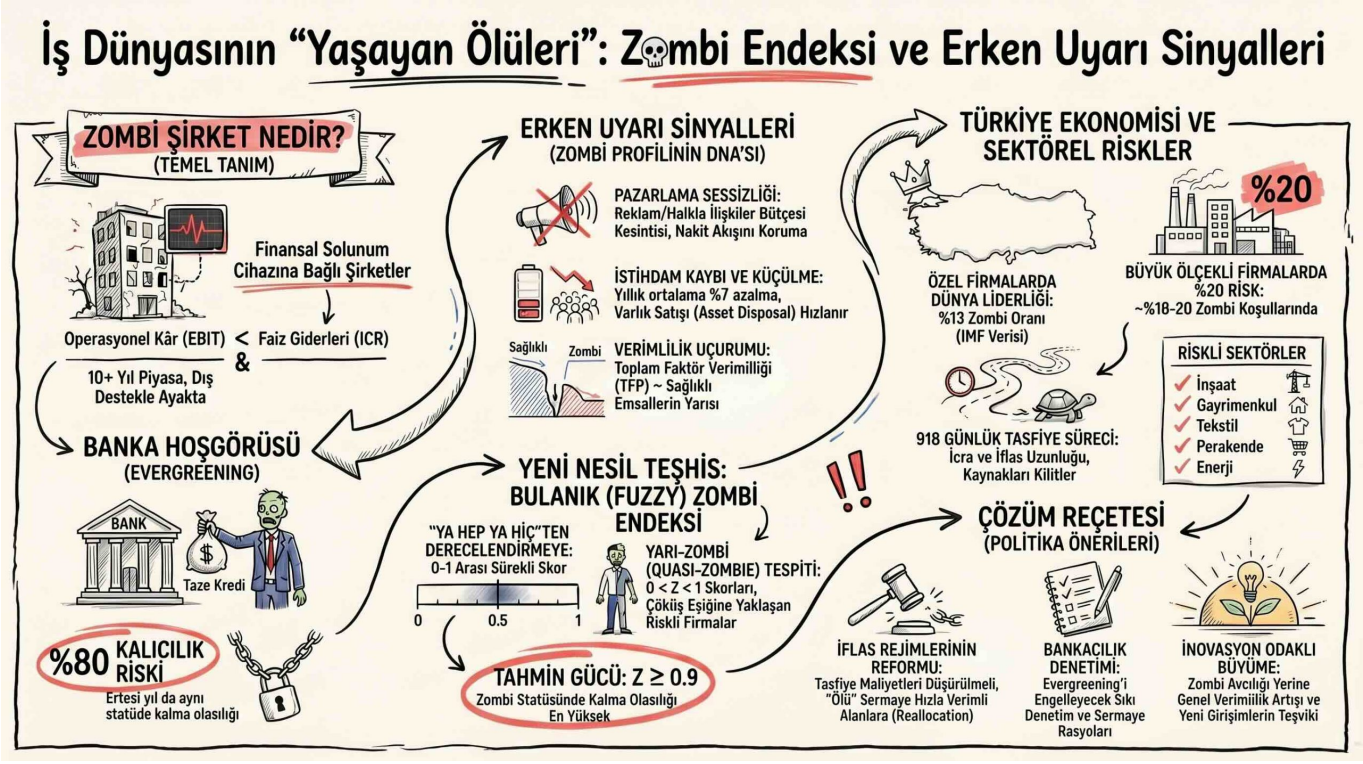
Zombi Şirketler ve Erken Uyarı Sinyalleri

Bu çalışma, düşük verimliliklerine rağmen kamu desteği ve banka toleransı ile hayatta kalan **zombi şirketlerin** ekonomik etkilerini ve tespit yöntemlerini kapsamlı bir şekilde analiz etmektedir. Çalışmalar, mevcut **metodolojik tutarsızlıkların** hatalı politika kararlarına yol açabileceğini vurgulayarak, kesin eşik değerler yerine **bulanık mantık (fuzzy logic)** temelli derecelendirilmiş skorların kullanılmasını önermektedir. Özellikle Türkiye ve Avrupa özelinde **kaynak yanlış tahsisi**, piyasa tıkanıklığı ve verimlilik kaybı gibi sistemik riskler detaylandırılmaktadır. Pandemi dönemindeki **temizleme etkisi** ve iflas rejimi reformları gibi çözüm önerileriyle, kurumsal canlılığın sürdürülebilirliği için stratejik bir yol haritası sunulmaktadır. Kaynaklar, zombileşmeyi sadece finansal bir zayıflık değil, ekonominin genel dinamizmini tehdit eden **yapısal bir verimlilik sorunu** olarak tanımlamaktadır.



