstermektedir.

Ölçek Sınıfı	Çalışan Sayısı	Net Satış veya Mali Bilanço Büyüklüğü (TL)	Örneklem Sayısı	Örneklem Ağırlığı
Mikro	0-9	<= 3 milyon	2 733 492	60,35
Küçük	10-49	<= 25 milyon	1 390 326	30,69
Orta	50-249	<= 125 milyon	325 559	7,19
Kobi üstü	>250	> 125 milyon	80 191	1,77
Toplam			4 529 568	100,00

Tablo 4.1. Şirketlerin ölçek sınıflandırması ve veri kümesindeki ağırlıkları

Kaynak: GBS

Veri setini analize uygun hale getirebilmek için, literatürden de yararlanarak bir dizi düzeltme işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak, herhangi bir kredi ilişkisi olmadığından finansman gideri verisinin yer almadığı gözlemler ile Tablo 4.2. ve Tablo 4.3.'te sunulan değişkenlerin hesaplanmasında kullanılacak kalemlerde eksik verisi bulunan gözlemler düşülmüştür (Gouveia ve Osterhold, 2018:17; Storz vd., 2017:13). Diğer taraftan, daha sonra açıklanacağı üzere, zombi şirketlerin belirlenmesinde aranan kriterlerin üç yıl üst üste sağlanması gerektiğinden, üst üste üç yıldan daha az verisi bulunan şirketler de analiz dışı tutulmuştur.

Çalışma kapsamına alınan şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler, Avrupa Topluluğunda Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiksel Sınıflandırması'na (NACE Rev. 2) uygun olarak iki haneli olarak kategorize edilmiştir. Şirketlerin karakteristik özellikleri açısından (özellikle sermaye ve finansman yapısı) önemli ölçüde farklılık gösteren sektörlerdeki tüm şirketler veri setinden çıkarılmıştır. Bu sektörler, literatürle de uyumlu olarak; finans sektörü (64-66)¹¹, kamu yönetimi, savunma ve zorunlu sosyal

¹¹ Bankacılık faaliyetleri zaten GBS'de hariç tutulmuş olmakla birlikte, NACE 64-66 aralığında bankacılık dışındaki diğer finans ve sigorta faaliyetleri yer almaktaydı (holding faaliyetleri de bu grupta yer almaktadır).

güvenlik (NACE 84) ve hane halkı ekonomik faaliyetlerini (NACE 97-99) içermektedir (Storz vd., 2017: 13; McGowan vd., 2017a:14). Zombi şirket paylarının hesaplanmasında yararlanılan nihai örneklemedeki sektörler 64-66 ve 84 hariç, 01-96 kodlu tarım, madencilik, imalat, enerji, inşaat, toptan ve perakende ticaret, gayrimenkul ve hizmet ana faaliyetlerinden oluşmaktadır. Diğer yandan, zombi şirketlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi aşamasında farklı karakteristik özelliklere sahip olmalarından dolayı hatalı sonuçlara götürebilecek birincil sektörler (NACE 01-09) veri tabanından çıkarılmıştır (McGowan vd., 2017a:14). Dolayısıyla ekonomik etkilerin analizinde yararlanılan nihai örneklem 64-66 ve 84 hariç, 10-96 kodlu imalat, enerji, inşaat, toptan ve perakende ticaret, gayrimenkul ve hizmet ana sektörlerini içermektedir. İki haneli Nace kodlarının temsil ettiği faaliyetler Ek-2’de verilmiştir.

Veri düzenlemesinden sonra nihai örneklem zombi şirketlerin tanımlanması analizinde 4 529 568 adet gözlemden oluşan dengesiz bir panel veri setine dönüşmektedir. Örneklem 2006’dan 2022’ye kadar uzanmakta ve yıla bağlı olarak 171 228 ila 377 445 adet şirket verisini içermektedir. Zombi şirketlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin analiz edildiği veri seti ise, birincil sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin düşülmesi sebebiyle, 4 224 203 adet gözlemden oluşmaktadır. Aşağıda yer alan tablo 4.2’de zombi şirketlerin belirlenmesinde kullanılan değişkenler ve açıklamalarına yer verilmiştir.

Değişken	Simgesi	Açıklama	Kaynak
Faiz karşılama oranı	FKO	Faiz ve vergi öncesi kar / Finansman giderleri	McGowan vd. (2017a)
Şirketin yaşı	Yaş	Verinin ait olduğu yıl ile şirketin kuruluş yılı arasındaki fark	McGowan vd. (2017a)
Brüt yatırım oranı	Y/S	Sabit kıymetlere yapılan yatırımın dönem başındaki sabit kıymetler tutarına oranı	Storz vd. (2017)
Sabit kıymet (Sabit Sermaye)	S	Arsa arazi, yeraltı-yerüstü düzenleri, binalar, tesis-makine-cihazlar, demirbaşlar, yapılmakta olan yatırımlar, haklar, araştırma ve geliştirme giderleri, özel maliyetler, verilen avanslar toplamı	-

Tablo 4.2. Zombi şirket belirlemede kullanılan değişkenler ve açıklamaları

Aşağıda yer alan tablo 4.3'te ise, zombi şirketlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin analizinde kullanılan değişkenler ve açıklamaları gösterilmektedir.

Değişken	Simgesi	Açıklama	Kaynak
Yatırım oranı	flnyatırım	Amortismanına tabi varlıkların doğal logaritmasının bir önceki yıla göre farkı	Caballero vd. (2008)
İstihdam artışı	flnçalışan	Tam zamanlı çalışanların doğal logaritmasının bir önceki yıla göre farkı	McGowan vd. (2017a), Hallak vd. (2018)
Verimlilik	V	Net satışların logaritması – 1/3 * amortismanına tabi varlıkların logaritması – 2/3 * tam zamanlı çalışanların logaritması (Cobb-Douglas üretim fonksiyonu yaklaşımı ¹²)	McGowan vd. (2017a), Caballero vd. (2008)
Zombi olmayan (sağlıklı) şirket	sağlıklı	Şirket zombi şirket değilse 1, aksi halde 0 değerini alan kukla değişken	McGowan vd. (2017a), Caballero vd. (2008)
Aktif ağırlıklı sektörel zombi payı	Zpay	Sektördeki tüm şirketlerin toplam aktif büyüklüğü içerisinde zombi şirketlerin toplam aktif büyüklüğünün payı	Caballero vd. (2008) Banerjee ve Hofmann (2018)
Yaş kontrol değişkeni	genç	Şirket altı yaşından küçükse 1, aksi halde 0 değerini alan kukla değişken	McGowan vd. (2017a)
Büyüklik kontrol değişkeni	büyüklik	Dört kategoriye ayrılmış ölçek sınıflandırması (mikro, küçük, orta ve kobi üstü)	Barros vd. (2017)
Sektör	s	İki haneli NACE Rev. 2'ye göre düzenlenmiş sektör kodları	McGowan vd. (2017a)

Tablo 4.3. Ekonomik etkiler analizinde kullanılan değişkenler ve açıklamaları

¹² Büyüme muhasebesi yaklaşımında verimlilik, üretim sonucunda elde edilen çıktının, üretim esnasında kullanılan girdiler tarafından açıklanamayan kısmını ifade etmektedir. Bu ifade, Solow kalıntısı kavramı ile bağdaşmaktadır. Yani, üretimde kullanılan girdiler sabitken, verimlilikte sağlanacak bir artış ile daha fazla çıktı elde edilmesi mümkündür. Bu çerçevede verimlilik, elde edilen çıktının üretimde kullanılan girdiye oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Çalışmada kullanılan verimliliği hesaplayabilmek için, Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonundan yararlanılmaktadır. Ekonomi literatüründe yaygın olarak kullanılan Cobb-Douglas üretim fonksiyonu basit şekliyle aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Tauqir ve Arshad, 2020: 299):

$$Y = A K^{\alpha} L^{1-\alpha} \quad (4.1)$$

Eş. 4.1'de Y toplam çıktıyı, K sabit sermaye stokunu ve L ise işgücü miktarını göstermektedir. α , üretim fonksiyonlarının esnekliklerini temsil etmektedir ($0 < \alpha < 1$) ve A, bilgi ve teknoloji düzeyi olarak da adlandırılan verimlilik seviyesini yani Solow kalıntısını vermektedir. Verimlilik hesaplamasında kolaylık sağlanması amacıyla, Eş. 4.1'in üstsel fonksiyonunun logaritması alınmakta ve Eş. 4.2'ye ulaşılmaktadır:

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + (1 - \alpha) \ln L \quad (4.2)$$

Eş. 4.2 verimliliği hesaplayacak şekilde yeniden düzenlendiğinde, Eş. 4.3 sağlanmaktadır:

$$\ln A = \ln Y - \alpha \ln K - (1 - \alpha) \ln L \quad (4.3)$$

Eş. 4.3, çalışmada verimliliğin hesaplanmasında kullanılan nihai denklemi ifade etmektedir. Burada, Y net satış hasılatını, K toplam amortismanına tabi varlıkları, L ise tam zamanlı çalışan sayısını vermektedir.

4.4. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın bu bölümü iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, Türkiye'deki zombi şirketlerin belirlenmesinde kullanılmak için geliştirilen yöntem anlatılmaktadır. Bölümün ikinci kısmında ise, zombi şirketlerin sağlıklı şirketler ve nihayetinde ekonomi üzerindeki etkilerinin analizinde yararlanılan sabit etkili panel veri modeli açıklanmakta ve değişkenlere ait katsayıların işaretlerine yönelik beklentiler sıralanmaktadır.

4.4.1. Zombi Şirketlerin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntem

Zombi şirket yaygınlığının hesaplanmasında karşılaşılan ilk büyük zorluk, bu şirketleri doğru ve pratik tanımlayabilmektir. Mevcut literatürde kullanılan zombi şirket tanımlama yöntemlerine dayalı olarak, daha pratik ve doğru bir tanımlama yöntemini belirleyebilmek için, Türkiye'deki şirketlerin kendine has durumunun ve kullanılacak GBS veri tabanında yer alan verilerin ortak paydada birleştirilmesi gerekmektedir. Doğru tanımın yapılabilmesi sadece ampirik araştırma sonuçlarının güvenilirliğini sağlamakla kalmamakta, aynı zamanda isabetli politikaların geliştirilmesine de yardımcı olmaktadır. Bu çerçevede doğru tanım yapıldıktan sonra, bu tanıma uygun kriterler geliştirilerek veri setine uygulanmakta ve örneklem içerisinde zombi şirketler ayrıştırılabilmektedir.

Avantajlı faiz oranlarından sübvansiyonlu banka kredisi kullanan şirketlere odaklanılan ve Caballero vd. (2008) tarafından önerilip, daha sonra farklı analistler tarafından geliştirilen sübvansiyonlu kredi yönteminin hiçbir versiyonunun, bu çalışmada yararlanılan veri seti sebebiyle uygulanması mümkün bulunmamaktadır. Bunun temel nedeni, GBS veri setinde şirketlerin kullandıkları farklı finansman türleri için gerçek faiz ödemelerinin gözlemlenememesidir. Gözlemlenebilen faiz ödemelerinden ise, belirli bir yıl boyunca uygulanan gerçek faiz oranlarını tespit edebilmek mümkün görünmemektedir.

Sübvansiyonlu kredi yönteminde şirketlerin fiilen ödedikleri faiz ödemelerinin karşılaştırıldığı referans faiz oranının da tespit edilmesi gerekmektedir. Bu çalışmanın örneklemini oluşturan farklı ölçekli şirketler için uygun bir referans faiz oranının tespiti ise güç görünmektedir. Literatürde genellikle büyük ölçekli, halka açık ve AAA seviyesinde kredi derecelendirmesi olan şirketlerin yararlandığı faiz oranları referans

faiz oranı olarak seçilmektedir (Caballero vd., 2008: 1949). Bu açıdan, çalışmanın örneklemindeki ortalama şirketlerden önemli ölçüde farklılık gösteren bu büyük ve kredibilitesi yüksek şirketlere uygulanan faiz oranının referans faiz oranı olarak ele alınması uygun görülmemektedir.

Önceki çalışmalarda, sadece halka açık şirketlerden oluşan örneklemelerin incelenmesinde sübvansiyonlu kredi yöntemine başvurulduğu, bu çalışmadaki gibi farklı finansman yapısına sahip şirketlerden oluşan geniş kapsamlı bir veri setinin kullanılmadığı görülmektedir. Nitekim Gouveia ve Osterhold (2018) kendi çalışmalarında, tüm Portekiz şirketlerinden oluşan bir veri setini kullandıkları için bu yöntemin uygun olmadığını ve AAA listesinde yer alan şirketleri kıyaslama olarak kullanmanın hatalı sonuçlara götürebileceğini savunmaktadırlar.

Sübvansiyonlu kredi yönteminin uygulanmayacak olmasında, ikinci bölümde detaylandırıldığı gibi yöntemin aksak yönlerinin ağırlıklı olması ve kullanılan kriterlerin Türk bankacılık sistemine uygun olmaması da başka etkenlerdir. Türkiye’de ve birçok ekonomide, şirketlerin kullandıkları kredilere uygulanacak faiz oranlarının belirlenmesinde birden fazla faktör etkili olmaktadır. Türk bankacılık sisteminde, avantajlı faiz oranlarından sorunlu şirketlerin değil de daha çok kredi değerliliği yüksek şirketlerin yararlandırıldığı görülmektedir. Bankaların mevcut kredilerinin anapara ve faizini ödemekte zorlanan, finansal sıkıntı çeken şirketlere avantajlı faiz oranlarından ziyade piyasada geçerli faiz oranlarından yeniden borç verdikleri daha yaygın görülmektedir. Bir başka ifadeyle, karşılıksız çek keşidesi, protestolu senedi olan, borç ödeme alışkanlığı kötü olan veya yönetim yapısında sorunlar bulunan şirketlerin kredi riski daha yüksek olmakta ve böylece bankalar kullandırdıkları kredinin faiz oranlarına marj uygulayarak daha yüksek faiz ya da ilave teminatlar (gayrimenkul ipoteği yerine teminat mektubu gibi) istemektedirler. Dolayısıyla münhasıran zombi şirket olmakla düşük faiz oranlarından yararlanmak arasında net bir doğrusal ilişki olduğunu söylemek hatalı olmaktadır. Bu nedenle sübvansiyonlu kredi yöntemi, Türkiye’de zombi şirketlerin belirlenmesinde uygulanabilecek bir yöntem olarak tercih edilmemektedir.

Literatürde zombi şirketlerin düşük karlılığa ve yüksek finansal riske sahip olduklarına yönelik ortak bir eğilim bulunmaktadır (Zhu vd, 2019: 108, Carrillo vd., 2022: 12). Bu nedenle çalışmada, McGowan vd. (2017a) takip edilerek, şirketlerin

karlılık seviyesini ve finansal riskini aynı anda hesaba katan faiz karşılama oranının temel alındığı yöntem uygulanmaktadır. Bu çerçevede ilk olarak, şirket karının finansal yükümlülükleri karşılama yeterliliğini ölçen faiz karşılama oranı hesaplanarak, şirketin ödemek zorunda olduğu ve önemli bir bölümü sabit gider niteliğindeki borç faizinin kaç katı kazanç elde ettiği görülebilmektedir (Akgüç, 1995: 402). Bu oranın aynı zamanda takipteki krediler, işletmelere verilen devlet garantileri, zayıf iflas rejimleri gibi zombi şirketleri ayakta tutan sübvansiyonlu krediler dışındaki diğer destek kanallarını da kapsamaması (McGowan vd., 2017a: 15), faiz karşılama oranının zombi şirketlerin belirlenmesinde tercih edilmesi fikrini desteklemektedir. Söz konusu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (McGowan vd., 2017a; Akgüç, 1995: 402):

$$\text{Faiz karşılama oranı} = \frac{\text{Faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK)}}{\text{Finansman giderleri}} \quad (4.1)$$

Bir şirketin zombi şirket olarak nitelendirilebilmesi için, hesaplanan faiz karşılama oranının üç yıl üst üste birin altında olması şartı aranmaktadır. Bu koşul, geçici durumlardan kaynaklı tek yıllık olumsuzluğu dikkate almamak için getirilmiştir (McGowan vd., 2017a: 15). Ayrıca, yaşam döngülerinin ilk yıllarında bulunan ve yatırımlarının getiri sağlaması için daha zamana ihtiyacı olan ve bu nedenle kolayca negatif faaliyet karı elde edebilecek genç ve dinamik şirketlerin hatayla zombi olarak sınıflandırılmalarını engellemek için, şirketin 10 yaşında ya da daha büyük olması şartı ek olarak aranmaktadır. Ancak, şirketlerin sadece kuruluşunu takip eden yıllarda değil; büyüme, olgunlaşma dönemlerinde de rekabeti yakalamak ya da korumak amacıyla yatırım yapmak zorunda kalmaları sonucu, geçici olarak hem borç yükündeki artışa bağlı finansman giderleri artmakta hem de faaliyet karları yetersiz kalabilmekte ve böylece faiz karşılama oranı birin altına düşebilmektedir. Dolayısıyla hem 10 yaşından küçüklerin tanım gereği zombi olma olasılığının dışlanması hem de faiz ödemeleri için yeterli kar elde edemeyen daha yaşlı şirketlerin yüksek büyüme potansiyeline sahip olamayacaklarının kabul edilmesi McGowan vd. (2017a)'nin yaklaşımının dezavantajını oluşturmaktadır. Bu nedenle 10 yaş kriteri sağlıklı şirketler ile zombi şirketlerin ayrımında yeterli görülmemektedir.

Banerjee ve Hofmann (2020) tarafından kullanılan yöntemde 10 yaş kriteri, gelecekte büyüme potansiyeli bulunan şirketlerin yüksek Tobin Q oranıyla temsil

edilebiliyor olması sebebiyle kaldırılmıştır. Ancak GBS veri setindeki bilgilerle Tobin Q oranının hesaplanması mümkün bulunmamaktadır. Bu nedenle, Storz vd. (2017)'den yararlanılarak yönteme ilave yatırım yapma şartı eklenmekte ve böylece büyüyen şirketlerin zombi olarak sınıflandırılması engellenmeye çalışılmaktadır. Bu kapsamda önceki yıla göre yatırımları brüt olarak %10 ve daha fazla artan şirketler büyüyen şirket olarak değerlendirilmektedir¹³.

Yatırım artışının tespit edilmesinde kullanılan temel ölçüm, net sermaye stoğundaki özellikle de tesis, makine ve cihazlar gibi maddi sermaye harcamalarında görülen artıştır. Ancak yapılan son çalışmalar, bilgi ve kurumsal kapasiteye, yani çalışanlara, markaya ve bilgi sermayesine yapılan yatırımların öneminin istikrarlı bir şekilde arttığını belgelendirdiğinden (Albuquerque ve Iyer, 2023: 18), yatırım artışının hesaplanmasında maddi olmayan duran varlıklara yapılan yatırım da göz önünde bulundurulmaktadır. Fakat hesaplamalarda, her şirketin amortisman politikalarının farklı olabileceği düşüncesinden hareket edilerek, her bir varlığın amortisman payları düşülmeden önceki toplam değeri dikkate alınmaktadır. Storz vd. (2017) çalışmasında ise, zombi şirketlerin iki yıl üst üste net yatırım tutarının negatif olması koşulu aranmıştır. Bu koşul, sağlıklı şirketlerden, en az amortisman tutarı kadar ilave yatırım yapmalarının beklenilmesi sebebiyle getirilmiştir. Ancak, ilave yatırım yapmayan ve hiç amortisman ayırmayan zombi şirketlerin net yatırım tutarı negatif olmayacağından, sağlıklı şirket olarak sınıflandırılması hatasına düşülebilir. Bu nedenle, bu çalışmada brüt yatırımlar dikkate alınmakta ve brüt yatırım oranı üç yıl üst üste %10'dan daha az olan şirketler zombi olarak nitelendirilmektedir.

Brüt yatırım artışı şartına ilave olarak, kara geçmesi için henüz zamana ihtiyacı bulunan genç şirketlerin zombi tanımlanmasının dışında tutulabilmesi amacıyla yönteme üç yaş şartı getirilerek, üç yaş ve altındaki şirketler genç kabul edilmektedir. Böylece genç ve büyüyen şirketlerin faiz karşılama oranı üç yıl üst üste birden küçük olsa da bu şirketler zombi olarak değerlendirilmemektedir¹⁴.

¹³ Yatırımdaki artışın %10 ve daha fazla olması şartı, kapasitede belirgin bir artışın hedeflenmesi sebebiyle getirilmiştir. Diğer taraftan, yatırım artışında sadece sabit varlıklara odaklanılmış, cari varlıklarla ilgilenilmemiştir. Gelecekte nakit akışı sağlayacak olan şirketler elenmek istenildiğinden, gelecekte hasılat ve nakit sağlayacak olan üretimi artıracak varlıklar dikkate alınmıştır.

¹⁴ Üç yaş şartı, start up şirketlerin genel olarak üç yaş ve altında olduğunun kabul edilmesi (McGowan vd., 2017a) nedeniyle kullanılmıştır.

