

KÜRESEL KAMUSAL BİR MAL: FİNANSAL İSTİKRAR

THE GLOBAL PUBLIC GOOD: FINANCIAL STABILITY

Zeliha GÖKER*

ÖZET

Küresel kamusal mallar faydasından kimsenin dışlanamadığı ve tüketiminde bireyler arasında bir rekabetin olmadığı, faydası ülkelere, dünyadaki pek çok insana ve gelecek nesillere yayılan mallardır. Potansiyel bir kamusal kötü olan finansal istikrarsızlık diğer ülkelere de yayıldığı için finansal istikrar bir küresel kamusal maldır. Finansal istikrarsızlık, negatif dışsalılık, asimetrik bilgi ve finansal kurumlarda istikrarsızlık gibi çeşitli piyasa başarısızlıkları yaratır. Piyasa başarısızlıkları ve finansal piyasaların istikrarsızlığa eğilimli yapısı bu piyasalara kamusal ilginin gerekçesini oluşturmaktadır. Finansal istikrarsızlığın diğer piyasalara ve ülkelere yayılma özelliği uluslararası kurumların küresel finansal istikrarın sağlanmasındaki rolünü artırmaktadır.

Anahtar Sözcükler: *Küresel Kamusal Mallar, Finansal İstikrar, Kamusal Kötüler*

JEL Sınıflaması: H41, G15, G28

ABSTRACT

Global public goods are defined as having nonexcludable, nonrival benefits that cut across borders, generations and populations. Financial stability can be seen as a global public good because financial instability is a potential public bad that spreads across countries. Financial instability creates market failures such as negative externality, asymmetric information and instability in financial institutions. Because of the instability nature of financial markets and the market failures, there is an important role for the government to both regulate and supervise the financial system. So that financial instability has contagion effect to other markets and countries, there are also international institutions in charge of financial stability.

Keywords: *Global Public Goods, Financial Stability, Public Bads*

JEL Classification: H41, G15, G28

* Akdeniz Üniversitesi İİBF Maliye Bölümü Öğretim Üyesi

GİRİŞ

Ülkeler arasında artan ticaret ve finansal akımların yanı sıra, insanların sınırlar arasında hareketliliği, dünyayı daha bütünleşik bir yapıya dönüştürürken aynı zamanda yeni sorunları da beraberinde getirmektedir. İklim değişikliği, salgın hastalıklar, finansal krizler gibi sorunlar, küresel istikrarı tehdit ederken, bu konularda ulusal çözümler yetersiz kalmakta; küresel işbirliği gereği artmaktadır. Bu nedenle hızla küreselleşen dünyada insanların refahı sadece özel mallar ile kamusal mallar arasında sağlanacak dengeye değil aynı zamanda ulusal, bölgesel ve küresel kamusal mallar (KKM) arasında sağlanacak dengeye de bağlı hale gelmektedir. Küreselleşme ile KKM talebi hızla artarken, küresel istikrarı sağlayarak, küresel refahı artırma arzusu ise ancak KKM'in etkin düzeyde sunulması ile mümkün olabilir.

Bu çalışmada finansal istikrarın küresel kamusal mal niteliği üzerinde durulmaktadır. Bu amaçla önce küresel kamusal malın özellikleri ve finansal istikrarın tanımı yapılmaktadır. Finansal istikrarın sağlanamadığı durumda ortaya çıkan finansal istikrarsızlık ise bir küresel kamusal kötüdür ve neden olduğu piyasa başarısızlıkları ulusal düzeyde kamu müdahalesi, küresel düzeyde ise ülkeler arasında işbirliği ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Devletin ve uluslar arası kuruluşların kamusal mal niteliğindeki finansal istikrarın sağlanmasındaki yükümlülükleri çalışmanın son bölümünde değerlendirilmektedir.

KKM'İN TANIMI

KKM ilke olarak dünyadaki tüm insanlara fayda sağlayan mallardır¹. KKM'in kusursuz bir tanımını yapmak güç olduğu için işlevsel özelliklerini ortaya koymak daha yararlı olabilir. KKM'in *küresel* niteliği, malın faydasının birden fazla ülkeye, pek çok insana, ya da gelecek nesillere yayılması ile ilgilidir. Ancak yayılma eşit düzeyde olmayabilir. *Kamusal* niteliği ise, bu malların tüketiminde bireyler arasında bir *rekabetin olmaması* ve bireylerin bu malın tüketiminden alıkonulmasının, *dışlanmasının mümkün olmamasından* kaynaklanmaktadır (Kaul ve diğerleri 1999a:2-3).

Ülkeler arasında barışın sağlanması örneğinde olduğu gibi kamusal malın kullanıcıları arasında rekabet yoktur çünkü ilave kişinin kamusal malı tüketmesi, diğerlerinin tüketim miktarını etkilemez. Özel mallardan farklı olarak kamusal mallarda bireylerin tüketimi malın tamamına yöneliktir ve

¹ KKM her zaman doğrudan fayda sağlayan somut mal biçiminde olmayabilir hatta çoğu zaman hizmet niteliğinde oldukları söylenebilir. Kamusal kötülerin (finansal krizler, savaşlar gibi) ortadan kaldırılmasına yönelik kurallar ve kanunlar da KKM olarak değerlendirilmektedir.