Zombi Şirketler ve Erken Uyarı Sinyalleri

Bu makaleyi Spotify'da sesli olarak dinlemek için podcast'ine bu linkten ulaşabilirsiniz.

1.1 Giriş: Kurumsal Zombileşme Olgusu ve Stratejik Bağlam

Kurumsal "zombileşme" terimi, ekonomik literatüre 1990'lı yıllarda Japonya'nın tecrübe ettiği "Kayıp On Yıl" (Lost Decade) sürecinde girmiştir. Bu fenomen, zayıf bankacılık denetimi ve "evergreening" (krediyi sürekli yenileyerek borcu canlı gösterme) pratikleri

sonucunda, piyasadan çıkması gereken verimsiz borçluların yapay bir şekilde hayatta tutulmasıyla karakterizedir. Günümüz küresel konjonktüründe zombi şirketler; operasyonel kârları ile borç faiz yükümlülüklerini dahi karşılayamayan, ancak sübvansiyonlu krediler veya kamu destekleri sayesinde varlığını sürdüren düşük verimli işletmelerdir.

Bu makaleyi Youtube'da görüntülü olarak izlemek için videosuna bu linkten ulaşabilirsiniz.

Stratejik perspektiften bakıldığında zombileşme, yalnızca münferit bir finansal iflas sorunu değil, sistemik bir "kaynak yanlış tahsisi" (resource misallocation) krizidir. Bu şirketler operasyonel olarak belirgin erken uyarı sinyalleri verirler: Nakit akışını korumak adına reklam ve halkla ilişkiler bütçelerini keserek "pazarlama sessizliğine" bürünürler ve yüksek oranlarda "varlık satışı" (asset disposal) gerçekleştirirler. Bu yapısal bozulma, sermaye ve işgücünün verimli alanlara akışını engelleyerek ekonominin toplam dinamizmini zehirlemektedir.

1.2 Teşhis Metodolojilerinin Karşılaştırmalı Analizi

Zombi şirketlerin tespitinde kullanılan metodolojilerin birbiriyle örtüşmeyen sonuçlar üretmesi, politika yapıcılar için ciddi bir "genelleme riski" doğurmaktadır. Farklı kriterlerin kullanımı, aynı veri seti içerisinde bile zombi popülasyonunun yalnızca kısıtlı bir kesiminde (bazen %10'un altında) mutabakat sağlanmasına yol açmaktadır. Bu metodolojik tutarsızlık, teşhis sürecinde kullanılan rasyoların "sebep" ile "sonuç" arasındaki ayrımı netleştirememesinden kaynaklanmaktadır.

1.2.1 Zombi Tespit Yöntemleri Teknik Karşılaştırması

Metodoloji	Temel Kriterler	Stratejik Avantajlar	Teknik Sınırlamalar
CHK08 (Caballero vd.)	Negatif faiz farkı (GIR < 0)	Sübvansiyonlu krediyi (kayırmacılığı) doğrudan ölçer.	Veri gereksinimi yüksektir; KOBİ'ler için "Prime Rate" verisi bulunmadığından kısıtlıdır.
AAM18 (Adalet McGowan vd.)	3 yıl üst üste ICR<1 ve Yaş ≥10	Geniş kapsamlıdır; halka kapalı firmalara uygulanabilir.	**ICR Eleştirisi:** Düşük oran her zaman zombilik değil, yüksek faiz yükünden kaynaklı "kırılganlık" olabilir.
BH20 (Banerjee & Hofmann)	2 yıl ICR < 1 ve Tobin's q < Sektör medyanı	Piyasanın gelecek beklentisini (forward-looking) içerir.	Sadece borsaya kote firmalarla sınırlıdır; temsiliyeti dardır.
SKSW17 (Storz vd.)	2 yıl Negatif RoA, Negatif Net Yatırım ve SC < %5	Operasyonel verimliliği ve borç servis kapasitesini (SC) ölçer.	Oldukça muhafazakar bir filtredir; tarihsel veri kapsamı dardır.
ACEE20 (Acharya vd.)	Düşük ICR, yüksek kaldıraç ve GIR < 0	Kalite kriterini sübvansiyonla birleştirir.	ICR tabanlı metodolojik sapmalara açıktır.