Normal koşullar altında, uzunca bir süre faiz karşılama oranı birin altında olan, ancak zombi şirket olarak nitelendirilmesi hatalı olan şirketler olabilmektedir. Bunlar (McGowan vd., 2017a);

i. Kar elde etmeye başlamaları biraz zaman alabilen yaşam döngülerinin başlangıcındaki genç şirketler;

ii. Halihazırda zayıf performans sergileyen, ancak gelecekte kar elde etmesi beklenen şirketler;

iii. Kar amacı gütmeyen, başka nedenlerle var olabilen devlete ait işletmeler.

Çalışmada kullanılan zombi tanımlama modeline yukarıda belirtilen şirketlerden genç şirketler üç yaş, gelecekte kar elde edecek şirketler de yatırım kriteri getirilerek dışlanmaktadır. Kar amacı gütmeyen şirketler ise analizlerde kullanılan değişkenlerin hesaplanması için gerekli verilere sahip olmadıklarından ve faaliyet gösterdikleri sektörler (NACE 84) analiz dışında tutulduğundan düzenleme aşamasında veri setinden çıkarılarak hesaplamalarda dikkate alınmamaktadır.

Önceki yıllarda yoğun yatırım harcaması yapan ve bu yatırım harcamalarını hızlı bir şekilde amortismanına tabi tutan şirketlerin faiz karşılama oranı azalacağından, hatayla zombi şirket olarak sınıflandırılma ihtimali artmaktadır. Bu sebeple faaliyet ölçüsü olarak faiz, amortisman ve vergi öncesi karların kullanılması gerektiği de savunulmaktadır (Rodano ve Sette, 2019:6). Bu çalışmada yararlanılan veri setinde, ilgili yılda ayrılmış amortisman gideri bilgileri yer almadığından; faiz ve vergi öncesi kar tutarına amortisman giderleri eklenerek hesaplanacak faiz, amortisman ve vergi öncesi kar tutarının kullanılması mümkün bulunmamaktadır. Ancak, amortisman sebebiyle FKO üzerinde azaltıcı etkiye sahip olan yatırım harcamalarının zombi şirket tanımlama modelinde bir kriter olarak ele alınmasıyla, yüksek yatırım yapan ve dolayısıyla ayırdıkları amortisman tutarı yüksek olan şirketler zaten zombi olarak sınıflandırılmamaktadır. Bu sebeple FAVÖK yerine FVÖK tutarının dikkate alınmasının, analiz sonuçlarını zayıflatıcı herhangi bir etkisinin bulunmadığı söylenebilir.

Minsky (1992) tarafından tanımı yapılan ve zombi şirket tanımına mükemmel uyduğu görülen ponzi finansman kullanan şirketler, bırakın borçlarının anaparasını, faiz yükümlülüklerini dahi karşılayamayacak durumdaki şirketleri ifade etmektedir.

Zira faiz ödeyebilecek kadar nakit yaratan ancak borç anaparalarını ödeyemeyen şirketler yeniden finansman yoluyla taahhütlerini yerine getirebilmektedir. Ancak ponzi finansman durumunda şirketin olası bir iflastan kaçınmak için ya varlıklarını nakde çevirmesi ya da faiz ve anapara ödemelerini karşılayabilecek kadar yeniden borçlanmaya gitmeleri gerekmektedir. Bu da zombi şirketlerin yeni yatırım yapma ve büyüme için çok zayıf olduklarını, aksine varlıklarında bir azalmanın beklendiğini gösterdiğinden, zombi şirket belirleme kriterlerine ilave yatırım yapma şartının eklenmesi fikrini desteklemektedir. Böylece yatırım oranı brüt olarak %10'dan daha fazla olan şirketler zombi olarak kategorize edilmemektedir.

Sonuç olarak, bu çalışmada bir şirketin zombi şirket olarak kabul edilmesi için;

- i. Faiz karşılama oranının (faaliyet karı/faiz gideri) birden küçük olması,
- ii. Yatırım oranının brüt olarak %10'dan daha az olması,
- iii. i. ve ii. şartların üç yıl üst üste sağlanması ve
- iv. Üç yaşından daha büyük olması gerekmektedir.

Veri setinin başlangıç yılı 2006 ve en son verilerin açıklandığı yıl 2022 olduğundan, zombi şirketler 2008-2022 dönemi için analiz edilmektedir. Bir başka açıdan belirtmek gerekirse, bir şirket 2006, 2007 ve 2008 yıllarında birden küçük faiz karşılama oranı sağlamışsa ve diğer iki şartı da taşıyorsa 2008 yılında zombi şirket olarak sınıflandırılmaktadır. Dolayısıyla ilk zombi şirket varlığının tespit edilebildiği yıl 2008 ve son yıl 2022'dir.

4.4.2. Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Etkilerinin Analizinde Kullanılan Yöntem

Ekonometrik çalışma, Türkiye'de tespit edilen zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki olası zararlı etkilerini araştırmayı amaçlamaktadır. Bu kapsamda, Caballero vd. (2008) takip edilerek, aşağıdaki temel ekonometrik modelden yararlanılmaktadır:

$$Y_{ist} = \beta_1 \text{sağlıklı}_{ist} + \beta_2 \text{sağlıklı}_{ist} * Zpay_{st} + Zpay_{st} + \gamma_t + \delta_s + \varepsilon_{ist} \quad (4.4)$$

Burada, alt indis i şirketleri temsil etmektedir. Yapılan analiz sektörel bir analizdir de içerdiğinden, her bir şirketin ait olduğu sektörler s ile gösterilerek modele

eklenmiştir. Dolayısıyla model iki yatay kesit birimini (şirket ve sektör) içerecek, şirketlerin sektörler içerisinde yuvalandığı, yuvalanmış çok boyutlu panel veri modelini oluşturmaktadır. Zaman dönemi ise t ile gösterilmiş olup, bu modelde yılı ifade etmektedir.

Eş. 4.4'te yer alan Y , t yılında s sektöründe faaliyet gösteren i şirketinin bir performans ölçüsünü temsil etmektedir. Modeldeki bağımsız değişkenlerin aynı kaldığı, sadece Y bağımlı değişkenin temsil ettiği performans ölçüsünün değiştirileceği üç farklı regresyon analizi gerçekleştirilecektir. Bu analizlerde kullanılacak performans ölçüleri; yatırım oranı, istihdam artışı ve çoklu faktör verimliliği değişkenleridir. $sağlıklı_{ist}$ zombi olmayan şirketlerin 1 ile gösterildiği kukla değişkeni, $Zpay_{st}$ ise her bir sektörde aktif büyüklüğe göre ağırlıklandırılarak hesaplanan zombi şirket paylarını temsil etmektedir. γ_t ve δ_s , sırasıyla yıl ve sektör kukla değişkenlerini, ε_{ist} de hata terimini göstermektedir. Modellerde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin neleri temsil ettikleri ve nasıl hesaplandıkları Tablo 4.3'te gösterilmiştir.

Eş. 4.4'te ilgilenilen ana katsayı, sağlıklı kukla değişkeni ($sağlıklı_{ist}$) ile aktif ağırlıklı sektörel zombi payı değişkeninin ($Zpay_{st}$) çarpımından oluşan etkileşim teriminin yanındaki β_2 katsayısıdır. Bu katsayı, sektördeki zombi payı arttıkça sağlıklı şirketlerin Y değişkeni ile temsil edilen performansının, zombi şirketlere göre değişimini ölçmektedir (Albuquerque ve Iyer, 2023: 26). Dolayısıyla, her bir regresyon analizinin neleri test etmeyi amaçladığı aşağıda sunulmuştur (McGowan vd., 2017a: 20):

i. Yatırım oranının bağımlı değişken olduğu regresyon, sektördeki zombi şirket paylarındaki artışın aynı sektördeki sağlıklı şirketlerin yatırım oranı üzerindeki etkisini,

ii. İstihdam artışının bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon, sektördeki zombi şirket paylarındaki artışın aynı sektördeki sağlıklı şirketlerin istihdam artışı üzerindeki etkisini ve

ii. Verimliliğin bağımlı değişken olduğu regresyon ise, sektördeki zombi şirket payındaki artışın aynı sektördeki zombi ve sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik açığı üzerindeki etkisini test etmeyi amaçlamaktadır.

Kullanılan temel modeldeki katsayıların işaretlerine yönelik beklentiler, ampirik ve teorik literatüre dayanarak şöyledir: sağlıklı şirketlerin 1 ile gösterildiği kukla değişkeninin katsayısı β_1 'in işaretinin yatırım oranı ve istihdam artışının bağımlı değişken olduğu analizler için negatif ya da pozitif çıkması konusunda net bir tahmin yapılamamaktadır. Sağlıklı şirketlerin yatırım yapma, işlerini geliştirme ve istihdam ettikleri kişi sayısı da dahil olmak üzere genişleme konusunda zombi şirketlerden daha iyi performans göstermeleri beklendiğinden, bu katsayının işaretinin pozitif çıkması muhtemeldir (Hoshi ve Kim, 2012: 11; Barros vd., 2017: 16). Ancak zombi şirketler sağlıklı şirketlere nazaran daha fazla sübvansiyon alıyorsa, bu tür faaliyetleri kolaylaştıran destekler nedeniyle bu şirketler daha fazla yatırım yapıp daha fazla işçi çalıştırabileceğinden, işaretin negatif olması da olası görünmektedir (McGowan vd., 2017a: 20). Ancak teori tarafından sağlıklı şirketlerin zombi şirketlerden daha yüksek ortalama verimliliğe sahip olacağı açıkça öngörüldüğünden, verimlilik üzerindeki etkinin ölçüldüğü analiz için katsayının işaretinin pozitif olması beklenmektedir (Caballero vd, 2008: 1967).

Modelin temel amacı, zombi şirketlerin piyasada yarattığı tıkanıklığın, aynı sektörde faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki zararlı etkilerini analiz etmektir. Böylece zombi şirketlerin aktif büyüklüğü cinsinden hesaplanan payının daha yüksek olduğu sektörlerdeki sağlıklı şirketlerin, daha düşük paya sahip sektörlerdeki sağlıklı şirketlerden farklı istihdam ve yatırım davranışlarına sahip olup olmadığı incelenmektedir. Bu nedenle, modelde ilgilenilen temel katsayısı β_2 'dir, bir diğer ifadeyle sağlıklı kukla değişkeni ile aktif ağırlıklı sektörel zombi payını gösteren değişkenin çarpımından oluşan etkileşim teriminin ($sağlıklı_{ist} * Zpay_{st}$) yanındaki katsayıyı yorumlamak gerekmektedir. Emek, sermaye, kredi gibi kaynakların zombi şirketlerin elinde tutulması, o sektörde bu kaynakları daha verimli kullanarak büyüyecek şirketlere aktarılmasını zorlaştırdığından, bu değişkenin katsayısının hem yatırım oranı hem de istihdam artışının bağımlı değişken olarak kullanıldığı analizler için negatif olması beklenmektedir (Logarusic ve Kristic, 2022:164; Gouveia ve Osterhold, 2018:17). Bir başka açıdan belirtilmesi gerekirse, sektörde aktif ağırlıklı zombi payı arttıkça; yeni şirketlerin piyasaya girişi veya mevcut sağlıklı şirketlerin genişlemesi engellenerek, zombi şirketler tarafından tıkanmış bir sektörde faaliyet gösterme konusunda duyulan caydırıcılığın da artmasıyla, sağlıklı şirketlerin göreceli

performansının (istihdam ve yatırım artışı) olumsuz etkilenmesi beklenmektedir (Hoshi ve Kim, 2012: 11; McGowan vd., 2017a: 20).

Zombi ile sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik farkı, pazara yeni giriş yapan ve pazardaki mevcut sağlıklı şirketlerin, zombi şirketlerin yarattığı engellerle baş edebilmeleri için aşmaları gereken daha yüksek verimlilik eşiği nedeniyle artacağından, verimlilik üzerindeki etkinin tahmin edildiği analiz sonucunda β_2 katsayısının işaretinin pozitif çıkması beklenmektedir (McGowan vd., 2017a:20). Bir başka ifadeyle, zombi şirketlerin yaratıcı yıkım mekanizmasını engellemesi sebebiyle, sağlıklı şirketlerin rekabet edebilmeleri için verimliliklerini artırmaları gerekmektedir (Barros vd., 2017: 16). Bu yüksek verimlilik, zombi şirketlerin neden olduğu yüksek maliyete rağmen sağlıklı şirketlerin faaliyetlerini sürdürmelerine ve yaratılan tıkanıklık nedeniyle piyasa karlarında meydana gelen düşüşü telafi etmeye olanak tanımaktadır (Caballero vd, 2008: 1959).

Eş. 4.4'te sektör ve yıl kukla değişkenleri hem sektöre özgü düzeyde hem de ekonominin tamamı düzeyinde gözlemlenemeyen şokları ve döngüsel etkileri kontrol etmektedir (Barros vd., 2017: 16). Ancak zamana göre değişen sektöre özgü herhangi bir şoku kontrol edebilmek için, etkileşimli sektör-yıl düzeyinde gözlemlenemeyen sabit etkilerin modelde yer alması gerekmektedir. Bu amaçla, McGowan vd. (2017a) takip edilerek, ikinci bir model geliştirilmiştir. Modele ayrıca şirket kontrol değişkenleri de ilave edilmiştir. Eşitlik aşağıdaki gibidir:

$$Y_{ist} = \beta_1 \text{sağlıklı}_{ist} + \beta_2 \text{sağlıklı}_{ist} * Z\text{pay}_{st} + \gamma \text{büyüklük}_{ist} + \delta \text{genç}_{ist} + \varphi_{st} + \varepsilon_{ist} \quad (4.5)$$

Eş. 4.5'te şirketler arasındaki kalıcı farklılıkları kontrol etmek için, şirketlerin büyüklük (mikro, küçük, orta ve kobi üstü)¹⁵ ve yaş (altı yaşından küçükse 1, aksi halde 0 alan kukla değişken) özellikleri kontrol değişkeni olarak modele eklenmiştir ($\gamma \text{büyüklük}_{ist}, \delta \text{genç}_{ist}$). Ayrıca modelde yukarıda belirtildiği gibi, sektör kukla değişkeni ve yıl kukla değişkeni yerine, sektör-yıl sabit etkilerini birlikte içeren

¹⁵ McGowan vd. (2017a)'de, büyüklük kontrol değişkeni olarak altı kategoriye ayrılmış tam zamanlı çalışan sayıları (1-10, 11-19, 20-49, 50-99, 100-249 ve 250+) kullanılmıştır. GBS'de şirket ölçeklerine göre büyüklük değişkeni yer aldığından hem istihdam hem de net satış tutarı/aktif büyüklüğü dikkate alınarak dört kategoriye ayrılmış ölçek sınıflandırmasının kullanılması tercih edilmiştir.

etkileşimli değişken yer almaktadır (φ_{st}).¹⁶ Etkileşimli sektör-yıl sabit etkilerinin kullanılması; t yılında s sektöründeki tüm şirketleri etkileyen tüm faktörlerin kontrol edilmesini sağlamaktadır (Caballero vd., 2008: 1969). Bir başka ifadeyle, sektör düzeyinde gözlemlenemeyen heterojenliğin zaman içinde sabit olduğunun varsayıldığı sektör ve yıl sabit etkileri yerine, etkileşimli sektör-yıl sabit etkilerinin kullanılması durumunda, sektör düzeyindeki bu heterojenliğin zamanla değiştiği kabul edilmektedir. Böylece analiz sonucu elde edilecek olan β_2 katsayısının, t yılında s sektörünü olumsuz etkileyen gözlemlenemeyen faktörler tarafından açıklanmadığı, s sektöründeki zombi şirket payları tarafından açıklandığı doğrulanmaktadır. Ancak bu alternatif sabit etkiler yapısı nedeniyle, t yılında s sektöründeki zombi payını gösteren $Zpay_{st}$ değişkeni, eş doğrusallık sebebiyle katsayısının tahmin edilmesi mümkün olmadığından, modelden düşmektedir (Barros vd., 2017: 16). Bununla birlikte model, etkileşimli sektör-yıl düzeyinde kümelenmiş dirençli standart hataları içermektedir (ε_{ist}) (Gouveia ve Osterhold, 2018).

4.5. Çalışmada Elde Edilen Bulgular

Gerçekleştirilen analizler sonucu elde edilen bulgular ışığında bu bölümde, Türkiye’deki zombi şirketlerin genel özellikleri ve bu şirketlerin Türkiye ekonomisi üzerinde ne tür etkiler meydana getirdikleri ortaya konulmaktadır.

4.5.1. Türkiye’deki Zombi Şirketlerin Genel Özellikleri

Geliştirilen zombi şirket belirleme yönteminden yararlanılarak, GBS veri seti üzerinde yapılan analiz sonucu tespit edilen; Türkiye’de çeşitli açılardan zombi şirketlerin yaygınlığı, bu şirketlerin karakteristik özellikleri ve zombi statüsünün kalıcılığı bu kısımda açıklanmaktadır.

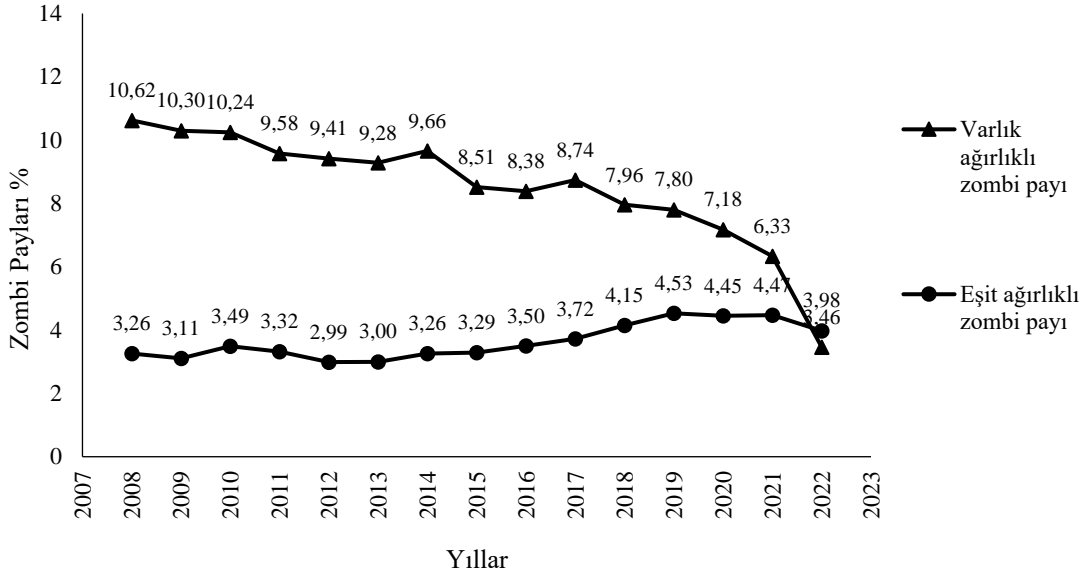
4.5.1.1. Zombi şirketlerin yaygınlığı

Türkiye’de analiz dönemi boyunca zombi şirketlerin yaygınlığına ilişkin tahminlerin rapor edilmesinde iki ölçü dikkate alınmaktadır. Bu ölçülerden ilki, zombi şirketlerin sayısının toplam şirket sayısına oranı olarak hesaplanan eşit ağırlıklı zombi

¹⁶ McGowan vd. (2017a)’de farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere ait verilerin yer aldığı bir veri seti kullanıldığından, etkileşimli sabit etkiler modeline ülke sabit etkileri de dahil edilmiştir. Ancak bu çalışmada sadece Türkiye’deki şirketler analiz edileceğinden, modelde ülke sabit etkileri yer almamaktadır.

payıdır. İkinci ölçü ise, zombi şirketlerin sahip olduğu aktiflerin toplam defter değerinin, tüm şirketlerin aktiflerinin toplam defter değerine oranı olarak hesaplanan varlık ağırlıklı zombi payıdır. Bu son ölçü, ekonomideki batık duruma gelmiş sermaye miktarını ölçmekte olup (Hallak vd., 2018: 8), aynı zamanda zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki olumsuz etkilerinin ampirik analizinde kullanan, sektördeki zombi payını temsil eden değişken olmaktadır.

Şekil 4.1 Türkiye'de 2008'den 2022'ye kadar eşit ağırlıklı ve varlık ağırlıklı zombi paylarının zamana göre değişen eğilimini göstermektedir. 2022 yılına kadar tüm yıllar boyunca varlık ağırlıklı zombi payları, eşit ağırlıklı zombi paylarının üzerinde seyretmektedir. Bu görünüm, zombi şirketlerin genel olarak varlık açısından daha büyük şirketler olduğu anlamına gelmektedir. Bu tespit, kaynakların daha büyük bir kısmını ellerinde tuttukları düşünüldüğünde, iflas etmeleri halinde ekosistem üzerinde olumsuz yayılma etkilerine neden olabileceklerinden korunmaları tercih edilen, varlık açısından daha büyük şirketlerin zombi olma olasılığının daha yüksek olduğu yönündeki genel teoriyi de doğrulamaktadır (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8; Urionabarrenetxea vd., 2018: 314). Ancak 2022 yılında bu özelliğin tersine döndüğü ve bu yıla kadar sürekli azalma eğilimi gösteren varlık ağırlıklı zombi payının, eşit ağırlıklı zombi payının altına düştüğü dikkat çekmektedir. Bu sonucun elde edilmesinde, özellikle son yıllarda varlık açısından daha büyük şirketlerin korunmalarına devam edilmediğinden iflas etmeye başlamış olabileceğine ya da yeniden yapılandırma çabalarını başarıyla sonuçlandırıp sağlıklı hale geldiklerine ve böylece zombi şirket statüsünden çıkmış olabileceklerine işaret edilebilir. Şekil 4.1.'in genel görünümü, Türkiye'de büyük zombi şirketlerin yıllar itibariyle yerlerini daha küçük zombi şirketlere bıraktığına yönelik tespitler sunmaktadır.