1.2.2 Stratejik Analiz: ICR < 1 ve Kırılganlık Ayrımı

Yaygın olarak kullanılan Faiz Karşılama Oranı (ICR < 1) kriteri, bir firmanın zombi (sübvansiyonlu kredi alan) olup olmadığını her zaman kanıtlamaz. Birçok vakada bu durum, firmanın sadece yüksek risk primi nedeniyle piyasa üstü faiz ödemek zorunda kalmasından kaynaklanan “finansal kırılganlığı” temsil eder. Bu nedenle teşhis sürecinde operasyonel verimlilik ve sübvansiyon varlığı çapraz kontrol edilmelidir.

1.3 Zombi Endeksi: Bulanık Mantık (Fuzzy Logic) ve Dereceli Skorlama

Zombi Endeksi Nedir?

“Zombi endeksi”, temel olarak faaliyetlerini sürdürmekte zorlanan, kâr elde edemeyen ancak borçlarını yapılandırarak veya banka kredileriyle ayakta kalmayı başaran “zombi şirketlerin” ekonomik veriler içindeki oranını veya yoğunluğunu gösteren bir ölçüttür.

Bu endeks veya kavramın temel özellikleri şunlardır:
Faiz Karşılama Oranı: Zombi şirketler, ürettikleri nakit akışı ile yalnızca borçlarının faizini ödeyebilen, ancak anaparayı geri ödemekte zorlanan şirketlerdir.

Yapay Hayatta Kalma: Bu şirketler, piyasa şartlarında iflas etmeleri gerekirken, düşük faizli krediler, borç erteleme veya devlet destekleri gibi yapay yollarla faaliyetlerine devam ederler.

Ekonomik Etki: Zombi şirketlerin sayısının artması, verimli kaynakların verimsiz firmalara aktarılmasına (sermayenin bağlanması) neden olarak ekonomik büyümeyi yavaşlatabilir.
Zombi Şirketlerin Özellikleri (Erken Uyarı Sinyalleri):

- Faaliyet kârının faiz giderlerini uzun süre karşılayamaması.
- Yüksek borçluluk oranı.
- Düşük verimlilik ve büyüme potansiyeli.

Geleneksel “ya hep ya hiç” (binary) sınıflandırmalar, eşik değerlerin (örneğin tam olarak ICR=1) hemen üzerinde kalan “quasi-zombie” (yarı-zombi) yapıları gözden kaçırarak “Tip II Hata” (yanlış negatif) riskini artırmaktadır. Bulanık mantık yaklaşımı, firmalara 0 ile 1 arasında değişen bir “Z-skoru” atayarak bu analitik kısıtı aşar.

- **Sürekli Skorlama ve Kernel Fonksiyonu:** Üyelik fonksiyonları (\kappa) ve parçalı doğrusal dönüşümler kullanılarak firmaların zombileşme derecesi ölçülür. Örneğin CHK08 için 75 baz puanlık bir eşik değeriyle gürültü filtrelenir.
- **Kronikleşme Riski:** Veriler, zombi olarak sınıflandırılan bir firmanın ertesi yıl da aynı statüde kalma olasılığının **%80’in üzerinde** olduğunu göstermektedir. Üstelik zombi

statüsünden “kurtulan” firmaların %60’ı, hiçbir zaman zombi olmamış akranlarına göre belirgin şekilde daha düşük performans sergilemeye devam etmektedir.
- **Metodolojik Uyum:** Bulanık mantık kullanımı, farklı metodolojiler arasındaki örtüşme (overlap) oranını %87’lere kadar çıkararak teşhis tutarlılığını optimize eder. 2014-2015 geçiş matrisleri, Z≥0.9 skoruna sahip firmaların yapısal bir “ölü yatırım” döngüsüne girdiğini kanıtlamaktadır.

1.4 Makroekonomik Tahribat: Verimlilik Erozyonu ve Piyasa Sıkışıklığı

Zombi şirketlerin varlığı, ekonominin genel sağlığı üzerinde çok katmanlı bir tahribat yaratmaktadır:

1. **Üretkenlik Uçurumu:** Zombi firmalar, sağlıklı emsallerinin sahip olduğu Toplam Faktör Verimliliği’nin (TFP) **yaklaşık yarısına (%50)** sahiptir. OECD verilerine göre, zombi payındaki %3,5’lik bir artış, toplam işgücü verimliliğinde %1,2’lik bir düşüşe sebebiyet vermektedir.
2. **Piyasa Sıkışıklığı (Congestion):** Verimsiz firmaların yapay olarak piyasada kalması, ürün fiyatlarını baskılarken ücretleri suni şekilde yükseltmekte; bu da sağlıklı ve inovatif firmaların kâr marjlarını daraltarak yatırım kapasitelerini emmektedir.
3. **Giriş Engelleri:** Yüksek zombi yoğunluğu olan sektörlerde, yeni ve dinamik oyuncuların pazara giriş yapabilmesi için aşması gereken “verimlilik eşiği” yükselmekte, bu da ekonomik dinamizmi köreltmektedir.