Şekil 4.1. Türkiye’de eşit ve varlık ağırlıklı zombi payları

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Zombi şirketlerin sayısı cinsinden hesaplanan eşit ağırlıklı yaygınlıktan ziyade bu şirketlerin sahip olduğu varlıklar cinsinden hesaplanan varlık ağırlıklı gösterim daha önemli bilgiler içermektedir. Çünkü varlık ağırlıklı zombi payı, sağlıklı şirketler tarafından daha verimli kullanılabilirken, zombi şirketlerde tutulan makine teçhizat ve kaynakları temsil etmektedir (McGowan vd., 2017b). Dolayısıyla, varlık ağırlıklı zombi payının 2022 yılına kadar tüm yıllar boyunca eşit ağırlıklı zombi payından daha yüksek saptanması neticesinde, bu şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerde yarattıkları tıkanıklığın boyutunun yüksek olacağına yönelik tahminde bulunulabilir.

Şekil 4.1. incelendiğinde, eşit ağırlıklı zombi payının analiz dönemi boyunca artış eğiliminde olduğu gözden kaçmamaktadır. İnceleme döneminin ilk yılı olan 2008’de %3,26 düzeyinde gerçekleşen zombi şirket payı küresel finansal kriz sonrası dönemde sınırlı bir artış yaşamış ve 2010 yılında yükseldiği %3,49 seviyesinin ardından toparlanarak düşüşe geçmiştir. Bu haliyle küresel finansal ve ülke borç krizlerinden etkilenen çoğu gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde yapılan zombi şirketlerin artış eğiliminde olduğu yönündeki tespitlerden, Türkiye’de elde edilen bu sonuçların ayrıştığı görülmektedir. Ancak 2012 yılında %2,99 seviyelerine kadar inmeyi başardıktan sonra, zombi şirket payı yeniden yükselişe geçerek, 2019 yılında örneklem döneminin en yüksek seviyesi olan %4,53’e ulaşmıştır. Bu sonuç, Türkiye ekonomisinin genel görünümünde bozulmaların yaşandığı 2013 sonrası dönemde

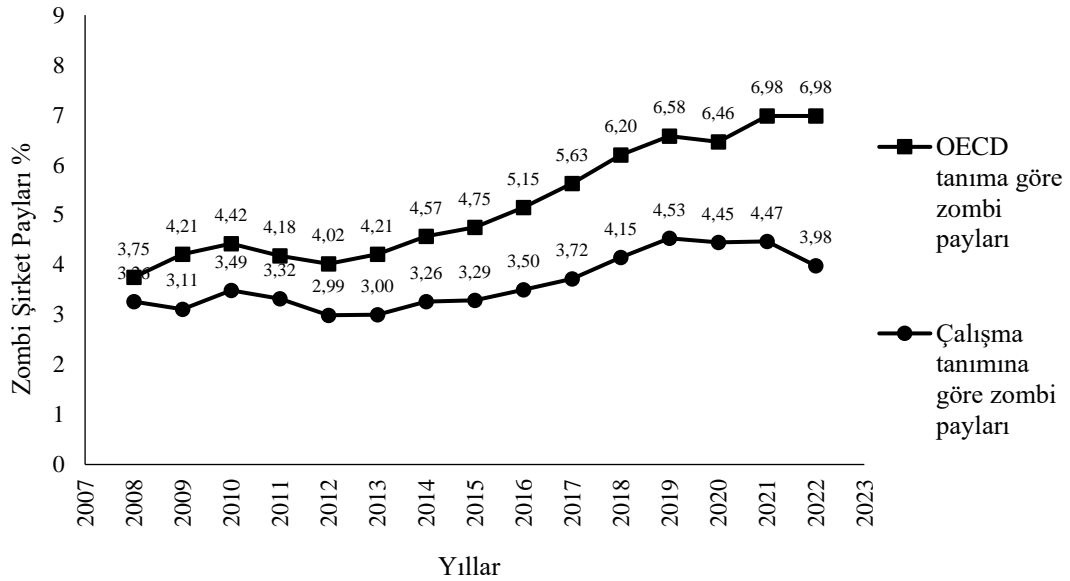
şirketlerin zombi statüsüne geçme hızlarının da eş zamanlı olarak arttığını göstermektedir (Bkz. Şekil 3.1, Şekil 3.2, Şekil 3.3).

2013 sonrası dönemde yaşanan olumsuz jeopolitik gelişmeler, darbe girişimi, küresel piyasalardaki ekonomik ve politik belirsizlikler ülke içerisindeki ekonomik faaliyetlerin aksamasına neden olmuştur. Bu olumsuz tabloyla mücadele amacıyla, yurt içi talebi ve ekonomiyi canlandırmaya yönelik aktif maliye politikası izlenmiştir. Bu çerçevede çeşitli vergi kolaylıkları, sigorta prim ödemelerinin ertelenmesi, şirketlerin finansmana erişim imkanlarının kolaylaştırılması gibi makro ihtiyati tedbirler uygulamaya konulmuştur (T.C. Strateji ve Bütçe Başkanlığı,2019: 21) Bütün bu desteklerin hem mevcut zombi şirketlerin hayatta tutulmasında hem de zombi şirket statüsüne yeni girişlerde payının olabileceği söylenebilir.

Eşit ağırlıklı zombi şirket paylarında artış eğiliminin görüldüğü 2013 sonrası dönem, yukarıda belirtilen koşulların yanı sıra, şirketlerin kullandıkları ticari kredilere uygulanan faiz oranlarında artışın olduğu yıllara da rastlamaktadır (Bkz. Şekil 3.4). Borçlanma maliyetlerinde görülen bu artış, faaliyet karlarında bir iyileşmenin yaşanmadığı varsayımı altında, faiz karşılama gücünün azalmasına yol açmaktadır. Bu durum, şirketlerin zombi haline gelmelerine zemin hazırlamaktadır. Diğer yandan bu dönemin, bankaların ve finansman şirketlerinin bilançolarında yer alan tasfiye olunacak ticari alacaklar hesabında ciddi artışların yaşandığı yıllara da tekabül ettiği görülmektedir (Bkz. Şekil 3.5)

Türkiye’de eşit ağırlıklı zombi payları 2019 yılından sonra yeniden aşağı yönlü hareket ederek, 2020 ve 2021 yıllarında yatay bir seyir izlemiştir. Bu son iki yılın pandeminin yaşandığı yıllar olduğu göz önünde bulundurulduğunda, karantina döneminde Türkiye’de verilen desteklerin daha düşük seviyelerde kalması ve borçlanma faiz oranlarının nispeten yüksek seyretmesi, zombi şirketlerin hayatta kalmasını zorlaştırdığı düşünülebilir. Türkiye'nin yanı sıra birçok ülkede de pandemi ile mücadele için sıkı karantina politikası benimsenmesi, zorunlu olmayan sektörlerdeki şirketleri faaliyetlerini tamamen durdurmaya zorlamış, bu kısıtlamaların neden olduğu satışlardaki ve gelirlerdeki düşüşün ardından, yeterli desteği alamayan ve likidite sıkıntısı çeken birçok şirket iflas etmek durumunda kalmıştır (Schivardi vd., 2020: 569). Yaşanan bu iflasların, zombi şirketlerin ağırlığında bir azalma yaratması muhtemel görünmektedir.

Zombi şirketleri doğru tanımlamada ve buna bağlı olarak zombi şirketlerin belirlenmesinde kullanılan yöntemin tespit edilmesinde yaşanan zorluklar nedeniyle, yaygınlık hesaplamasının sağlamlığının kontrol edilmesi elzemdir. Bu amaçla hazırlanan Şekil 4.2, McGowan vd. (2017a) tarafından yapılan OECD çalışmasında kullanılan ve bu tez çalışmasındaki modelinin temelini oluşturan tanım çerçevesinde tespit edilen zombi şirket paylarını göstermektedir.



Şekil 4.2. Alternatif zombi tanıma göre tespit edilen zombi şirket yaygınlığı¹⁷
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

McGowan vd. (2017a)'nin tanımına göre hesaplanan zombi şirketlerin tüm şirketler içerisindeki paylarının yıllar itibariyle seyri incelendiğinde, zombi yaygınlığının artış trendinde olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, çalışmada kullanılan tanım çerçevesinde saptanan sonuç ile uyumludur. 2008 yılında %3,75 olan pay 2010 yılında %4,42'ye çıktıktan sonra düşüşe geçerek, 2012 yılında %4,02 seviyelerine kadar inmiştir. Ancak bu yıldan sonra yeniden yükselişe geçerek 2019'da %6,58 düzeyine kadar çıkmıştır. 2020 yılında %6,46 ile ufak çaplı bir azalışın ardından yeniden yükselmiş ve analiz döneminin son yılları olan 2021 ve 2022'de %6,98 seviyesinde yatay seyir izlemiştir.

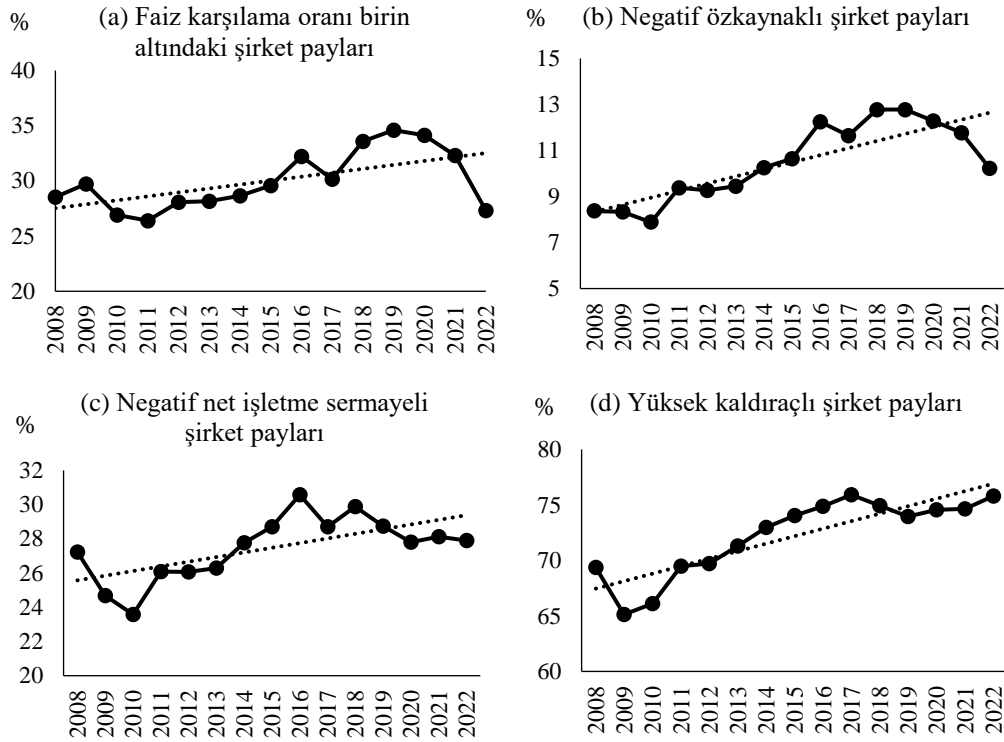
¹⁷ OECD tarafından yapılan tanıma göre; faiz karşılama oranı üç yıl üst üste birin altında olan ve 10 yaşından büyük şirketler zombi olarak tanımlanmıştır.

Şekil 4.2, iki ayrı zombi şirket tanımı kullanılarak elde edilen sonuçlar arasındaki temel farklılıkları sunmaktadır. Bu farklılıklardan ilki, alternatif tanımla gerçekleştirilen zombi şirket hesaplamasında, tüm yıllar boyunca zombi paylarının oransal olarak daha yüksek bulunmasıdır. Bu sonucun elde edilmesinin nedeni olarak, alternatif tanımda sadece genç ve deneyimsiz olmaya odaklanılması ve 10 yaşın altındaki şirketlerin zombi olarak değerlendirilmemesi gösterilebilir. Ancak 10 yaşından büyük olup kapasite artışına giden ve böylece gelecekte nakit yaratacak yatırımlar yapan, aynı zamanda banka kredisine başvuran, dolayısıyla birin altında faiz karşılama oranına sahip şirketlerin de zombi olarak kabul edilmesi, alternatif tanımda payların daha yüksek elde edilmesine neden olmuş olabilir. Bir diğer farklılık ise, her ne kadar iki payın genel eğilimi artış yönünde olup, benzer dönemlerde iniş ve çıkışlar yaşanmış olsa da 2020 yılından sonra payların birbirinden ıraksamaya başlamış olduğudur.

2020 yılından sonra 10 yaşından büyük şirketlerin %10'dan daha fazla yatırım yaparak büyüyen şirket grubuna girmeleri ve böylece zombi olarak değerlendirilmemeleri iki tanıma göre hesaplanan zombi şirket paylarındaki ayrışmanın nedenini açıklamaktadır. Ancak burada önemli olan nokta, bu şirketlerin yeni yatırımlarının finansmanını yüksek oranda banka kredilerinden sağlamış olmalarıdır. Çünkü yatırımlarındaki büyük artışa paralel olarak faiz karşılama oranlarının da azaldığı görülmektedir. Nitekim, 2020 yılından sonra ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarının da artmış olması, yatırımların finansmanında kullanılan kredi maliyetlerini artırmıştır (Bkz. Şekil 3.4.). Dolayısıyla bu yıldan sonra alternatif tanıma göre zombi olarak kabul edilen şirketlerin, bu çalışmadaki tanıma göre büyüyen şirket olarak değerlendirilmeleri, her iki zombi payı arasındaki farkı açmış olabilir.

Sağlamlık testleri

Bu çalışmada geliştirilen zombi tanımlama yönteminin sağlamlığının test edilmesi amacıyla, yukarıda tespit edilen zombi şirket paylarıyla, seçilmiş bazı finansal göstergelere göre hesaplanan şirket paylarının karşılaştırması yapılmıştır. Bu kapsamda analiz dönemi boyunca örneklemeindeki şirketler arasında faiz karşılama oranı birin altında olan, özkaynak toplamı negatif olan, net işletme sermayesi negatif olan ve kaldıraç oranı %50'den yüksek olan şirket payları Şekil 4.3.'te sunulmuştur.



Şekil 4.3. Seçilmiş finansal göstergelere göre hesaplanan şirket payları¹⁸

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

McGowan vd. (2017a) çalışmasından yararlanılarak geliştirilen zombi şirket tanımlama modelinin temelini oluşturan faiz karşılama oranının birin altında olduğu şirketlerin örneklemedeki toplam şirketler içerisindeki payı Şekil 4.3'ün (a) bölümünde gösterilmektedir. Eğilim çizgisinin yönü incelendiğinde, analiz dönemi boyunca birin altında FKO elde eden şirket paylarının yıllar itibariyle artış yönünde olduğu görülmektedir. Daha detaylı bir incelemede, paylarda 2009 yılından sonra bir miktar düşüşün yaşandığı, 2011 yılından sonra görülen sürekli bir artışla beraber, 2019 yılından itibaren aşağı yönlü bir harekete geçildiği saptanmaktadır. Bu sonuçlar, çalışmada tespit edilen eşit ağırlıklı zombi payları ile benzer bir eğilim çizmekle birlikte, burada üç yıl üst üste sağlanması koşulu ve diğer ilave kriterlerin varlığı aranmadığından oransal olarak daha fazla gerçekleşmiştir. Genel olarak, zombi şirket payındaki değişim ile faiz karşılama oranı birin altında olan şirketlerin payındaki değişimin görsel açıdan uyumlu olduğu söylenebilir.

¹⁸ Veri seti düzenlenmesinden sonra elde edilen tüm gözlemler üzerinden hesaplanmıştır.

Özkaynak toplamı negatif olan şirketlerin zombi olarak nitelendirildiği en uç zombi şirket tanımı Urionabarrenetxea vd. (2018) ile San-Jose vd. (2021) tarafından kullanılmıştır. Bir şirketin tüm varlıklarının borçlarını karşılamaya yetmediğini gösteren bu durum, finansal sıkıntı içerisinde bulunulduğuna dair sinyaller vermekte ve aynı zamanda finansal sıkıntısına rağmen hayatta tutulan bu şirketlerin sadece finansal kurumlar tarafından değil, aynı zamanda tedarikçiler, devlet gibi diğer alacaklılar tarafından korunduğunu da göstermektedir. Bu çalışmada yararlanılan örnekleme de yer alan şirketler arasında negatif özkaynağa sahip olanların payının gösterildiği Şekil 4.3'ün (b) bölümünde, bu payın yıllar itibariyle artış eğiliminde olduğu görülmektedir. 2010 yılından sonra sürekli bir artışın olduğu negatif özkaynaklı şirket paylarında 2016 (%12,24) ve 2019 (%12,78) yıllarında en üst noktalara ulaşıldığı ve son yıllarda aşağı yönlü bir harekete geçildiği saptanmaktadır. Dikkat çekici nokta, çalışmada geliştirilen tanıma göre tespit edilen eşit ağırlıklı zombi paylarının, negatif özkaynaklı şirket paylarından daha düşük seviyelerde gerçekleşmiş olmasıdır. Bu tespit, Türkiye'de yükümlülükleri varlıklarını aşan ancak zombi statüsünde olmayan şirketlerin var olduğuna işaret etmektedir. Bu durum, yükümlülüklerinin faizini karşılamaya yetecek kadar faaliyet karı elde eden ancak özkaynakların aşınmasına sebep olan dönem net zararıyla karşı karşıya bulunan şirketlerden kaynaklı olabilir. Bir başka sebep ise, geçmiş dönemlerdeki başarısızlık nedeniyle birikmiş zararları olan ancak hali hazırda daha başarılı bir performans sergileyen şirketlerin var olmasında yatabilir.

Negatif net işletme sermayesi, şirketin teknik likiditesinin yetersiz olduğunu, bir diğer ifadeyle kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirebilecek düzeyde dönen varlıklara sahip olmadığını göstermektedir. Likidite sorunları ve kısa vadeli borçlarla dönen varlıklar arasındaki vade uyumsuzluğu, finansal sıkıntı olasılığını artırmakta, böylece zombi şirkete dönüşme ihtimalini kuvvetlendirmektedir (Şahin, 2023: 10). Örnekleme de bu özelliği gösteren şirket paylarının yer aldığı Şekil 4.3'ün (c) bölümünde negatif net işletme sermayesine sahip şirketlerin tüm şirketler içerisindeki paylarının genel itibariyle %23-30 bandında seyrettiği sonucuna ulaşılmaktadır. 2010-2016 yıllarında artış gösteren paylarda, 2016'dan sonra hafif düşüşler yaşanmaktadır.

Toplam borcun (kısa ve uzun vadeli) toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanan kaldıraç oranı, bir şirketin borç verenler tarafından sağlanan nakit ve diğer varlıklar

sayesinde faaliyetlerini yerine getirme gücünü temsil etmektedir. Kaldıraç oranının yüksekliği ise genellikle işletme faaliyetlerinde bir tehlike sinyali olarak görülmektedir. Bu durum zombi şirketlerin yüksek borçlanma kriteri ile de uyumludur (Wang vd., 2022: 6). Aynı zamanda, şirketin taşıdığı finansal risk, verdiği kaldıraç kararıyla doğrudan ilişkili olmakta ve sıkıntılı şirketler daha yüksek kaldıraç deneyimi yaşamaktadır. Bu sebeple yüksek kaldıraçlı şirketlerin borç ödemelerinde temerrüde düşme ve dolayısıyla zombi olma olasılığı daha yüksektir (Şahin, 2023: 9). Şekil 4.3'ün (d) bölümünde, analiz dönemi boyunca örneklemdaki şirketlerin kaldıraç oranı yüksek olanların payları yer almaktadır. Yabancı kaynakların varlık toplamına oranı %50 ve daha fazla olan şirketlerin yüksek kaldıraçlı şirket olarak ele alındığı bu hesaplamada, diğer finansal göstergelere nazaran en yüksek şirket paylarının elde edildiği dikkat çekmektedir. Ortalama olarak %72 seviyelerinde olan yüksek kaldıraçlı şirket payları 2009 yılından sonra sürekli bir artış eğilimi göstermiş ve 2017 yılında örneklem döneminin en yüksek seviyesi olan %75,91'e yükselmiştir. Bu yıldan sonra yüksek kaldıraçlı şirket paylarında görülen hızlı artışların durduğu ve ufak düşüşlerin yaşandığı tespit edilmektedir.

Şekil 4.3'te yer verilen her bir finansal gösterge, teori tarafından zombi şirketlerin taşınmasının beklenildiği temel özellikleri temsil etmektedir (Yamada vd., 2023: 3). Bu özelliklere sahip şirket payları bir bütün olarak incelendiğinde, genel olarak yıllar itibarıyla artış eğiliminde olduğu, son yıllarda yatay seyre geçildiği ve hatta bir miktar azalmaların yaşandığı tespit edilmektedir. Dolayısıyla, zombi şirketlerin sahip olması beklenen bu finansal göstergelerin durumunun, Şekil 4.1'de yer alan eşit ağırlıklı zombi paylarının göstermiş olduğu eğilim ile uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

4.5.1.2. Zombi şirketlerin karakteristik özelliği

Türkiye'de varolan zombi şirketleri sağlıklı şirketlerden ayırtıran karakteristik özellikleri, finansal özellikler ve finansal olmayan özellikler olarak iki grupta incelenmiştir.

4.5.1.2.1. Finansal özellikler

Türkiye'deki zombi şirketlerin bazı finansal özelliklerine ilişkin tespit edilen sonuçlar, Tablo 4.4.'te sağlıklı şirketlerin finansal özellikleriyle karşılaştırmalı olarak özetlenmiştir.

Finansal Göstergeler	Sağlıklı şirketler	Zombi şirketler
	Ortalama Değerler	Ortalama Değerler
Net işletme sermayesi	2 734 565 TL	-309 996 TL
Aktif toplamı	18 044 520 TL	35 811.570 TL
Maddi duran varlık	3 942 060 TL	4 405.290 TL
Özkaynak toplamı	5 666 637 TL	7 629.823 TL
Kısa vadeli borç	8 183 901 TL	14 868.970 TL
Uzun vadeli borç	4 297 324 TL	13 867 440 TL
Kaldıraç oranı	0,687	0,790
Net satışlar	19 487 350 TL	12 606 360 TL
Faaliyet karı/zararı	1 341 870 TL	10 489 TL
Finansman gideri	737 926 TL	3 436 722 TL
Dönem net karı/zararı	638 172 TL	-1 761 910 TL
Aktif karlılık oranı	-0,021	-0,534

Tablo 4.4. Sağlıklı ve zombi şirketlerin finansal özelliklere göre karşılaştırılması¹⁹
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şirketlerin kısa vadeli borç ödeme kabiliyetini ölçmek amacıyla dikkate alınan net işletme sermayesinin Tablo 4.4'te gösterildiği üzere, zombi ve sağlıklı şirketlerde birbirine oldukça uzak değerler aldığı görülmektedir. Dönen varlıklardan kısa vadeli yükümlülüklerin çıkarılmasıyla hesaplanan net işletme sermayesi sağlıklı şirketlerde ortalama 2,7 milyon TL olarak bulunmuştur. Ancak zombi şirketlerde net işletme sermayesi negatif olup, yaklaşık -310 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuç, zombi şirketlerin dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamaya yetmediğine dikkat çekmektedir. Aynı zamanda bu tespit, Türkiye'deki zombi şirketlerin cari oranını 0,8 olarak hesaplayan, bir diğer ifadeyle dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerinden daha az olduğunu saptayan Şahin (2023) çalışmasıyla da uyum sağlamaktadır. Dolayısıyla, görece olarak daha az likit varlık bulundurmanın, Türkiye'deki zombi şirketler için belirgin bir karakteristik özellik olduğu söylenebilir.

Tablo 4.4'te aktif, maddi duran varlık ve özkaynak toplamalarını gösteren üç finansal gösterge incelendiğinde, zombi şirketlerin sağlıklı emsallerine nazaran daha

¹⁹ 2008-2022 yılları ortalamasını içermektedir.

fazla varlık yatırımı yaptıkları görülmektedir. Bu fark, ortalama aktif büyüklük cinsinden neredeyse iki kata ulaşmaktadır. Böylece, zombi şirketlerin kaynakları ellerinde tutarak sağlıklı şirketlerin yatırım olanaklarını azalttıkları yönündeki genel teoriyi doğrulayıcı tespitler elde edilmiştir (Hallak vd., 2018: 11). Bu sonuç aynı zamanda, 2008 yılından 2022 yılına kadar tüm yıllar boyunca varlık ağırlıklı zombi paylarının eşit ağırlıklı zombi paylarının üzerinde seyrettiği Şekil 4.1'deki sonuçlarla da uyumludur. Dolayısıyla zombi şirketlerin varlık açısından daha büyük şirketler olduklarına yönelik elde edilen bu bulgu, büyük şirketlerin iflas etmeleri halinde paydaşlara daha fazla zarar verecekleri kabul edildiğinden korundukları, böylece varlık açısından daha büyük şirketlerin zombi olma olasılığının daha yüksek olduğu yönündeki teoriyi de desteklemektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8; Urionabarrenetxea vd., 2018: 314). Ancak getirisi daha yüksek olan maddi duran varlıklara yapılan yatırım her ne kadar zombi şirketlerde daha fazla olsa da aradaki farkın aktif büyüklüğe göre daha az olduğu görülmektedir. Bu bilgilerle zombi şirketlerin daha fazla varlık edindiklerini ancak bu varlıklar içerisinde getirisi daha yüksek olanların payının nispeten az olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir. Fakat bu sonuçlardan farklı olarak, zombi şirketlerin varlık büyüklüğünü inceleyen Banerjee ve Hofmann (2020), Albuquerque ve Iyer (2023), Yamada vd. (2023) ve Jain (2022) zombi şirketlerin daha düşük yatırım düzeylerine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

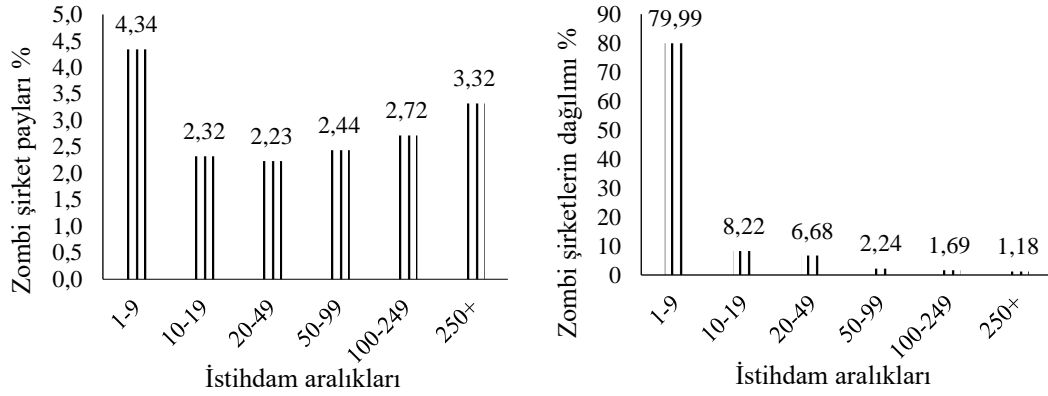
Daha fazla varlık bulduran zombi şirketlerin bu varlıkları ağırlıklı yabancı kaynak kullanımını yoluyla elde ettikleri Tablo 4.4'teki finansman yapısına ilişkin göstergelerden çıkarılabilmektedir. Borç geri ödemelerinde temerrüde düşme olasılığını artıran yüksek kaldıraç oranı, şirketlerin zombi haline gelmelerinde önemli bir etkiye sahiptir (Şahin, 2023: 9). Nitekim sağlıklı şirketlerde ortalama %68,78 olan kaldıraç oranı, zombi şirketlerde %79,02 olarak gerçekleşmektedir. Banerjee ve Hofmann (2020), Geng vd. (2021), Feng vd. (2022), Hoshi (2006), Peek ve Rosengren (2005), Blazkova ve Dvoulety (2020), Şahin (2023) ve Albuquerque ve Iyer (2023) de çalışmalarında, zombi şirketlerin daha fazla kaldıraçlı olduklarını saptamışlardır. Yüksek düzeyde yabancı kaynak kullanımı, finansman gideri yükünü de artırmaktadır. Sonuçlar, zombi şirketlerde ortalama finansman giderinin (3,4 Milyon TL) sağlıklı şirketlerin finansman giderlerinden (738 Bin TL) bir hayli yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Düşük karlılığın zombi şirketlerin belirgin karakteristik özelliklerden biri olduğu, zombi şirket literatüründe sıkça dile getirilmektedir (Şahin, 2023: 9). Tablo 4.4'te sağlıklı şirketlerin ortalama 19,5 Milyon TL, zombi şirketlerin ise 12,6 Milyon TL net satış hasılatı elde ettiği görülmektedir. Aslında bu verilerle zombi şirketlerin sağlıklı şirketler gibi yatırımlarından getiri sağladıkları yönünde çıkarımda bulunulabilir. Ancak her iki şirket grubu arasında asıl ayrışma faaliyet kar veya zararları bölümünde başlamaktadır. Nitekim sağlıklı şirketler ortalama 1,3 Milyon TL, zombi şirketler ise yalnızca ortalama 10 Bin TL faaliyet karı elde etmektedir. Bu bulgu, zombi şirketlerin oldukça yüksek maliyetlerle faaliyetlerini sürdürdüklerini göstermektedir. Çalışmalarda da bu şirketlerin yüksek maliyetlerle çalıştıkları ve piyasa karlarını düşürdükleri belirtilmektedir (Caballero vd, 2008: 1959). Örneklemdaki sağlıklı şirketler pozitif dönem net karı elde ederken, zombi şirketlerin zarar etmeleri de bu durumu doğrulamaktadır. Diğer yandan aktif karlılığının tüm şirketlerde negatif olduğu ancak bu oranının sağlıklı şirketlerde (-%2,1) zombi şirketlerden (-%53,4) daha az olduğu görülmektedir. Zombi şirketlerin düşük karlılığa sahip olduklarına yönelik bu bulgular, Caballero vd. (2008), Javaheriafif (2017), Banerjee ve Hofmann (2020), Yamada vd. (2023), Feng vd. (2022) ile Şahin (2023) tarafından da sağlanmıştır.

4.5.1.2.2. Finansal olmayan özellikler

Zombi şirketlerin finansal olmayan özellikleri; istihdam, yaş, konum, faaliyet alanı, ölçek türü, vergi mükellefiyet türü ve teknoloji düzeyi cinsinden ortaya konulmuştur. Bu özelliklerin tamamının tespit edilmesinde, 2008-2022 yılları ortalaması dikkate alınmıştır.

İstihdam edilen personel sayıları açısından zombi şirketlerin nasıl bir karakteristik özellik gösterdikleri Şekil 4.4'te sunulmuştur. Şeklin sol tarafı, altı kategoriye ayrılmış her bir istihdam aralığındaki tüm şirketler içerisinde zombi şirket paylarının görünümünü, sağ tarafı ise zombi şirketlerin istihdam aralıklarına göre dağılımını vermektedir.



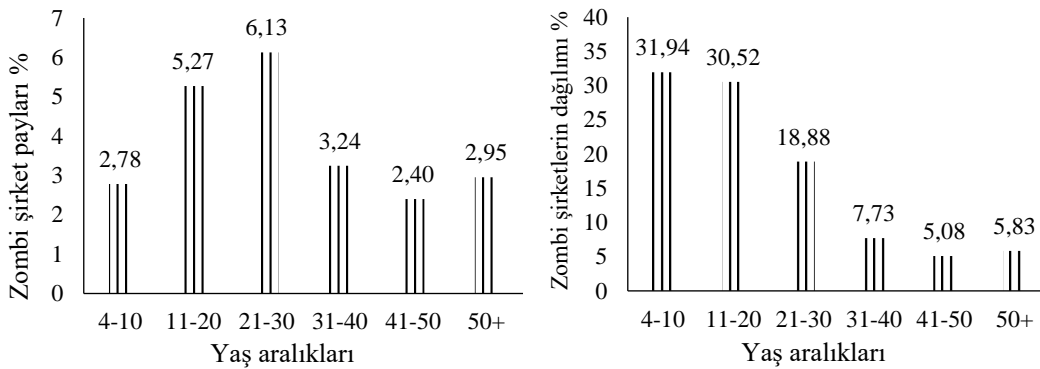
Şekil 4.4. İstihdam aralıklarına göre zombi şirket payları ve dağılımı

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 4.4'ün sol tarafından görüldüğü üzere, en yüksek zombi şirket payına %4,34 oranıyla 10 kişiden daha az çalışanı bulunan şirketlerde rastlanılmaktadır. Bir başka ifadeyle, 10 kişiden daha az çalışanı olan tüm şirketlerin (zombi ve sağlıklı şirketler toplamı) %4,34'ü zombi şirket statüsünde bulunmaktadır. 250 kişiden daha fazla çalışanı olan şirketlerin ise %3,32'si zombi şirket statüsünde yer almaktadır. En az pay 20-49 istihdam aralığında çalışanı olan şirketlerde görülmektedir. Zombi şirketlerin hangi istihdam aralığında çalışanı olduğunu gösteren sağ taraf incelendiğinde ise, bu şirketlerin %79,99'unun 10 kişiden az çalışanı olan şirketler olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Zombi şirketlerin %1,18'i ise 250'den daha fazla çalışana sahiptir. Bu bulgular, Türkiye'deki zombi şirketlerin çalışan sayısı bakımından küçük şirketler olduğunu göstermektedir²⁰. Ancak daha önce Türk şirketleri üzerinde incelemelerde bulunan Dinçer vd. (2023), zombi şirketlerin istihdam sayısı bakımından büyük şirketler olduğuna yönelik bulgular elde etmişlerdir. Sadece dört yıllık bir dönemin analiz edilmesi ve zombi belirleme yöntemlerinin farklı olması, bu karşı bulgunun nedenlerini açıklayabilir. Diğer ekonomiler üzerinde çalışmalar yapan Hoshi (2006), Banerjee ve Hofmann (2020) ile Blazkova ve Dvoulety (2020) de daha az çalışana sahip şirketlerin zombiye dönüşme olasılığının yüksek olduğuna yönelik benzer tespitlerde bulunmuşlardır. Dinçer vd. (2023) gibi tam tersi bulgular elde eden çalışmalara ise McGowan vd. (2017a), Logarusic ve Kristic (2022), Silva ve Gonçalves (2022) örnek verilebilir.

²⁰ Kayıt dışılık sorunu ihmal edilmiştir.

Altı kategoriye ayrılmış yaş aralıklarına göre zombi şirket oranları (sol taraf) ve zombi şirketlerin dağılımı (sağ taraf) Şekil 4.5'te verilmektedir. 21-30 yaş grubunda olan tüm şirketlerin yaklaşık %6,13'ünün zombi olduğu ve böylece en yüksek payın bu grupta olduğu görülmektedir. En düşük pay ise %2,40 oranıyla 41-50 yaş grubunda yer almaktadır. Bu sonuç, zombi şirketlerin orta yaşlı şirketler olduğuna yönelik doğrusal olmayan ters U şeklinde bir eğri bulan Blazkova ve Dvoulety (2020) ile paralellik göstermektedir. Genç şirketlerin daha az süredir faaliyette bulunmaları nedeniyle karlılıklarının düşük olmasının iç finansman imkanlarını sınırlaması ve bunun banka kredilerine olan bağımlılığı artırarak yaş aldıkça zombi olma olasılıklarını artırması ve dönüm noktasından sonra ise biriken karlar sayesinde otofinansman imkanına kavuşularak kaldırıcın azalmaya başlaması bu tespitin nedenini açıklayabilir.



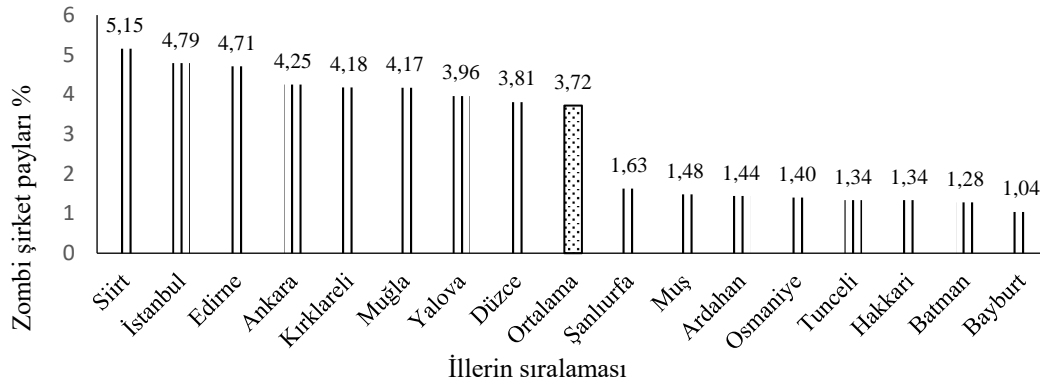
Şekil 4.5. Yaş aralıklarına göre zombi şirket payları ve dağılımı²¹
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İlgili yaş aralıklarındaki şirketlerin ne kadarının zombi şirket olduğuna yönelik verilen bilgidir (Bkz. Şekil 4.5 sol taraf) daha ziyade, zombi şirketlerin hangi yaş aralığında olduklarına dair sunulan bilgiler önemli ipuçları vermektedir. Çünkü her grupta yer alan şirket sayıları eşit olmadığından, zombi şirket paylarına odaklanmak yanıltıcı tahminlerde bulunmaya neden olabilecektir. Şekil 4.5'in sağ tarafından bu açık bir şekilde görülmektedir. Tespit edilen zombi şirketlerin %31,94'ünün 10 yaşında ve 10 yaşın altında olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu görünüm, zombi şirketlerin genç olduklarını ve yaş arttıkça zombi dağılımının azaldığını

²¹ Yaş, şirketin kuruluş yılı ile zombi şirket sayıldığı yıl arasındaki farkı ifade etmektedir. En genç yaş kategorisi, bir şirketin zombi şirket olarak tanımlanabildiği ilk yaş olduğu için dört yaşından başlamaktadır.

göstermektedir. Türkiye’de zombi şirketlerin karakteristik özelliklerinin incelendiği bir başka çalışmada Şahin (2023), genç şirketlerin zombi şirkete dönüşme olasılıklarının daha yüksek olduğuna yönelik benzer bulgular sağlamıştır. Daha az deneyimli olan genç şirketlerin zombi olduğunu tespit eden bir diğer çalışma Banerjee ve Hofmann (2018)’a aittir. McGowan vd. (2017a), Goto ve Wilbur (2019), Geng vd. (2021) ile Hallak vd. (2018) ise zombi şirketlerin daha yaşlı olduklarını ortaya koymuşlardır.

Türkiye’deki zombi şirket paylarının 2008-2022 dönemi ortalamaları üzerinden hesaplanan il bazlı sıralaması Şekil 4.6’da yer almaktadır. İlgili dönem boyunca Türkiye genelinde ortalama zombi payı %3,72 olarak gerçekleşmiştir. Ortalamanın solunda en yüksek paya sahip ilk sekiz il, sağında ise en düşük paya sahip sekiz il sıralanmıştır.