1.5 Türkiye Ekonomisi: Sektörel Kırılganlıklar ve Yapısal Risk Faktörleri

Türkiye, zombi şirket yaygınlığı açısından uluslararası karşılaştırmalarda kritik bir konumdadır. Ülke ekonomisine dair stratejik veriler şu tabloyu ortaya koymaktadır:

- **Küresel Liderlik:** IMF verilerine göre Türkiye, halka açık olmayan özel firmalardaki **%13’lük zombi oranıyla dünyada lider** konumdadır. Büyük ölçekli firmalarda ise bu risk seviyesi %18-20 bandına çıkmaktadır.
- **Yapısal Sürücüler:** Türkiye’deki zombileşmenin temel itici güçleri “özkaynak yetersizliği” ve düşük varlık verimliliğidir. Özellikle inşaat, tekstil, perakende ve enerji sektörlerinde risk yoğunlaşmaktadır.
- **Reel Kredi Daralması Etkisi:** 2023-2025 döneminde yaşanan “reel kredi daralması”, nominal kredi hacmi artsa da kredinin alım gücünü düşürmüş; bu da kârlılığı düşük firmaların faiz karşılama kapasitesini (ICR) daha da baskılamıştır.
- **Tasfiye Bariyerleri:** İcra-iflas süreçlerinin ortalama **918 gün** sürmesi, “ölü” sermayenin piyasadan temizlenmesini imkânsız hale getirerek nakit döngüsünü felç etmektedir.

1.6 Pandemi Dönemi Deneyimi: “Temizlik Etkisi” mi, Zombi Salgını mı?

COVID-19 dönemindeki devasa destek paketlerinin bir “zombi salgını” yaratacağı endişesine rağmen, ampirik veriler (Kanada örneği dahil) bir “Temizleme Etkisi” (Cleansing Effect) yaşandığını göstermiştir.

Pandemi sürecinde zombi oranlarında genel bir düşüş kaydedilmiştir. Bunun temel nedeni desteklerin zombileri mucizevi şekilde iyileştirmesi değil, “aday zombi” (would-be zombie) statüsündeki en verimsiz firmaların pandeminin yarattığı ağır operasyonel şoklar altında piyasadan çekilmesidir. Kamu destekleri, geçici likidite sorunu yaşayan yaşayabilir (viable) firmaları korurken, piyasa disiplini en zayıf halkaları elemenin bir yolunu bulmuştur. Ayrıca, bu dönemdeki verimlilik kaybının zombi firmalar tarafından tetiklenmediği, diğer makroekonomik faktörlerden kaynaklandığı saptanmıştır.

1.7 Sonuç ve Stratejik Politika Önerileri

Kurumsal zombileşme ile mücadele, orta vadeli ekonomik istikrar ve verimlilik artışı için kaçınılmazdır. Politika yapıcılar için eylem planı şu başlıkları içermelidir:

- **İflas Rejimi ve Tasfiye Reformu:** İcra ve iflas süreçlerinin 918 günlük süresi radikal şekilde kısaltılmalıdır. Tasfiye maliyetlerinin düşürülmesi, “ölü” sermayenin hızla verimli alanlara yeniden tahsisini (reallocation) sağlayacaktır.
- **Banka Denetimi (Evergreening Önleme):** Bankaların sorunlu kredileri (NPL) gizlemek amacıyla zombi firmalara taze kredi vermesini engelleyecek sıkı sermaye denetimleri ve şeffaflık standartları getirilmelidir.
- **Z-Index Standartizasyonu:** Politika yapımında ikili tanımlar yerine, “Bulanık Z-Endeksi” gibi dereceli skorlama sistemlerine geçilerek “yarı-zombi” aşamasındaki firmalar için erken müdahale kapasitesi artırılmalıdır.

Stratejik Uyarı: Politika yapıcılar için en büyük risk, “Tip II Hata” yaparak riskli yapıları sağlıklı kabul etmektir. Zombi avcılığına odaklanan mikro müdahaleler yerine; iflas hukukunu iyileştiren, kredi disiplinini sıkılaştıran ve inovasyon odaklı büyümeyi teşvik eden yapısal reformlar, ekonomik dinamizmin yegâne teminatıdır.

İşletmenizin Zombi Endeksini Hesaplayın!

Zombi Endeksi Hesapla!