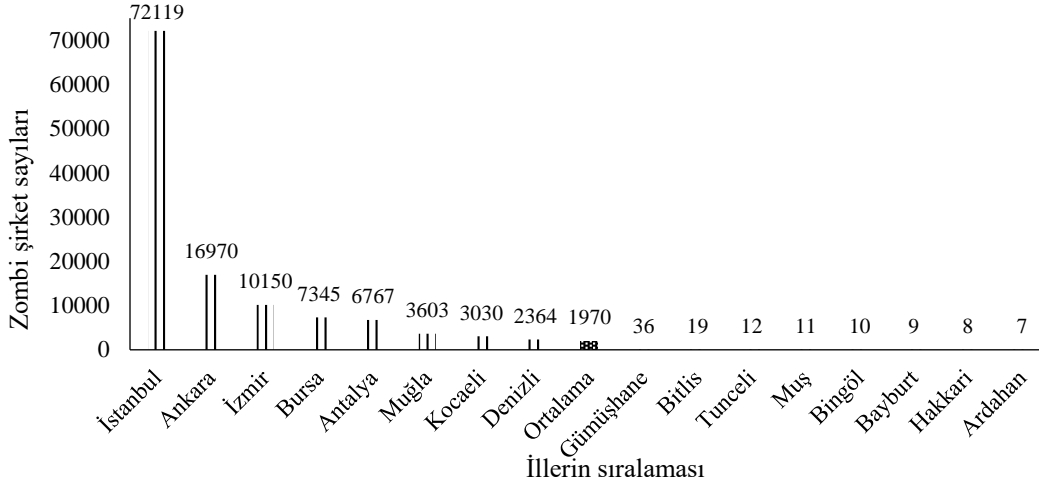


Şekil 4.6. Zombi şirket paylarına göre illerin sıralaması

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İllerdeki zombi şirketlerin bu illerde bulunan tüm şirketlere oranı olarak hesaplanan zombi şirket paylarının en yüksek olduğu ilin Siirt olduğu görülmektedir (Bkz. Şekil 4.6). Onu İstanbul, Edirne, Ankara, Kırklareli, Muğla, Yalova ve Düzce gibi Batı illeri izlemektedir. En düşük zombi şirket payına sahip il ise Bayburt olup, Batman, Hakkari, Tunceli, Osmaniye, Ardahan, Muş ve Şanlıurfa gibi Doğu illeri de onu takip etmektedir. Bu tespitler, şirketlerin zombi haline gelmeleri üzerinde buldukları coğrafi konumun da etkili olabileceğine yönelik, Blazkova ve Dvoulety (2020) ile Geng vd. (2021) tarafından elde edilen sonuçları desteklemektedir. Ancak sadece paylara göre sıralanan bu illere ilişkin bilgiler, tek başına zombi şirket sorununun hangi illerde mevcut olduğuna yönelik çıkarımda bulunulmasını hatalı hale

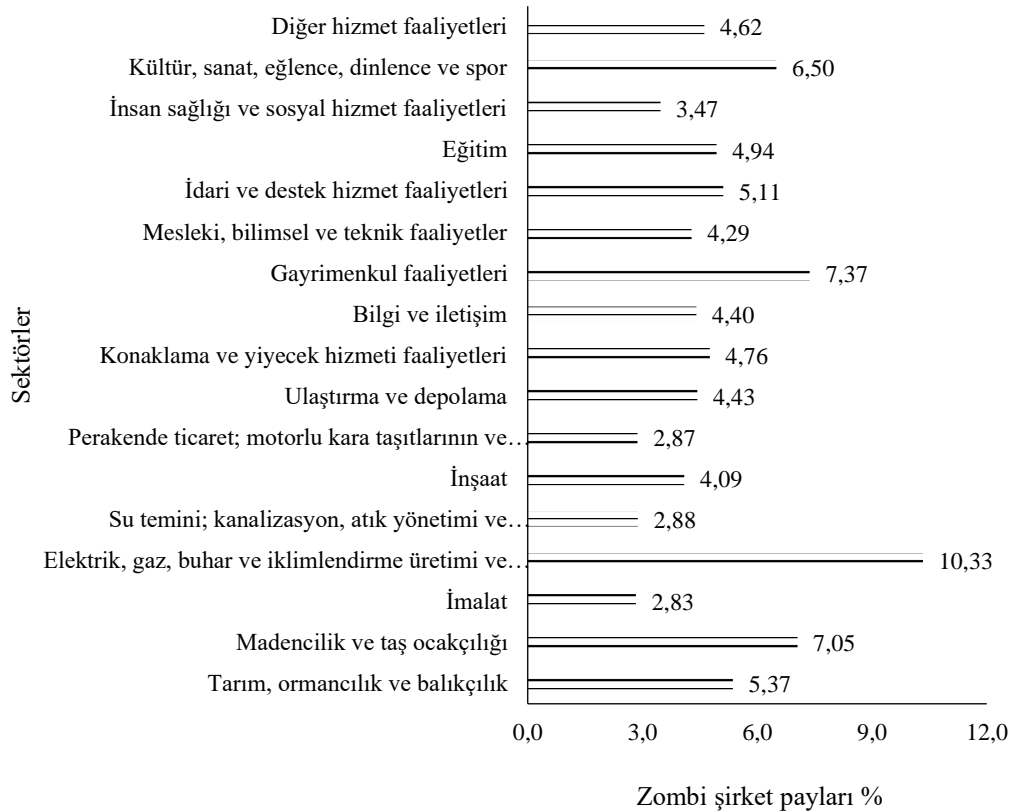
getirmektedir. Örneğin en yüksek zombi şirket payının olduğu Siirt ili aslında en az zombi şirket sayısını barındıran onuncu ildir. Siirt ilinde faaliyet gösteren şirket sayısının görece azlığı bu payın daha yüksek çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenle illerde bulunan zombi şirket sayılarına göre yapılacak sıralamanın, daha anlamlı tespitlerde bulunulmasını sağlayacağı düşünülmektedir. Bu amaçla hazırlanan, zombi şirket sayılarına göre illerin sıralaması Şekil 4.7’de sunulmaktadır.



Şekil 4.7. Zombi şirket sayılarına göre illerin sıralaması
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Örnekleme dönemi boyunca Türkiye genelinde ortalama zombi şirket sayısının 1970 olduğu sonucu Şekil 4.7’den çıkarılmaktadır. En fazla zombi şirketi barındıran İstanbul ilinde 72 119 şirket zombi tanımına uymuştur. Bu ili Ankara, İzmir, Bursa, Antalya, Muğla, Kocaeli ve Denizli gibi çoğunlukla metropol illerin izlediği görülmektedir. Bu tespit, büyüme merkezleri olan metropol alanlarda büyük yatırımlara girişen şirketlerin konumlandığı, bu yatırımlar için ihtiyaç duydukları sermayeyi daha fazla risk alarak ağırlıklı yabancı kaynak ile finanse ettikleri ve böylece çeşitli finansal sorunlar yaşamaya müsait hale geldiklerine yönelik tahminlerde bulunan Blazkova ve Dvoulety (2020)’nin çalışmasıyla uyumludur. Sonuçlar aynı zamanda, Sosyo-Ekonomik Gelişmişlik Sıralaması Araştırmaları 2017 İl Raporu’na göre Türkiye’nin sosyo-ekonomik anlamda daha gelişmiş kabul edilen illerinde zombi şirketlerin daha fazla olduğunu göstermektedir (T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2017). Benzer şekilde, zombi şirketlerin daha az görüldüğü iller olan Gümüşhane, Bitlis, Tunceli, Muş, Bingöl, Bayburt, Hakkari ve Ardahan illeri, sosyo-ekonomik gelişmişlik sıralamasında sonlarda yer almaktadırlar. Zombi

şirketlerin daha gelişmiş bölgelerde konumlandıklarına yönelik bu tespitler, farklı ülkeler üzerinde çalışma yapan Geng vd. (2021), Blazkova ve Dvoulety (2020) ile Urionabarrenetxea vd. (2018) tarafından da elde edilmiştir. Ancak Hoshi (2006), ülkelerin görece az gelişmiş bölgelerinde daha fazla zombi şirket yoğunluğuna rastlamıştır.



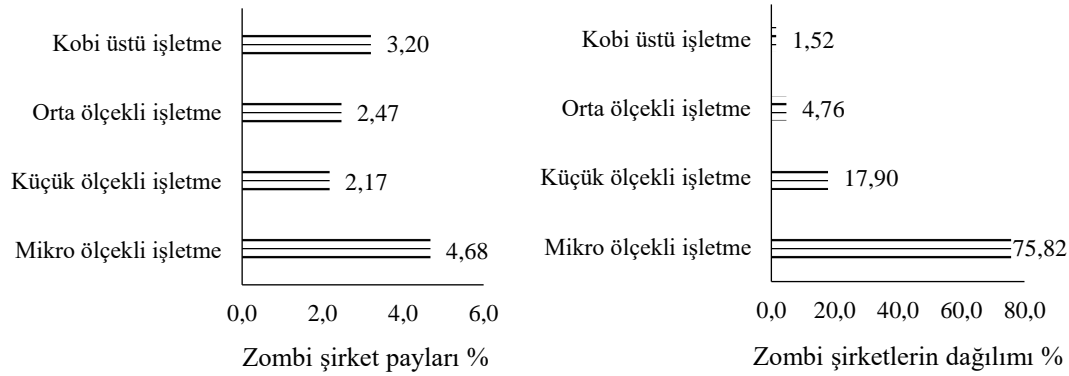
Şekil 4.8. Sektörler itibariyle zombi şirket payları

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 4.8’de sunulduğu üzere, Türkiye’de en fazla zombi şirket payına (%10,33) sahip sektör enerji sektörü olmuştur. Onu gayrimenkul (%7,37) ile madencilik (%7,05) sektörleri izlemektedir. Albuquerque ve Iyer (2023) de gayrimenkul ve enerji sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler arasında zombi şirket payının daha yüksek olduğunu saptamışlardır. Bu sektörlerdeki varlık fiyatlarında görülen ani yükselişlerin ve talepte yaşanan büyük dalgalanmaların, şirketlerin zombi statüsüne geçmesinde önemli etkisinin olduğu düşünülmektedir. Enerji sektöründe payların en yüksek olması aynı zamanda, bu şirketlerin varlık açısından daha büyük (Bkz. Tablo 4.4) ve daha az çalışana sahip olmalarını (Bkz. Şekil 4.4) da açıklamaktadır. En düşük zombi şirket

payına (%2,83) ise imalat sektöründe rastlanılmaktadır. Elde edilen bu bulgu, zombi şirketlerin imalat dışı sektörlerde daha yaygın görüldüğüne dair tespitlerde bulunan Hoshi (2006), Caballero vd. (2008) ile Türkiye üzerinde analiz yapan Dinçer vd. (2023)'nin çalışma sonuçlarıyla uyumludur. Ancak Yamada vd. (2023) ile Borsa İstanbul'da işlem gören şirketleri inceleyen Şahin (2023), zombi şirketlerin imalat sektöründe daha fazla paya sahip olduklarına yönelik çıkarımlarda bulunmuşlardır.

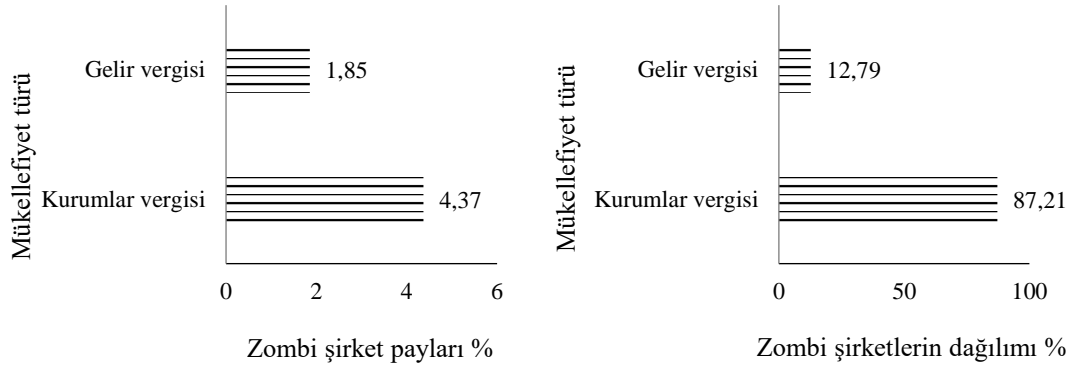
Şekil 4.9'da ölçek türlerine göre zombi şirket payları ve zombi şirketlerin dağılımı gösterilmiştir. Türkiye'de 2008 ve 2022 yılları arasında ortalama olarak en çok mikro ölçekli işletmelerde zombi şirket görülmektedir. Mikro ölçekli şirketler, çalışan sayısı 10 kişiden az ve net satış hasılatı veya bilanço büyüklüğü en küçük grupta olan şirketlerden oluştuğundan, Tablo 4.4. ve Şekil 4.4 birlikte değerlendirildiğinde, elde edilen bu sonuç çok şaşırtıcı olmamıştır. Benzer şekilde, 250 çalışandan daha fazla istihdamı olan ve net satış hasılatı veya bilanço büyüklüğü en yüksek olan kobi üstü işletmelerin ise zombi şirket olma olasılığı çok daha düşük bulunmuştur.



Şekil 4.9. Ölçek türlerine göre zombi şirket payları ve dağılımı

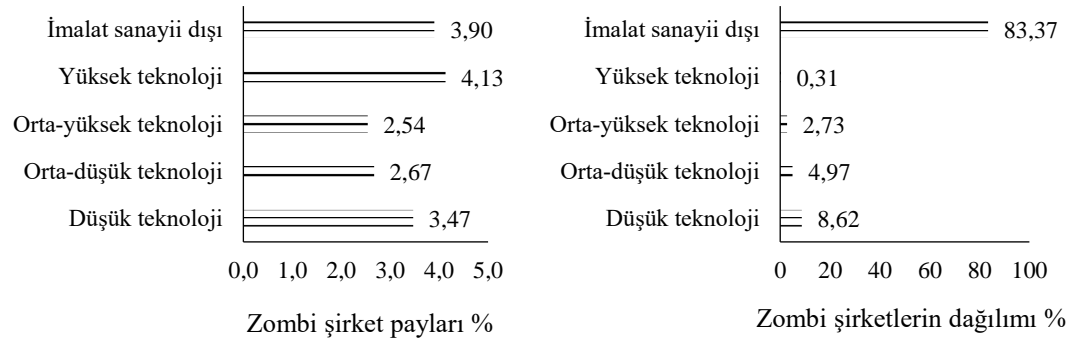
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Zombi şirket analizi finansal tablolar üzerinden yapıldığından, GBS veri setinde yer alıp finansal tablo düzenlemeyen şirketlere ait gözlemler veri düzenlemesi aşamasında düşülmüştür. Dolayısıyla, geriye kalan şirketler finansal tablo düzenleyen kurumlar vergisi mükellefleri ile ticari kazanç elde eden gelir vergisi mükellefleri olmuştur. Bu iki mükellefiyet türüne göre zombi şirket payları ve zombi şirketlerin dağılımı ise Şekil 4.10'da yer almaktadır.



Şekil 4.10. Vergi mükellefiyet türüne göre zombi şirket payları ve dağılımı
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Zombi şirket payının (%4,37) en fazla olduğu vergi mükellefiyet türünün kurumlar vergisi olduğu Şekil 4.10'dan görülmektedir. Aynı şekilde, zombi şirketlerin % 87,21'i bu mükellefiyet türünde yer almaktadır.



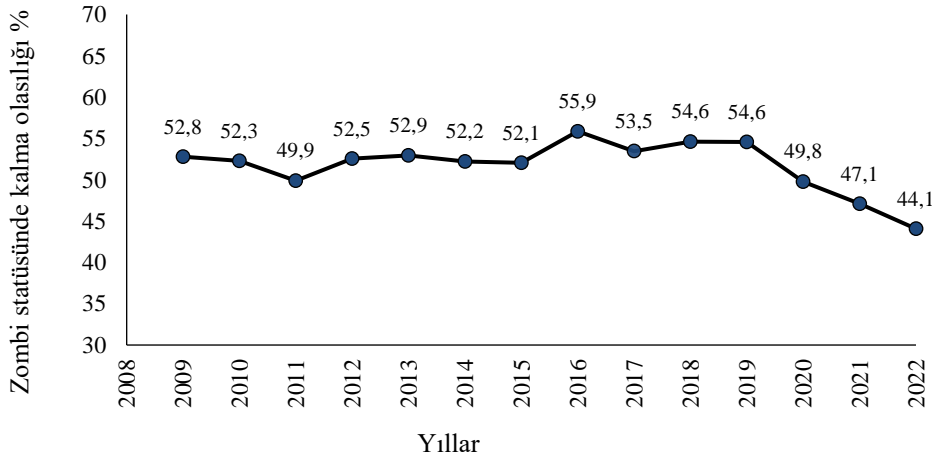
Şekil 4.11. Teknoloji düzeyine göre zombi şirket payları ve dağılımı
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şirketlerin ürettikleri ürünlerin hangi teknoloji sınıfında yer aldığına göre yapılan sınıflandırmaya göre zombi şirket payları ve dağılımı Şekil 4.11'de verilmiştir. İmalat dışı şirketlerde bu sınıflandırma yapılmadığından bu şirketler ayrı bir kalem olarak sunulmuştur. Sonuçlar, zombi şirketlerin imalat dışı sektörlerde daha yoğun görüldüğünü ve zombi şirketlerin % 83,37'sinin imalat dışı alanda faaliyet gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerle yönelik yapılan analizin yer aldığı Şekil 4.8, zombi şirketlerin imalat dışı sektörlerde yer aldıklarını doğrulamaktadır. İmalat sektöründe yer alan şirketler arasında ise en yüksek zombi şirket payı, yüksek teknoloji ürünler üreten şirketlerde görülmektedir. Geng vd. (2021) de yüksek teknoloji sektörler düzeyinde faaliyet gösteren şirketlerin daha

fazla payının zombi şirket statüsünde olduğuna dönük benzer bulgular sağlamışlardır. Ancak zombi şirketlerin dağılımı incelendiğinde, düşük teknoloji grubundan yüksek teknoloji grubuna doğru zombi şirketlerin sayısının azaldığı yönünde tam tersi sonuçlar elde edilmektedir.

4.5.1.3. Zombi statüsünün devamlılığı

Zombi haline gelmiş bir şirketin, bu statüsünün ne kadar süreyle devam ettiğinin bilinmesi, bu şirketlerin olası zararlı etkilerinin de devamlılığının görülebilmesi açısından değerlidir. Aynı zamanda bu bilgiler, zombi şirketlerle verilen mücadelenin başarıya ulaşip, bu şirketlerin sağlıklı hale gelmelerini veya piyasayı terk etmelerini sağlayıp sağlamadığının da test edilmesi açısından ayrıca önemlidir. Bu sebeple çalışmada, herhangi bir yılda zombi olan şirketlerin faaliyetlerine bir sonraki yılda da zombi olarak devam etme olasılığı hesaplanmıştır. Bu olasılık, t yılında zombi olarak sınıflandırılan ve t+1 yılında zombi statüsünde devam eden şirket sayısının, t yılında zombi olarak sınıflandırılan şirketlerin sayısına bölünmesi yoluyla bulunmaktadır (Albuquerque ve Iyer, 2023: 15). Sonuçlar Şekil 4.12’de verilmiştir.

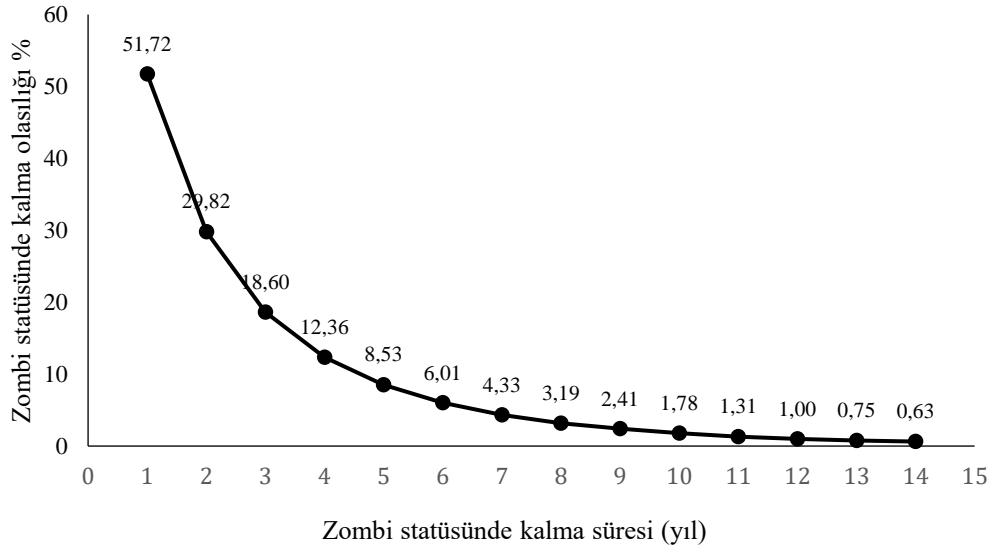


Şekil 4.12. Yıllar itibariyle zombi statüsünde kalma olasılığı

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Zombi statüsünde kalma olasılığının zaman içindeki gelişimini veren Şekil 4.12’den görüldüğü üzere, zombi statüsüne geçen şirketlerin ortalama olarak %51,72’si bir sonraki yıl da zombi olarak faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedir. Bu bilgiler ışığında, Türkiye’de zombi şirketlerin yarısının gelecek dönemde de zombi olarak yaşamaya devam ettiğini ve bu haliyle zombilik statüsünün kalıcı olduğunu

söylemek mümkündür. Daha detaylı olarak inceleme yapıldığında, bir sonraki yıl zombi olarak kalma olasılığının 2009-2019 yılları arasında %53 bandında yatar seyir izlerken, 2019 yılından sonra düşüşe geçtiği dikkat çekmektedir. Örneğin son verilerin elde edildiği yıl olan 2022 yılında, 2021 yılında zombi haline gelen şirketlerin %44,1'i zombi statüsünde kalmaya devam etmektedir. Son yıllarda, zombi statüsünün devam etme olasılığında görülen bu azalma, zombi şirketlerin daha hızlı bir şekilde piyasadan çıkma ihtimalinin arttığına ya da yeniden sağlıklı hale gelme başarılarının yükseldiğine işaret edebilir. Ancak Şekil 4.12, tek başına zombi statüsünün ne kadar devam ettiğine yönelik bilgi vermemektedir. Bu amaçla hazırlanan Şekil 4.13, zombi olarak sınıflandırılmaya başlanan bir şirketin, ortalama olarak ne kadar yıl bu statüsünü koruduğuna yönelik hesaplama sonuçlarını vermektedir.



Şekil 4.13. Zombi statüsünde kalma süresi²²

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Veri setinin 2006 yılında başlamasına bağlı olarak ilk zombi şirket tespitinin 2008 yılında yapılabilmesi ve son veri yılının 2022 olması sonucu, analiz dönemi boyunca zombi statüsünde maksimum kalma süresi 14 yıl olarak (bkz. Şekil 4.13)

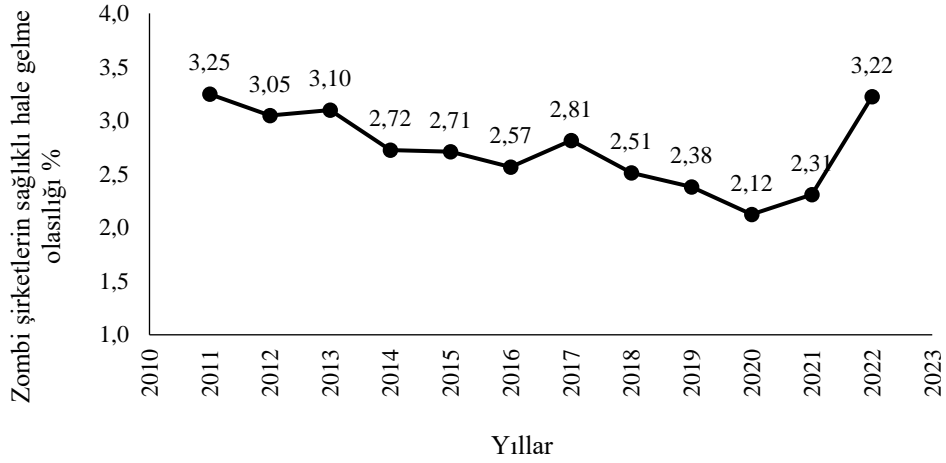
²² Zombi statüsünde kalma süresi, herhangi bir yılda zombi haline gelen bir şirketin kaç yıl daha bu statüde kaldığını göstermektedir. Zombi statüsünde kalma olasılığı ise, bu statüsü devam eden şirketlerin, ilk zombi şirket statüsüne girdikleri yıldaki tüm zombi şirketlere oranını göstermektedir. Örneğin, t+2 yılında zombi olarak kalmaya devam eden şirketlerin, t yılındaki zombi şirketlere oranı, iki yıl boyunca zombi statüsünde kalma olasılığını vermektedir.

değerlendirmeye alınmıştır. Zombi statüsünde kalma süreleri incelendiğinde, herhangi bir yılda zombi haline gelen şirketlerin ortalama olarak %51,72'sinin bir yıl daha yaşamlarını zombi olarak sürdürdüğü görülmektedir. Aynı sonuç, bir sonraki yıl zombi statüsünde kalmaya devam eden şirket istatistiklerinin sunulduğu Şekil 4.12'den de elde edilebilmektedir. Bu sürenin iki yıla çıkması halinde ise zombi olarak kalma olasılığı, %29,82'ye düşmektedir. Dolayısıyla zombi statüsünde kalma süresi arttıkça, olasılık değerleri de normal olarak azalmaktadır. Çalışmada elde edilen önemli sonuçlardan bir diğeri ise, 2008 yılında zombi olarak sınıflandırılan şirketlerin yaklaşık %0,63'ünün geriye kalan örneklem dönemi olan 14 yıl boyunca kesintisiz zombi olarak hayatta kalmayı başardıklarıdır.

Şekil 4.12 ve Şekil 4.13 birlikte, zombi statüsünü korumayan, bir diğer ifadeyle bu statüden çıkan şirketlerin sağlıklı şirket statüsüne geçerek mi yoksa iflas ederek mi zombi statüsünden kurtulduğuna yönelik net bir bilgi verememektedir. Bu nedenle, Banerjee ve Hofmann (2020) ile Albuquerque ve Iyer (2023) tarafından kullanılan yöntemler takip edilerek, zombi statüsüne geçmek için aranılan şartların bir benzeri zombi statüsünden sağlıklı olarak çıkıldığının kabul edilmesi için de getirilmiştir. Böylece, bir şirketin zombi olarak sınıflandırılmasından sonra yalnızca şu iki koşulun en az birini karşılaması durumunda, zombi statüsünden çıkarak sağlıklı hale geldiği kabul edilmektedir:

- i. Faiz karşılama oranı üç yıl üst üste birin üzerinde gerçekleşmelidir veya
- ii. Herhangi bir yıl brüt yatırım oranı %10'dan daha fazla olmalıdır.

Zombi statüsünden çıkıldığının kabul edilmesi amacıyla birin üzerinde FKO şartının üç yıl üst üste sağlanması istenmektedir. Bu koşulun amacı, zombi şirketlerde herhangi bir yapısal değişiklik görülme bile, sırf ekonomik koşullar iyileştiği için daha önce zombi olan şirketleri sağlıklı olarak sınıflandırabilecek döngüsel dalgalanmaların etkisini ortadan kaldırabilmektir (Albuquerque ve Iyer, 2023: 11; Banerjee ve Hofmann 2020: 7). Diğer taraftan, ilk koşulu sağlayamasa da kapasite artırıcı yatırım yapan şirketlerin gelecekteki performanslarının artacağı beklenildiğinden ve zombi belirleme modelinde herhangi bir yıl yatırım kriterini sağlayan şirketler diğer şartları sağlasalar bile zombi olarak sınıflandırılmadığından ikinci koşulu tek başına karşılayan şirketlerin de sağlıklı pozisyona geçtikleri kabul edilmiştir. Hesaplama sonuçları Şekil 4.14'te verilmiştir.

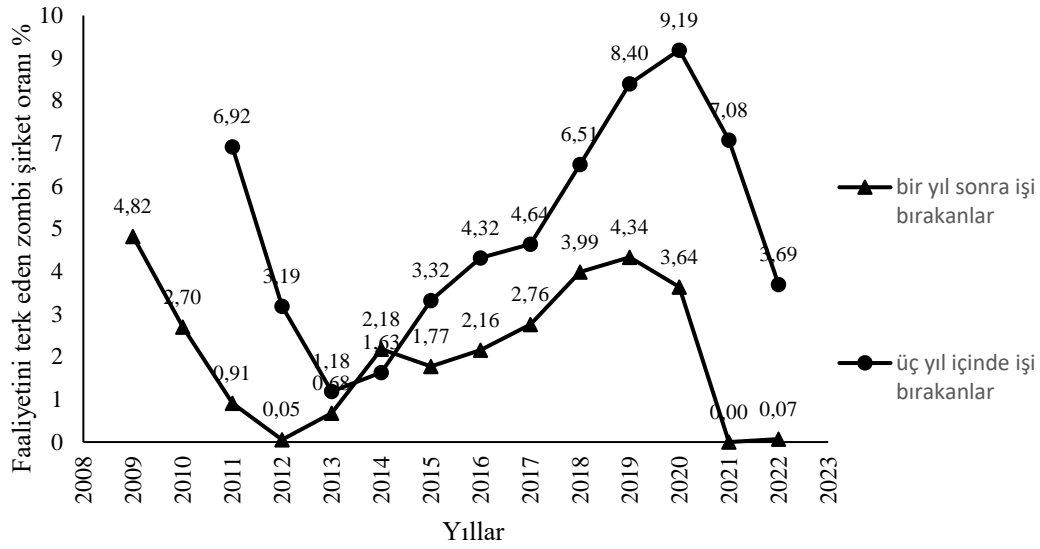


Şekil 4.14. Zombi şirketlerin sağlıklı hale gelme olasılığı

Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Herhangi bir yıl zombi olarak sınıflandırılan bir şirketin yeniden sağlıklı hale gelme oranları Şekil 4.14 üzerinden incelenebilmektedir. Zombi şirketlerin örneklem dönemi boyunca ortalama %2,73'ünün tekrar sağlıklı hale geldiği görülmektedir. Genel itibariyle düşüş eğiliminde olan bu olasılığın, son yıllarda yükselişe geçtiği dikkat çekmektedir. Zombi statüsünde kalma olasılığının da son yıllarda azaldığı düşünüldüğünde (Bkz. Şekil 4.12) elde edilen bu sonuç, Türkiye'de 2020 yılı itibariyle zombi şirketlerin yeniden sağlıklı duruma geçerek zombi statüsünden çıkma hızlarının arttığına işaret etmektedir.

Zombi statüsünün devamlılığına yönelik gerçekleştirilen analizlere ilave olarak, daha önce zombi statüsüne girmiş şirketlerin sonraki yıllarda faaliyetlerine son vererek piyasayı terk etme oranları da hesaplanmıştır. Şekil 4.15 faaliyetlerini terk eden zombi şirket oranlarını vermektedir.



Şekil 4.15 Faaliyetlerini terk eden zombi şirket oranları²³
Kaynak: GBS veri setinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Örnekleme dönemi boyunca zombi şirketlerin ortalama %2,15'inin bir yıl sonra, %5,01'inin ise üç yıl içinde faaliyetlerine son verdiği görülmektedir. Şekil 4.15'te en dikkat çeken husus, zombi şirketlerden işi bırakanların oranının yıllar itibariyle ciddi dalgalanmalar sergilemesidir. 2008 yılında zombi olarak sınıflandırılan şirketlerin %4,8'i bir yıl sonra, %6,92'si de üç yıl içerisinde faaliyetlerini terk etmişlerdir. 2012'ye kadar azalma eğilimi gösteren bu oran, bu yıldan sonra hızla artmaya başlamıştır. 2020 yılında, önceki yıllarda zombi kategorisine alınan şirketlerin faaliyetlerini terk etme oranı analiz döneminin en yüksek noktasına ulaşmıştır. Örneğin, 2017 yılında zombi olan şirketlerin %9,19'unun üç yıl içerisinde işi bıraktıkları görülmektedir. 2020 yılından sonraysa, işi bırakma oranlarının ciddi bir biçimde düştüğü gözden kaçmamaktadır. Bu sonucun, hem 2020 yılından sonra zombi şirket sayılarında görülen düşüşlerden (Bkz. Şekil 4.1) hem de sağlıklı hale gelme oranlarında yaşanan artışlardan (Bkz. Şekil 4.14) kaynaklı olduğu söylenebilir.

²³ Bir yıl sonra faaliyetini terk eden zombi şirket oranı, t yılında zombi statüsünde olup, t+1 yılında faaliyetlerini terk eden şirketlerin t yılındaki toplam zombi şirketlere oranını; üç yıl içinde faaliyetini terk eden zombi şirket oranı ise, t yılında zombi statüsünde olup, t+1, t+2 veya t+3 yıllarında faaliyetlerini terk eden şirketlerin t yılındaki toplam zombi şirketlere oranını ifade etmektedir.

4.5.2. Türkiye'deki Zombi Şirketlerin Ekonomi Üzerine Etkilerinin Analizi

Zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi amacıyla gerçekleştirilen panel veri analizinde, tesadüfi veya sabit etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına karar verebilmek için bağımsız değişkenler ile birim etki arasında korelasyon olup olmadığının belirlenmesi amacıyla Hausman testi yapılmıştır. Bağımlı değişkenlerin farklı olduğu her üç model için ayrı ayrı yapılan Hausman testi sonucuna göre, tesadüfi (random effects) etkiler modelinin daha uygun olduğunu varsayan H_0 hipotezi (H_0 = parametreler arasındaki fark sistematik değildir) reddedilerek, sabit etkiler modelinin uygulanmasına karar verilmiştir. Genel olarak, kullanılan panel veride, eğer yatay kesit boyutu büyük bir ana küleden tesadüfi olarak çekilmiş ise tesadüfi etkileri, eğer daha spesifik bir veri seti söz konusu ise sabit etkileri düşünmek daha mantıklı görülmektedir (Tatoğlu, 2021: 79). Sabit etkiler modeli, aynı zamanda, konuya ilişkin mevcut ampirik literatürde de kullanılan modeldir. Bu çerçevede Caballero vd. (2008) ile McGowan vd. (2017a) takip edilerek, sektör ve yıl sabit etkileri modellere ilave edilmiştir. Gouveia ve Osterhold'un (2018) açıkladığı gibi, sektöre özgü şoklar hem bağımlı değişken olarak kullanılan performans ölçümlerini hem de aktif ağırlıklı sektörel zombi payını aynı yönde etkileyebileceğinden, sabit etkiler modelinin kullanılması gerekli görülmektedir.

Kullanılacak sabit etkilere sahip doğrusal modelin temel varsayımlarının test edilmesi ve böylece varsayımlardan sapma halinde modeli geliştirmek amacıyla bazı önlemlerin alınması gerekmektedir. Bu çerçevede, modelde değişen varyans problemi Breusch-Pagan / Cook-Weisberg testi ile test edilmiştir. Test sonucuna göre, değişen varyansın olmadığını varsayan H_0 hipotezi reddedilmiş ($p < 0,05$) ve değişen varyans problemi tespit edilmiştir. Otokorelasyon problemi Wooldridge testiyle test edilerek, otokorelasyon olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiş ($p < 0,05$) ve otokorelasyon problemi saptanmıştır. Böylece modeldeki değişen varyans ve otokorelasyon problemleri, mevcut literatürle de uyumlu olarak, standart hataların etkileşimli sektör*yıl düzeyinde kümelenmesi ile düzeltilmiştir. Bir diğer ifadeyle dirençli tahminci kullanılmıştır. Diğer taraftan, panel veri modellerinde birimlerden de bilgi alınması ve gözlem sayısının fazla olması, bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişkilerin varlığını ifade eden çoklu doğrusal bağlantının önemli bir problem olmayacağını göstermektedir (Tatoğlu, 2021: 274). Ancak yine de çoklu doğrusal

bağlantı Varyans Büyütme Faktörü (VİF) ile sınılanmış ve tüm bağımsız değişkenlerin VİF değerleri 5'ten küçük tespit edilerek, çoklu doğrusal bağlantının olmadığı görülmüştür.

Analizde kullanılan tüm değişkenlerin tanımları ve nasıl hesaplandıkları Tablo 4.3'te sunulmuştur. Bu değişkenlerin özet istatistiklerine ise Tablo 4.5'te yer verilmiştir.

DEĞİŞKENLER	Ortalama Değer	Standart Sapma	Minimum Değer	Maksimum Değer
Sağlıklı	0,963	0,188	0	1
Zpay	0,058	0,056	0,000052	0,858
Büyükük	0,502	0,706	0	3
Genç	0,263	0,440	0	1
Yatırım oranı	0,170	1,730	-20,076	24,597
İstihdam artışı	-0,025	0,686	-8,932	8,337
Verimlilik	8,894	2,425	-12,404	22,943

Tablo 4.5. Özet istatistikler

Tablo 4.6, zombi şirketlerin varlığının sağlıklı şirketlerin yatırım oranı, istihdam artışı ve verimlilik seviyesi üzerindeki etkisinin analiz edildiği Eş. 4.4 ve Eş. 4.5'in temel tahmin sonuçlarını vermektedir. Tablonun (I) bölümü yıl ve sektör sabit etkilerini, (II) bölümü ise yıl ve sektör sabit etkilerinin etkileşimli olarak dikkate alındığı ve kontrol değişkenlerinin yer aldığı tahminleri sunmaktadır.

DEĞİŞKENLER	(I)			(II)		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	Yatırım oranı	İstihdam artışı	Verimlilik	Yatırım oranı	İstihdam artışı	Verimlilik
Sağlıklı	0.626*** (0.014)	0.149*** (0.005)	2.616*** (0.096)	0.533*** (0.012)	0.098*** (0.007)	2.521*** (0.088)
Zpay	0.351*** (0.115)	0.219*** (0.053)	-2.628*** (0.628)	-	-	-
Sağlıklı#Zpay	-0.454*** (0.115)	-0.195*** (0.037)	2.711*** (0.633)	-0.481*** (0.109)	-0.147*** (0.042)	2.867*** (0.627)
Kontrol değişkenleri						
Altı yaşından küçük	-	-	-	0.381*** (0.012)	0.093*** (0.003)	-0.055** (0.025)
Küçük ölçek	-	-	-	0.189*** (0.006)	0.166*** (0.010)	0.533*** (0.036)
Orta ölçek	-	-	-	0.229*** (0.008)	0.254*** (0.015)	0.615*** (0.059)
Kobi üstü ölçek	-	-	-	0.244*** (0.011)	0.263*** (0.013)	0.836*** (0.082)
Sabit etkiler						
Yıl SE	Evet	Evet	Evet	-	-	-
Sektör SE	Evet	Evet	Evet	-	-	-
Sektör#Yıl SE	-	-	-	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	3 515 557	3 515 660	4 219 089	3 515 557	3 515 660	4 219 089
R-kare	0.009	0.010	0.167	0.021	0.036	0.184

***, **, * sembolleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki geçerliliği ifade etmektedir.

Tablo 4.6. Panel regresyon sonuçları

Panel regresyon sonuçlarına göre, sağlıklı şirketlerin 1 ile gösterildiği kukla değişkenin katsayısı tüm alternatifler için pozitif ve anlamlı bir tahmin oluşturmuştur. Elde edilen bu sonuca dayanılarak, sağlıklı şirketlerin zombi şirketlerden ortalama olarak daha yüksek yatırım ve istihdam artışı sağladıkları ve daha verimli oldukları söylenebilir. Bir başka ifadeyle, sağlıklı şirketler yatırım oranını, istihdam artışını ve verimliliği güçlü bir şekilde artırmakta ve bu haliyle zombi şirketlerden daha iyi performans göstermektedirler. Benzer şekilde, Caballero vd. (2008), Hoshi ve Kim (2012), McGowan vd. (2017a), Barros vd. (2017), Banerjee ve Hofmann (2018) ile Dinçer vd. (2023) çalışmalarında da aynı tespitlerde bulunulmuştur.

Eş. 4.4 ve Eş. 4.5 ile gösterilen her iki modelde ilgilenilen temel katsayısı β_2 'dir. Tablo 4.6'nın (1) ve (2) no.lu sütunlarından görüleceği üzere, teorinin de öngördüğü gibi, $sağlıklı_{ist} * Zpay_{st}$ etkileşim teriminin katsayısı olan β_2 'nin işareti negatif bulunmuştur. Bu sonuca göre, bir sektördeki zombi şirketlerin aktif cinsinden payındaki yüzdelik artış, o sektördeki sağlıklı şirketlerin hem yatırım oranını hem de istihdam artışını anlamlı bir şekilde azaltmaktadır. (3) no.lu sütundaki etkileşim teriminin katsayısı ise, yine teoride öngörüldüğü gibi, pozitif bulunmuştur. Bu tespit, sektördeki zombi şirketlerin aktif cinsinden payı yüzdelik olarak arttıkça, zombi ve sağlıklı şirketler arasındaki verimlilik açığının arttığını göstermektedir. Bu bulgular, kullanılan modelin ana öngörülerıyla ve aynı zamanda temel çalışmalar olan Caballero vd. (2008) ile McGowan vd. (2017a)'de elde edilen sonuçlarla uyumludur. Bununla beraber, Türkiye ekonomisi üzerine yapılan bu çalışmada diğer iki çalışmada olduğu gibi, zombi şirketlerin varlığının sağlıklı şirketlerin yatırım oranları üzerindeki olumsuz etkileri, istihdam artışı üzerindeki olumsuz etkilerinden daha yüksek bulunmuştur. Elde edilen bu sonuç; Türkiye'deki zombi şirketlerin dışlayıcı etkilerinin sermaye piyasalarında işgücü piyasalarından daha güçlü olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerinde olumsuz etkilerinin bulunduğu dair elde edilen kanıtlar Caballero vd. (2008) ile McGowan vd. (2017a) çalışmalarına ilave olarak; Hoshi ve Kim (2012), Imai (2016), Barros vd. (2017), Hallak vd. (2018), Banerjee ve Hofmann (2018) ile Albuquerque ve Iyer (2023) çalışma sonuçlarıyla da uyum sağlamaktadır. Ancak bu bulgular; bozucu etkilerin tespit edilemediği Logarusic ve Kristic (2022), Silva ve Gonçalves (2022) ve Dinçer vd. (2023) çalışmaları ile farklılık göstermektedir. Bu farklılığın nedeninin, Logarusic ve Kristic (2022) ile Silva ve Gonçalves (2022) tarafından analiz edilen ülke ekonomilerinde, üretim faktörlerinin atıl kapasiteyle çalışmasından ve böylece zombi şirketlerin kaynak talebindeki artışın sağlıklı şirketler üzerinde dışlayıcı etki yaratmamasından kaynaklı olacağı düşünülebilir. Türkiye'de zombi şirketlerin ekonomik etkilerinin analiz edildiği tek çalışma olan Dinçer vd. (2023) ise, zombi şirketlerin bozucu etkiler yaratmadığı yönünde bulgular elde etmiştir. Bu sonucun, yazarlar tarafından da belirtildiği üzere, örneklem döneminin 2015'te sona ermesinden ve muhtemelen zombi şirketlere giderek daha fazla sübvansiyonun sağlandığı 2015

sonrası dönemin kaçırılmış olmasından ve daha da önemlisi çok kısa bir dönemin (2012-2015) analiz edilmesinden kaynaklı olabileceği söylenebilir.

Altı yaşından küçük şirketlerin genç olarak tanımlandığı yaş kontrol değişkeninin önünde yer alan δ katsayısının işareti, yatırım oranı ve istihdam artışının bağımlı değişken olduğu analizlerde pozitif hesaplanmıştır. Bu sonuç, genç şirketlerin diğer yaş grubundaki şirketlere nazaran daha yüksek yatırım oranlarına ve yüksek istihdam artışına sahip olduklarını göstermektedir. Genç şirketlerin henüz büyüme evresinde oldukları göz önünde bulundurulduğunda, tespit edilen bu sonuç şaşırtıcı olmamaktadır. Ancak, verimliliğin bağımlı değişken olduğu model için katsayı negatif bulunmuştur. Bu durum, şirket yaşıyla verimlilik arasındaki ters yönlü ilişkiyi vermektedir. Genç şirketlerin ölçek ekonomisinden yararlanma konusunda dezavantajlı konumda olmaları, bu sonucun elde edilmesinde etkili olmuş olabilir.

Dört farklı alt kategoriye ayrılan şirket büyüklüğü kontrol değişkeninde γ katsayısının işareti tüm alternatif analizler için pozitif tahmin edilmiştir. Aynı zamanda tüm analizlerde şirket büyüklüğü arttıkça katsayının değerinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, daha büyük şirketlerde küçük şirketlere göre daha fazla yatırım yapma ve işe alma durumunun olduğuna işaret etmektedir. Benzer bir tespit verimliliğin bağımlı değişken olarak kullanıldığı analiz için de yapılabilir. Şirket büyüklüğü arttıkça katsayısının değerinin de artması, büyük şirketlerde verimliliği artırıcı etkisi olan ölçek ekonomisinden yararlandığını gösterebilir.

Literatürde, bir sektördeki zombi şirketlerce tutulan kaynak miktarındaki artışın o sektörde yer alan sağlıklı şirketlerin performansında bozulma yarattığına yönelik elde edilen sonuçlarda, zombi payları üzerinde etkisi bulunan sektöre özgü şokların payı olabileceği yönünde eleştiriler gelebilmektedir. Bir başka ifadeyle, bir sektörde meydana gelebilecek bir şokun (örneğin talep şoku) hem zombi paylarını artırması hem de aynı sektördeki sağlıklı şirketlerin performansını olumsuz etkilemesi kaçınılmazdır (Schivardi vd. 2020: 11). Bu eleştirilere verilebilecek cevaplardan ilki, bu etkinin etkileşimli sektör#yıl kukla değişkeninin modele eklenmesiyle kontrol edilebilmekte olduğudur (McGowan vd., 2017a: 20). Nitekim çalışmada etkileşimli sektör#yıl sabit etkilerini içeren panel regresyonlar uygulanarak bu sorun aşılmaktadır. Böylece, belirli bir yılda bir sektördeki tüm şirketleri etkileyen tüm faktörler kontrol edilebilmektedir. Tablo 4.6'nın (II) bölümü bu etkilerin dikkate alındığı tahminleri

göstermektedir. (I) bölümündeki tahminlerle karşılaştırıldığında, katsayıların işaretlerinin ve anlamlılık seviyelerinin değişmediği, modellerdeki bağımlı değişkendeki değişimin bağımsız değişkenler tarafından açıklanma gücünün arttığı görülmektedir.

Modele yönelik gelebilecek eleştirilere verilebilecek ikinci cevap, yatırım oranı ve istihdam artışı için katsayının işaretinin negatif tahmin edilmesi için, sektörel bir gerilemeden sağlıklı şirketlerin daha fazla etkileniyor olması gerektiğidir. Başka bir ifadeyle, iki şirket grubunun sektörel koşullara farklı reaksiyon göstermeleri gerekmektedir. Dolayısıyla analiz sonucu elde edilen negatif katsayının, zombi şirketlerin sağlıklı şirketler üzerindeki olumsuz etkisinden kaynaklı olabileceği söylenebilir (Caballero vd., 2008: 1968). Böylece çalışmada tespit edilen sağlıklı şirketlerin performansı üzerindeki olumsuz etkinin, zombi şirket varlığından kaynaklı olduğunun kabul edilmesinde bir sakınca bulunmamaktadır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Zombi şirketler olağan faaliyetlerinden elde ettikleri karlarla bu faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları yabancı kaynakların faizini dahi ödemeyi başaramamaları sebebiyle piyasadan çekilmesi gereken, ancak çeşitli kurumsal desteklerle hayatta tutulan şirketlerdir. Sağlanan yardımlar yoluyla bu şirketlerin ömrünün yapay olarak uzatılması, ekonomide kıt olan kaynakların, bu kaynakları daha başarılı kullanabilecek sağlıklı şirketlere tahsis edilmesini engellemektedir. Böylece hem sağlıklı şirketlerin performansı olumsuz etkilenmekte hem de ülke ekonomisinin durgunlaşmasına neden olmaktadır.

Önceki çalışmalar ışığında, zombi şirketlerin varlığının ekonomi üzerinde zararlı etkiler meydana getirdiği bilinmektedir. Bu kapsamda, öncelikli olarak hangi şirketlerin zombi olarak nitelendirileceğinin doğru tespit edilmesi, analiz sonuçlarının güvenilirliği için önemlidir. Fakat literatürde bu şirketlerin nicel bir tanımının yapılmasında ortak bir paydada buluşulamadığı, farklı avantaj ve dezavantajlara sahip çeşitli yöntemler geliştirildiği görülmektedir. Genel olarak bu yöntemlerde sübvansiyonlu banka kredisi alan şirketler (Caballero vd., 2008) ve finansal tablolardan sağlanan veriler açısından sorunlu kabul edilen şirketler (McGowan vd., 2017a) üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu çalışmada McGowan vd. (2017a) tarafından kullanılan ve literatürde ağırlıklı olarak yararlanılan; faaliyet karlarının faiz giderlerini karşılayabilme gücünü ölçen faiz karşılama oranının temel alındığı yaklaşımdan hareket edilerek, farklı bir zombi şirket tanımlama yöntemi geliştirilmiştir. Bu çerçevede, bir şirketin zombi şirket olarak kabul edilebilmesi için; i) faiz karşılama oranının birden küçük olması, ii) brüt yatırım oranının %10'dan daha az olması iii) i. ve ii. şartların üç yıl üst üste sağlanması ve iv) üç yaşından büyük olması şartları aranmıştır.

Ampirik analizin ilk bölümünde, örneklemin betimsel bir analizi yapılmış ve Türkiye'de yıllar itibariyle eşit ve varlık ağırlıklı zombi payları hesaplanmıştır. 2006-2022 dönemi için toplam 4 529 568 adet gözlemden yararlanılarak gerçekleştirilen analiz sonucunda; eşit ağırlıklı zombi payının küresel finansal krizin kendini hissettirmeye başladığı 2008 yılından 2010 yılına kadar sınırlı bir artış gösterdiği ve kısa sürede toparlanarak yeniden düşüşe geçtiği, 2012 yılından itibaren 2019 yılına kadar artmaya devam ettiği görülmüştür. 2019 yılından sonra ise yeniden aşağı yönlü

hareket ederek, 2020 ve 2021 yıllarında yatay bir seyir izlemiştir. 2012 sonrası dönemde zombi paylarının artış eğilimi göstermesinde; bu dönemde yaşanan olumsuz jeopolitik gelişmeler, darbe girişimi, küresel piyasalardaki ekonomik ve politik belirsizlikler gibi faktörlerden kaynaklı olarak ülke içerisindeki ekonomik faaliyetlerin aksamasının ve bu olumsuz tabloyla mücadele amacıyla izlenen makro ihtiyari tedbirlerin etkisi olabilir. Son gözlem yılları olan 2020 sonrası dönemde payların aşağı yönlü seyrinin sebebinin ise, pandeminin ekonomik faaliyetlerdeki daraltıcı etkisini gidermek amacıyla, Türkiye'deki destek miktar ve sürelerinin birçok ülke örneğine nazaran düşük kalmasından kaynaklı olabileceği söylenebilir.

Analiz sonucunda, 2022 yılına kadar tüm yıllar boyunca aktif büyüklüğe göre ağırlıklandırılmış zombi payının, şirket ağırlıklı zombi payının üzerinde olduğu da saptanmıştır. Bu görünüm, zombi şirketlerin genel olarak varlık açısından daha büyük şirketler olduğu anlamına gelmektedir. Bu tespit, kaynakların daha büyük bir kısmını ellerinde tuttuklarından iflas etmeleri halinde paydaşlara daha fazla zarar verecekleri kabul edilen ve bu nedenle korunan varlık açısından büyük şirketlerin zombi olma olasılığının daha yüksek olduğu yönündeki genel teoriyi de desteklemektedir (Gouveia ve Osterhold, 2018: 8; Urionabarrenetxea vd., 2018: 314). 2022 yılında bu görünümün tersine dönmesi, varlık açısından daha büyük şirketlerin korunamadıklarından iflas etmeye başlamış olabileceğine ya da yeniden yapılandırma çabalarını başarıyla sonuçlandırıp sağlıklı hale geldiklerine ve böylece zombi şirket statüsünden çıkmış olabileceklerine işaret edebilir.

Çalışmada zombi şirketlerin sağlıklı emsallerine nazaran likiditesinin yetersiz, varlık ediniminin daha fazla ancak bu varlıklar içerisinde getirisi daha yüksek olanların payının nispeten az ve dolayısıyla karlılıklarının daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan, varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanımının yüksek, dolayısıyla finansman gideri yükünün daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Zombi şirketlerin daha başarısız finansal göstergelere sahip oldukları sonucunu elde eden diğer çalışmalar, Caballero vd. (2008), Javaheriafif (2017), Banerjee ve Hofmann (2020), Geng vd. (2021), Feng vd. (2022), Hoshi (2006), Peek ve Rosengren (2005), Yamada vd. (2023), Blazkova ve Dvoulety (2020), Şahin (2023) ile Albuquerque ve Iyer (2023) tarafından yapılmıştır.

Finansal olmayan göstergeler açısından elde edilen karakteristik özellikler ise şöyledir: Türkiye'deki zombi şirketlerin ağırlıklı olarak daha az personel çalıştıran şirketler olduğu görülmüştür. Aynı sonuçlar Hoshi (2006), Banerjee ve Hofmann (2020) ile Blazkova ve Dvoulety (2020) tarafından da sağlanmış olup, McGowan vd. (2017a), Logarusic ve Kristic (2022), Silva ve Gonçaves (2022) tarafından tersi bulgular elde edilmiştir. Zombi şirketler daha genç yaş grubunda yer alan şirketlerdir. Benzer tespit, Banerjee ve Hofmann (2018) ve Şahin (2023) tarafından yapılmıştır. McGowan vd. (2017a), Goto ve Wilbur (2019), Geng vd. (2021) ile Hallak vd. (2018) ise zombi şirketlerin daha yaşlı olduklarını ortaya koymuşlardır. Zombi şirketler, daha gelişmiş bölgelerde konumlanmaktadır. Bu tespit, Geng vd. (2021), Blazkova ve Dvoulety (2020) ile Urionabarrenetxea vd. (2018)'nin sonuçlarını desteklemektedir. Ancak Hoshi (2006) farklı sonuç elde etmiştir. Ayrıca zombi şirketler, ağırlıklı olarak enerji, gayrimenkul ve madencilik sektörlerinde en az imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. Hoshi (2006), Caballero vd. (2008), Albuquerque ve Iyer (2023), Dinçer vd. (2023)'in tespitleriyle uyumlu olan bu sonuç, Yamada vd. (2023) ile Şahin (2023)'ün çıkarımlarıyla uyuşmamaktadır.

Zombi statüsünün devamlılığı hakkında yapılan incelemeler neticesinde, bu şirketlerin ortalama olarak %51,72'sinin bir sonraki yıl da zombi olarak faaliyetlerine devam ettikleri, ortalama %2,73'ünün tekrar sağlıklı hale geldiği ve ortalama %2,15'inin bir yıl sonra işi bıraktığı görülmüştür. Bu bulgular, Türkiye'de zombi statüsünün kalıcı olduğunu göstermektedir.

Ampirik çalışmanın ikinci bölümünde, sabit etkiler modeli kullanılarak panel veri metodolojisi uygulanmıştır. Sonuçlar analiz edilerek, teoride beklendiği gibi, zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin performansı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu teyit edilmiştir. Bu analizden elde edilen bulguların tamamı Tablo 5.1'den görüleceği üzere teorik beklentiler ile uyumluluk göstermektedir (Caballero vd., 2008, Hoshi ve Kim, 2012, Imai, 2016, Barros vd., 2017, McGowan vd., 2017a, Hallak vd., 2018, Banerjee ve Hofmann, 2018, Albuquerque ve Iyer, 2023).

Değişkenler	Yatırım Oranı		İstihdam Artışı		Verimlilik	
	Beklenen	Elde Edilen	Beklenen	Elde Edilen	Beklenen	Elde Edilen
Sağlıklı#Zpay	-	-	-	-	+	+
Sağlıklı	+/-	+	+/-	+	+	+

Tablo 5.1. Tahmin sonuçlarına ilişkin beklenen ve elde edilen bulguların karşılaştırılması

Elde edilen bulgular; sağlıklı şirketlerin ortalama olarak zombi şirketlerden daha fazla yatırım oranı ve istihdam artışı sağladıkları ve daha verimli oldukları yönündeki genel teoriyi desteklemektedir (Caballero vd., 2008; Hoshi ve Kim, 2012; McGowan vd., 2017a; Barros vd., 2017, Banerjee ve Hofmann, 2018, Dinçer vd., 2023). Sadece bu bulgular bile, zombi şirketlerin payındaki artışın, sağlıklı şirketler üzerinde dışlama etkisi yaratmasa bile salt kendilerinin daha düşük performans göstermeleri sebebiyle ekonomik büyümeyi sektöre uğratabileceğine işaret etmektedir. Çalışma aynı zamanda dışlama etkisinin varlığını da tespit etmektedir. Sonuçlara göre, bir sektördeki aktif büyüklüğü ile ağırlıklandırılmış zombi payındaki artış, o sektörde faaliyet gösteren sağlıklı şirketlerin yatırım oranını ve istihdam artışını azaltmaktadır. Bu tespit, zombi şirketlerin faaliyet gösterdiği sektördeki kaynakları ellerinde tutarak gerek borçlanma maliyetlerini artırarak gerekse de kapasite fazlalığı yaratıp fiyatların ve dolayısıyla karların düşmesine neden olarak, sağlıklı şirketlerin yatırımını dışladıkları (McGowan vd., 2017a: 6), çalışanları elinde tutabilmek için ücretleri artırdıkları ve böylece sağlıklı şirketleri işgücü piyasasından dışladıkları anlamına gelmektedir (Hallak vd., 2018: 11).

Sağlıklı şirketlerin yatırım ve istihdam cinsinden büyümesi üzerinde tespit edilen olumsuz etkilere ilave olarak, zombi yoğunluğunun arttığı sektörlerde bu iki şirket grubu arasındaki verimlilik açığının arttığı da saptanmıştır. Bu durum, zombi şirketlerin sağlıklı şirketlerin piyasaya giriş yapmak ve giriş yaptıktan sonra da rekabet edebilmek için daha yüksek bir verimlilik eşliğini aşmaları gerektiğini göstermektedir (McGowan vd., 2017a: 20). Çünkü bu yüksek verimlilik, zombi şirketlerin yarattığı yüksek maliyete rağmen sağlıklı şirketlerin faaliyetlerini sürdürmelerine ve yaratılan tıkanıklık nedeniyle karlarında meydana gelen düşüşü telafi etmelerine olanak tanımaktadır (Caballero vd, 2008: 1959).

Hem sağlıklı şirketlerden daha düşük performans gösterdikleri hem de onların performansı üzerinde olumsuz etkileri bulunduğu tespit edilen zombi şirketlerin varlığının azaltılabilmesi için, politika yapımcıların bu şirketlerin ortaya çıkmasını ve varlıklarını sürdürmelerini destekleyen koşulları ortadan kaldıracak, onları erken tespit edebilecek ve piyasadan çıkmalarını teşvik edecek uzun vadeli piyasa odaklı politikalar geliştirmesi gerekmektedir. Böylece, nihayetinde ekonomik büyüme teşvik edilebilecektir.

Zombi şirketlerle mücadelenin ilk ve en önemli adımı, ekonomide zombi şirketler için elverişli ortamın yaratılmasının engellenmesidir. Bu kapsamda özellikle tercihli sanayi politikalarının uygulandığı ülkelerde devlet müdahalesini azaltmak, zombi şirketleri azaltmak için önemlidir. Çünkü, kaynak tahsisi konusunda hükümetin çok güçlü müdahale kabiliyetine sahip olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, devlet kredi garantileri ve düşük faiz oranları gibi kriz kaynaklı bazı politika önlemlerini sınırlandırmak, sağlıklı şirketler lehine kaynak tahsisini yeniden etkin hale getirebilecektir. Bu yüzden devlete ait kurumların izleyecekleri politikaların yönünün zombi şirketlerin oluşumunu engelleyecek şekilde ayarlanması ve daha sıkı bir makro ihtiyati duruşun sergilenmesi her anlamda etkili bir çözüm olabilir.

Bankacılık sektörünün güçlendirilmesi zombi şirketlerle erken mücadelede etkili olabilecek bir başka adımdır. Bu şirketlere likidite sağlayan zombi kredilerin önüne geçmek için bankacılık sektörünün sağlığının iyileştirilmesi ve bu sebeple daha sıkı banka denetimi ve düzenlemelerine başvurulması gerekmektedir. Çünkü bankaların sermaye yeterlilik rasyolarını belirli bir seviyede tutmak amacıyla, zombi şirketlere kredi verip, onların mevcut kredilerini canlı tutmaya çalıştıkları görülmektedir. Aksi halde ayıracakları zarar karşılıklarının sermaye yeterliliğini azaltacağı aşıkardır. Bu nedenle, bankalara sermaye enjekte ederek onların yeniden sermayelendirilmeleri, habersiz yerinden denetimlerin yapılması ve güvenilir stres testi uygulamalarının gerçekleştirilmesi bankaların riskli davranışlar sergilemelerini engelleyebilir. Bununla beraber, kredilendirme standartlarının artırılması, kredi derecelendirme sisteminde ortak bir standarda geçilmesi gibi bankacılık sektöründe yapılacak yeni reformların da zombi kredilerinin önüne geçmede etkisi bulunabilir.

Zombi şirketler için uygun koşulların tamamen ortadan kaldırılamaması halinde, bu şirketlerin bu koşullar içerisinde varlığının azaltılabilmesi amacıyla

atılacak adım, zombi statüsüne yakın olan şirketlerin erken tespitinin yapılabilmesi ve buna uygun yol haritasının çizilebilmesidir. Bu kapsamda tehlike sinyalleri çalan şirketler sermaye artırımını, birleşme ve satın alma ve diğer araçları uygulama planları yapmaya teşvik edilebilir. Bu şirketlerin doğuşunda önemli katkıları bulunan şirket yöneticilerinin yüksek kaldıraç, likidite ve karlılık krizlerinden kaçınmak için düzenli olarak eleştirel bir analiz yapmalarının sağlanması da içeriden mücadele için etkili bir yöntem olabilir. Bu şirketlere dışarıdan müdahale anlamında düzenleyici otoritelere de zombi statüsündeki şirketlerin izlenebileceği ve yönetilebileceği bir çerçeve geliştirmeleri, onları piyasada başıboş bırakmamaları açısından önemli görevler düşmektedir.

Zombi şirketlerle mücadelede daha zor olan son adım ise, şirketlerin zombi statüsüne geçtikten sonra ekonomi üzerindeki zararlı etkilerini gidermek için gerekli politikaların geliştirilmesi ve uygulamaya konulmasıdır. Bu kapsamda, sağlıklı şirketlerin gelişmesinde gerekli olan daha fazla alana izin vermek için zayıf şirketlerin piyasadan çıkışı kolaylaştırılmalıdır. Bu nedenle, şirketlere yönelik iyi hazırlanmış yeniden yapılandırma ve iflas kanunları, zarar etmeye devam eden ve yeniden yapılanma yönüne uymayan zombi şirketlerin bir an önce tasfiye ve iflas işlemlerinin başlatılmasını sağlayabilir. Bu şekilde aynı zamanda, geçici olarak operasyonel sıkıntılardan geçerek kısa vadeli zorluklar yaşayan ve canlanma potansiyeli bulunan şirketlerin ayıklanarak, yeniden yapılandırılması ve piyasaya kazandırılması mümkün olabilecektir.

Bu çalışmada Türkiye'de zombi şirketlerin varlığı, sağlıklı şirketlerden ayrılan karakteristik özellikleri, zombi olarak sınıflandırıldıktan sonra ne kadar daha bu statüde kaldıkları, yeniden sağlıklı hale gelme ya da piyasadan çekilme davranışı gösterip göstermedikleri ve ekonomi üzerindeki etkileri inceleme konusu yapılmıştır. Ancak faiz oranı, GSYH, döviz kuru gibi değişkenlerin bu şirketlerin oluşumu üzerindeki etkisi ampirik olarak incelenmemiştir. Türkiye üzerinde yapılacak sonraki çalışmalar bu konudaki literatür boşluğunu tamamlayabilirler.

KAYNAKLAR

- Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., & Eufinger, C. (2019b). Zombie credit and (dis-) inflation evidence from Europe. *The 5th IWH-FIN-FIRE Conference*.
- Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., & Steffen, S. (2022). Zombie Lending: Theoretical, International, and Historical Perspectives. *Annual Review of Financial Economics*, 14.
- Acharya, V. V., Eisert, T., & Hirsch, C. (2019a). Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy. *The Review of Financial Studies*, 32(9), s. 3366-3411.
- Ahearne, A. G., & Shinada, N. (2005). Zombie firms and economic stagnation in Japan. *CGP Program Part (2) Conference*.
- Akgüç, Ö. (1995). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayınları.
- Albuquerque, B., & Iyer, R. (2023). *The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World*. International Monetary Fund.
- Altman, E. I., Dai, R., & Wang, W. (2022). Global Zombies. *International Risk Management Conference*.
- Andrews, D., & Petroulakis, F. (2017). *Breaking The Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe*. OECD Working Papers.
- Balkan, D. (2023). *Pandeminin örttüğü global tehlike: Zombi şirketler*. Kasım 14, 2023 tarihinde ZRaporu: <https://www.zraporu.com> adresinden alındı
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2018). The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences. *BIS Quarterly Review*.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2020). *Corporate zombies: Anatomy and life cycle*. Bank for International Settlements.
- Bank of Korea. (2013). *Financial Stability Report*.
- Barros, G. O., Caires, F. B., & Pereira, D. X. (2017). *Zombie Companies in Portugal - The non-tradable sectors of Construction and Services*.
- BDDK. Kredilerin Sınıflandırılması ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik.
- Beer, C., Ernst, N., & Waschiczek, W. (2021). The Share of Zombie Firms Among Austrian Nonfinancial Companies. *Monetary Policy and The Economy*, 35-58.
- Binh, T. Q., Uyen, P., & Thuan, N. T. (2020). Zombie Companies in Vietnam: The Empirical Insights and Experiences from Asian and European Companies. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(1).
- Blazkova, I., & Chmelikova, G. (2022). Zombie Firms during and after Crisis. *Journal of Risk and Financial Management*.
- Blazkova, I., & Dvoulety, O. (2020). Zombies: Who are they and how do firms become zombies? *Journal of Small Business Management*.

- Bowman, J. (2022). *Consequences of Zombie Businesses: Australia's Experience*. Australian National University.
- Caballero, R. J., Hoshi, T., & Kashyap, A. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *The American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Carreira, C., & Lopes, J. (2022). The role of different types of creditors on zombie firm creation. *Notas Economicas*, 55, s. 129-140.
- Carreira, C., Teixeira, P., & Nieto-Carrillo, E. (2021). Recovery and exit of zombie firms in Portugal. *Small Business Economics*, 59.
- Carrillo, E., Carreira, C., & Teixeira, P. (2022). Giving zombie firms a second chance: An assessment of the reform of the Portuguese insolvency framework. *Economic Analysis and Policy*(76).
- Cella, C. (2020). *Zombie Firms in Sweden: Implications for the Real Economy and Financial Stability*. Sveriges Riksbank.
- Chang, Q., Zhao, Y., Liu, G., & Wang, D. (2021). How does government intervention affect the formation of zombie firms? *Economic Modelling*(94), s. 768-779.
- DeMartis, A., & Peter, F. J. (2021). When companies don't die: Analyzing zombie firms in a low interest rate environment. *Social Science Research*.
- Dinçer, N. N., Pektekin, P., & Tekin-Koru, A. (2023). Long shadow of the walking dead on economic activity. *Central Bank Review*, 23.
- Dünya Bankası*. <https://data.worldbank.org/> adresinden alındı
- EVDS*. <https://evds2.tcmb.gov.tr/> adresinden alındı
- Feng, L., Lang, H., & Pei, T. (2022). Zombie firms and corporate savings: Evidence from Chinese manufacturing firms. *International Review of Economics & Finance*, 79(C), s. 551-564.
- Frick, W. (2022). Can Zombie Firms Survive Rising Interest Rates? *Harvard Business Review Digital Article*.
- Fukuda, S.-i., & Nakamura, J.-i. (2011). Why Did 'Zombie' Firms Recover in Japan? *The World Economy*, s. 1124-1137.
- Geng, Y., Liu, W., & Wu, Y. (2021). How do zombie firms affect China's industrial upgrading? *Economic Modelling*, 97, 79-94.
- Giannetti, M., & Simonov, A. (2013). On the real effects of bank bailouts: Micro evidence from Japan. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5, s. 135-167.
- Goto, Y., & Wilbur, S. (2019). Unfinished business: Zombie firms among SME in Japan's lost decades. *Japan & The World Economy*, 49, s. 105-112.
- Gouveia, A., & Osterhold, C. (2018). *Fear the Walking Dead: Zombie Firms, Spillovers and Exit Policies*. OECD Productivity Working Paper.
- Hallak, I., Harasztosi, P., & Schich, S. (2018). *Fear the Walking Dead? Incidence and Effects of Zombie Firms in Europe*. European Commission JRC Technical Reports.

- Han, S., Li, G., Lubrano, M., & Xun, Z. (2020). Lie of the weak: Inconsistent corporate social responsibility activities of Chinese zombie firms. *Journal of Cleaner Production*.
- Herweg, F., & Kahny, M. (2022). *Do Zombies Rise When Interest Rates Fall? A Relationship Banking Model*. CESifo Working Paper.
- Hilmar, T., Paolillo, R., Sachweh, P., & Bremen, S. (2022). Contagious economic failure? Discourses around "zombie firms" in Covid-19 ridden Germany and Italy. *SocArXiv wvpmf, Center for Open Science*.
- Hoshi, T., & Kim, Y. (2012). Macroprudential Policy and Zombie Lending in Korea. *Asian Bureau of Finance and Economic Research Conference*.
- Hoshi, T. (2006). Economics of the living dead. *The Japanese Economic Review*, 57(1).
- Imai, K. (2016). A Panel Study of Zombie SMEs in Japan: Identification, Borrowing and Investment Behavior. *Journal of The Japanese and International Economies*.
- Jain, L. (2022). *The Unintended Consequences of Macroeconomic Policies on Firm Outcomes*. University of North Carolina.
- Javaheriafif, S. (2017). UK corporate capital structure and zombies: an econometric analysis. *Economics*.
- Kane, E. J. (1987). Dangers of Capital Forbearance: The Case of The FSLIC and "Zombie" S&Ls. *Contemporary Policy Issues*(5), 77-83.
- Kaplanoğlu, E., & Yükcü, C. (2020). The Investigation of Zombie Firms' Existence in Borsa İstanbul Manufacturing Industry. *Uncertainty and Challenges in Contemporary Economic Behaviour* (s. Chapter 3). içinde Emerald Publishing Limited.
- Logarusic, M., & Kristic, I. R. (2022). The Impact of Zombie Companies on the Performance of Healthy Companies and Economies in Selected Countries of Central and Eastern Europe. *Ekonomski Pregled*, 73(2), 157-185.
- McGowan, M. A., & Andrews, D. (2018). *Design of Insolvency Regimes Across Countries*. OECD Economics Department Working Papers.
- McGowan, M. A., Andrews, D., & Millot, V. (2017a). *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- McGowan, M. A., Andrews, D., & Millot, V. (2017b). *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*. OECD Economics Department Working Papers.
- Minsky, H. (1992). *The Financial Instability Hypothesis*. New York: Levy Economics Institute of Bard College.
- Naimo, F. A., & Ogbeide, S. O. (2022). Evidences and Determinants of Zombie Firms: Implication on Economic Growth. *Management and Economics Review*, 7(2), s. 141-158.

- Noguchi, T. (2019). Asia's 'zombies' concentrated in India, Indonesia and South Korea. <https://asia.nikkei.com> adresinden alındı
- OECD. *OECD Insolvency Indicators*. <https://www.oecd.org> adresinden alındı
- Peek, J., & Rosengren, E. S. (2005). Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review*, 95(4), s. 1144-1166.
- Rashid , S., Khan, K. I., Nasir, A., & Rashid, T. (2022). Unveiling Living Dead: Characteristics and Consequences of Zombie Firms. *Cogent Business & Management*, 9(1).
- Ren, M., Zhao, J., & Zhao, J. (2023). The crowding-out effect of zombie companies on fixed asset investment: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*(65).
- Rodano, G., & Sette, E. (2019). *Zombie Firms in Italy: a Critical Assessment*. The Bank of Italy.
- San-Jose, L., Urionabarrenetxea, S., & García-Merino, J.-D. (2021). Zombie firms and corporate governance: What room for maneuver do companies have to avoid becoming zombies? *Review of Managerial Science*.
- Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2017). *Credit misallocation during the European financial crisis*. Bank for international settlements.
- Schivardi, F., Sette, E., & Tabellini, G. (2020). *Identifying the Real Effects of Zombie Lending*. CEPR Discussion Paper No. DP14758.
- Shen, G., & Chen, B. (2017). Zombie firms and over-capacity in Chinese manufacturing. *China Economic Review*, s. 327-342.
- Silva, A., & Gonçalves, A. (2022). How Zombie Firms Affect Healthy Firms: The Case of Portugueses Trade Sector. *Revista Galega de Economía*, 31(3).
- Storz, M., Koetter, M., Setzer, R., & Westphal, A. (2017). Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe. *European Central Bank Working Paper Series*.
- Şahin, A. (2021). Zombi Şirketlerin Risk Düzeyi ile İlişkili Olan Finansal Özellikleri: ISO 1000 Firmaları ile Bir İnceleme. *Journal of Yasar University*, 16(61), s. 278-297.
- Şahin, A. (2023). Which factors matter for being a zombie firm? Evidence from Turkey. <https://ssrn.com/abstract=4427069> adresinden alındı
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2019). On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023). Ankara. www.sbb.gov.tr adresinden alındı
- T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. (2017). *2017 İl Sosyal-Ekonomik Gelişmişlik Sıralaması Araştırması*. <https://www.sanayi.gov.tr> adresinden alındı
- Tan, Y., Huang, Y., ve Woo, W. T. (2016). *Zombie Firms and The Crowding-Out of Private Investment in China*. Asian Economics Paper.
- Tatoğlu, F. Y. (2021). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınları.

- Tauqir, A., & Arshad, B. (2020). Measurement and Determinants of Multi-Factor Productivity: A Survey of Literature. *Journal of Economic Survey*, 34(2), s. 293-319.
- Tuuli, S. (2023). *Who Funds Zombie Firms: Banks or Non-banks?* Bank of Finland Research Discussion Paper.
- Urionabarrenetxea, S., Garcia-Merino, J., & San-Jose, L. (2018). Living with zombie companies: Do we know where the threat lies? *European Management Journal*, s. 408-420.
- Wang, H., Kong, Y., & Shi, J. (2022). The Role of Zombie Firms in Industrial Sustainable Development: Evidence From Yangtze River Delta Urban Agglomerations. *Frontiers in Environmental Science*(10).
- Wang, Y., & Zhu, Y. (2020). The Financing and Investment Crowding-out Effect of Zombie Firms on Non-zombie Firms: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*.
- Won, J., & College, B. (2022). Zombie credit and access to the public debt market. *SSRN Electronic Journal*.
- Yamada, K., Minoura, Y., Nakajima, J., & Yagi, T. (2023). *Corporate Finance Facility and Resource Allocation: Research Trends and Development during the Spread of Covid-19*. Bank of Japan .
- Yang, S., Qi, Y., & Yang, Y. (2022). Tax incentives and the formation of zombie firms. *Applied Economics Letters*.
- Zhu, H., He, F., Wang, S., Ye, Q., & Liang, C. (2019). Zombie firms and debt accumulation: A theoretical framework and Chinese experience. *China & World Economy*, 27(6), s. 104-126.



EKLER

EK-1. Türkiye'deki şirketlerin finansal yapılarının genel görünümü

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Likidite Oranları								
Cari Oran	1,26	1,30	1,29	1,34	1,36	1,33	1,33	1,31
Asit Test Oranı	0,86	0,87	0,86	0,91	0,92	0,86	0,85	0,86
Nakit Oranı	0,20	0,20	0,21	0,23	0,25	0,23	0,22	0,23
Stok Bağımlılık Oranı	2,29	2,14	2,17	2,07	1,95	1,89	1,91	1,97
Finansal Yapı Oranları								
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı	0,45	0,43	0,44	0,42	0,42	0,43	0,43	0,44
Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı)	0,58	0,56	0,59	0,56	0,57	0,59	0,59	0,63
Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar Toplamı Oranı	0,26	0,27	0,28	0,28	0,29	0,31	0,31	0,33
Banka Kredileri / Aktif Toplamı Oranı	0,15	0,15	0,17	0,16	0,17	0,18	0,18	0,20
Devir Hızı Oranları								
Aktif Devir Hızı (Kez)	1,17	1,13	1,07	0,97	1,01	1,09	1,08	1,01
Ortalama Alacak Tahsil Süresi (Gün)	53,47	54,54	55,47	61,36	58,39	51,84	53,44	56,17
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	57,70	57,05	60,85	63,70	62,46	56,63	56,47	59,92
Karlılık Oranları								
Net Kar / Öz Kaynaklar Oran (%)	8,13	9,41	5,74	6,92	7,79	3,08	7,94	4,87
Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Aktif Toplamı Oranı (%)	6,59	6,74	6,24	5,75	5,72	4,42	5,59	4,68
Net Kar / Aktif Toplamı Oranı (%)	3,45	4,13	2,38	3,03	3,38	1,25	3,22	1,82
Net Kar / Net Satışlar Oranı (%)	2,95	3,67	2,21	3,11	3,34	1,15	2,99	1,80
Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Finansman Giderleri Oranı (%)	2,83	3,88	2,00	2,93	3,74	1,86	3,36	2,11
Finansman Giderleri / Net Satışlar Oranı (%)	1,99	1,54	2,91	2,01	1,51	2,19	1,55	2,20
Kısa Vadeli Finansman Giderleri / Finansman Giderleri	0,73	0,78	0,70	0,77	0,76	0,70	0,81	0,71

EK-1. (devam) Türkiye'deki şirketlerin finansal yapılarının genel görünümü

Yıllar	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Likidite Oranları									
Cari Oran	1,30	1,27	1,27	1,28	1,27	1,30	1,33	1,32	1,31
Asit Test Oranı	0,84	0,82	0,82	0,82	0,81	0,84	0,86	0,84	0,84
Nakit Oranı	0,21	0,20	0,20	0,20	0,19	0,22	0,25	0,26	0,26
Stok Bağımlılık Oranı	1,99	2,04	2,05	2,04	2,04	1,96	1,85	1,74	1,78
Finansal Yapı Oranları									
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı	0,45	0,45	0,46	0,46	0,47	0,47	0,47	0,49	0,51
Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı (Kaldıraç Oranı)	0,64	0,66	0,68	0,69	0,71	0,70	0,71	0,74	0,71
Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar Toplamı Oranı	0,33	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,35	0,34	0,30
Banka Kredileri / Aktif Toplamı Oranı	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,23	0,25	0,25	0,21
Devir Hızı Oranları									
Aktif Devir Hızı (Kez)	1,00	0,94	0,88	0,92	0,94	0,98	0,93	1,01	1,30
Ortalama Alacak Tahsil Süresi (Gün)	56,54	59,88	63,78	63,03	61,48	59,25	61,77	53,74	39,25
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	59,21	65,48	69,29	68,10	65,31	61,94	64,83	62,37	48,37
Karlılık Oranları									
Net Kar / Öz Kaynaklar Oran (%)	6,11	5,90	3,90	8,41	3,80	9,37	7,70	7,63	19,47
Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Aktif Toplamı Oranı (%)	4,81	5,20	4,38	5,90	6,37	6,88	6,40	7,82	10,60
Net Kar / Aktif Toplamı Oranı (%)	2,20	1,99	1,25	2,58	1,10	2,73	2,11	2,02	5,73
Net Kar / Net Satışlar Oranı (%)	2,20	2,11	1,43	2,81	1,17	2,77	2,27	1,99	4,39
Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Finansman Giderleri Oranı (%)	2,40	1,98	1,70	2,16	1,39	1,99	1,82	1,65	2,82
Finansman Giderleri / Net Satışlar Oranı (%)	2,00	2,80	2,94	2,97	4,87	3,48	3,71	4,67	2,89
Kısa Vadeli Finansman Giderleri / Finansman Giderleri	0,77	0,73	0,74	0,77	0,73	0,77	0,72	0,69	0,75

EK-2. Ekonomik faaliyetlerin istatistiki sınıflaması (Nace Rev.2)'na göre iki haneli sektör kodları

01 – Bitkisel ve hayvansal üretim ile avcılık ve ilgili hizmet faaliyetleri
02 – Ormancılık ve tomrukçuluk
03 – Balıkçılık ve su ürünleri yetiştiriciliği
05 - Kömür ve linyit çıkartılması
06 - Ham petrol ve doğal gaz çıkarımı
07 - Metal cevherleri madenciliği
08 - Diğer madencilik ve taş ocakçılığı
09 - Madenciliği destekleyici hizmet faaliyetleri
10 - Gıda ürünlerinin imalatı
11 - İçeceklerin imalatı
12 - Tütün ürünleri imalatı
13 - Tekstil ürünlerinin imalatı
14 - Giyim eşyalarının imalatı
15 - Deri ve ilgili ürünlerin imalatı
16 - Ağaç, ağaç ürünleri ve mantar ürünleri imalatı (mobilya hariç); saz, saman ve benzeri malzemelerden örülerek yapılan eşyaların imalatı
17 - Kağıt ve kağıt ürünlerinin imalatı
18 - Kayıtlı medyanın basılması ve çoğaltılması
19 - Kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı
20 - Kimyasalların ve kimyasal ürünlerin imalatı
21 - Temel eczacılık ürünlerinin ve eczacılığa ilişkin malzemelerin imalatı
22 - Kauçuk ve plastik ürünlerin imalatı
23 - Diğer metalik olmayan mineral ürünlerin imalatı
24 - Ana metal sanayii
25 - Fabrikasyon metal ürünleri imalatı (makine ve teçhizat hariç)
26 - Bilgisayarların, elektronik ve optik ürünlerin imalatı
27 - Elektrikli teçhizat imalatı
28 - Başka yerde sınıflandırılmamış makine ve ekipman imalatı
29 - Motorlu kara taşıtı, treyler (römork) ve yarı treyler (yarı römork) imalatı
30 - Diğer ulaşım araçlarının imalatı
31 - Mobilya imalatı
32 - Diğer imalatlar
33 - Makine ve ekipmanların kurulumu ve onarımı
35 - Elektrik, gaz, buhar ve havalandırma sistemi üretim ve dağıtımı
36 - Suyun toplanması, arıtılması ve dağıtılması
37 - Kanalizasyon
38 - Atığın toplanması, ıslahı ve bertarafı faaliyetleri; maddelerin geri kazanımı
39 - İyileştirme faaliyetleri ve diğer atık yönetimi hizmetleri
41 - Bina inşaatı
42 - Bina dışı yapıların inşaatı
43 - Özel inşaat faaliyetleri
45 - Motorlu kara taşıtlarının ve motosikletlerin toptan ve perakende ticareti ile onarımı

EK-2. (devam) Ekonomik faaliyetlerin istatistiki sınıflaması (Nace Rev.2)'na göre iki haneli sektör kodları

46 - Toptan ticaret (Motorlu kara taşıtları ve motosikletler hariç)
47 - Perakende ticaret (Motorlu kara taşıtları ve motosikletler hariç)
49 - Kara taşımacılığı ve boru hattı taşımacılığı
50 - Su yolu taşımacılığı
51 - Hava yolu taşımacılığı
52 - Taşımacılık için depolama ve destekleyici faaliyetler
53 - Posta ve kurye faaliyetleri
55 - Konaklama
56 - Yiyecek ve içecek hizmeti faaliyetleri
58 - Yayıncılık faaliyetleri
59 - Sinema filmi, video ve televizyon programları yapımıcılığı, ses kaydı ve müzik yayımlama faaliyetleri
60 - Programcılık ve yayıncılık faaliyetleri
61 - Telekomünikasyon
62 - Bilgisayar programlama, danışmanlık ve ilgili faaliyetler
63 - Bilgi hizmet faaliyetleri
68 - Gayrimenkul faaliyetleri
69 - Hukuk ve muhasebe faaliyetleri
70 - İdare merkezi faaliyetleri; idari danışmanlık faaliyetleri
71 - Mimarlık ve mühendislik faaliyetleri; teknik test ve analiz faaliyetleri
72 - Bilimsel araştırma ve geliştirme faaliyetleri
73 - Reklamcılık ve piyasa araştırması
74 - Diğer mesleki, bilimsel ve teknik faaliyetler
75 - Veterinerlik hizmetleri
77 - Kiralama ve leasing faaliyetleri
78 - İstihdam faaliyetleri
79 - Seyahat acentesi, tur operatörü ve diğer rezervasyon hizmetleri ve ilgili faaliyetler
80 - Güvenlik ve soruşturma faaliyetleri
81 - Binalar ile ilgili hizmetler ve çevre düzenlemesi faaliyetleri
82 - Büro yönetimi, büro destek ve iş destek faaliyetleri
85 - Eğitim
86 - İnsan sağlığı hizmetleri
87 - Yatılı bakım faaliyetleri
88 - Barınacak yer sağlanmaksızın verilen sosyal hizmetler
90 - Yaratıcı sanatlar, gösteri sanatları ve eğlence faaliyetleri
91 - Kütüphaneler, arşivler, müzeler ve diğer kültürel faaliyetler
92 - Kumar ve müşterek bahis faaliyetleri
93 - Spor faaliyetleri, eğlence ve dinlence faaliyetleri
95 - Bilgisayarların, kişisel eşyaların ve ev eşyalarının onarımı
96 - Diğer hizmet faaliyetleri

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyad, ad : Kaplan, Zeynep

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi SBE Muhasebe-Finansman	2014
Lisans	Gazi Üniversitesi İİBF Uluslararası İlişkiler	2008
Lise	Ankara Cumhuriyet Lisesi	2003

İş Deneyimi

Yıl

Yer

Görev

2019-	Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü	Uzman
2013-2019	Türkiye Kalkınma Bankası İstihbarat ve Mali Tahlil Daire Başkanlığı	Uzman
2009-2013	Türkiye Kalkınma Bankası Kredi Değerlendirme Daire Başkanlığı	Uzman Yardımcısı