ilave tüketimin topluma maliyeti sıfır olduğu için ilave tüketicinin tüketimden alkonulması etkinsizlik yaratır. Oysa özel mallarda toplam tüketilen miktar tüm bireylerin tüketimlerinin toplamına eşittir ve tüketimde bireyler arasında bir rekabet söz konusudur. KKM bir kez üretildiğinde faydasından kimsenin dışlanamaması veya dışlama maliyetinin çok yüksek olması, fiyat mekanizmasının işleyişini engelleyerek bedavacı sorununu beraberinde getirmektedir. Bedavacı, malın faydasından yararlandığı halde maliyetine katlanmaktan kaçınan kişileri tanımlamaktadır. Bedavacı sorunu kamusal malın etkin düzeyde üretilmemesinin önemli nedenlerinden biridir. Kamusal malın faydasından yarar elde edenlerin malın üretim maliyetine katlanmaktan kaçınabilmesi nedeniyle kamusal malın arzı etkin düzeyin altında kalmaktadır. Bedavacı sorunu engellense bile etkinsizliğin ortadan kalkması mümkün olmayabilir çünkü kamusal maldan her ülkenin elde edeceği fayda aynı düzeyde değildir. Her ülkenin elde ettiği fayda oranında maliyete katlanmasının sağlanması ise uygulamada mümkün görünmemektedir.

Tüketimde rekabetin olmaması ve tüketimden dışlayamama, bölgesel ya da ulusal kamusal malların da ortak özellikleri olmasına rağmen faydanın ülke(ler) dışına, pek çok insana ya da gelecek nesillere taşması KKM'ı diğer kamusal mallardan ayırmaktadır. KKM'dan etkilenenler oldukça farklıdır; gelişmiş- gelişmekte olan ülkeler, zenginler, fakirler ve farklı kültürlerdeki insanlar bu büyük grubun bir parçasını oluşturmaktadır. Kamusal malların faydasından kimsenin dışlanamaması fiyat mekanizmasının işleyişini engellediği için, malın etkin düzeyde sunulması ancak kamu otoritesinin müdahalesi ile gerçekleşebilir. Bölgesel ya da ulusal kamusal mallardan farklı olarak küresel kamusal mallar için bu tür bir otorite yokluğu, ülkeler arasında işbirliği gereğini artırmaktadır. Fakat ülkelerin politik önceliklerinin farklı olması, bilgi yetersizlikleri, karşılıklı anlayış ve güven eksiklikleri, KKM'a her ülkenin verdiği değerin farklı olması ve farklı ödeme güçleri, KKM'ın üretiminde işbirliği sağlanmasını zorlaştırmaktadır.

Diğer yandan pek çok durumda, ülkeler kendi ulusal çıkarları için faaliyette bulunurken aynı zamanda KKM'ın sağlanmasına da yardımcı olmaktadır. Örneğin güvenli bir ulusal finansal sistem, kamu sağlığının iyileştirilmesi, daha fazla araştırma-geliştirme yatırımı, sera gazlarının salınımının azaltılması, hem bu iyileştirmeleri yapan ülkeye hem de diğer ülkelere yayılan bir fayda sağlamaktadır. Bu nedenle KKM arzı büyük oranda ülkelerin kaynaklarını bu tür amaçlara tahsis etme gücüne ve istekliliğine de bağlıdır. Bazı ülkelerin bu konularda isteksiz olması malın küresel düzeyde arzını olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla aslında ulusal kamusal mallar, KKM'ın tamamlayıcısıdır (Morrissey ve diğerleri 2002:33-37).

Kamusal Mallar Ve Dışsallıklar

Teoride kamusal mallar ile dışsallıklar farklı tanımlanmalarına rağmen aslında iki kavram birbiriyle örtüşmektedir. Dışsallıklar, birimler arasında fiyatlandırılmayan karşılıklı bağıllık ile ilgilidir; bir üretim ya da tüketim faaliyetinin, diğerlerinin üretim ya da tüketim faaliyetlerini fiyat mekanizması dışında etkilemesidir. Ancak bu etkiden kimse dışlanmadığı ve tüketiminde rekabet olmadığı için aslında dışsallıklar kamusal malların özel bir halidir. Örneğin üretim faaliyeti sırasında yaratılan hava kirliliği diğerleri için negatif bir dışsallıktır; üreticiler üretim miktarını belirlerken diğerleri aleyhine yarattıkları bu maliyeti dikkate almazlarken, o bölgede yaşayan herkes bu olumsuzluğa maruz kalır. Kamusal mallarda olduğu gibi dışlamak yani o bölgede yaşayanlardan bazılarının bu olumsuzluktan etkilenmesini engellemek mümkün değildir ve tüketimde rekabet yoktur. Birinin kirlilikten daha fazla olumsuz etkilenmesi, diğerlerinin durumunu değiştirmez. Kirlilik zaman içinde arttıkça ve bölge ya da ülke sınırlarının dışına taşındığında, ozon tabakasının incilmesi ya da küresel ısınma örneğinde olduğu gibi, negatif dışsallık, küresel kamusal kötü haline gelmektedir. Pek çok durumda KKM'lar veya küresel kamusal kötüler ülke düzeyinde yaratılan ve etkileri ülke sınırlarını aşan negatif ya da pozitif dışsallıkların ürünüdür (Kaul ve diğerleri 1999b:460). Negatif dışsallığın azaltılması için kullanılacak ulusal kamusal müdahale araçları, üretim maliyetini artıracak şekilde vergi koymak ya da üretim düzeyine sınırlamalar getiren kamusal düzenlemeler yapmak iken, küresel boyutta müdahaleler daha çok uluslar arası kuruluşların düzenlemeleri ile sınırlı kalmaktadır.

FİNANSAL PİYASALARDA İSTİKRAR

Finansal piyasaların temel fonksiyonları, zamanlar arası ticaret, risk ve bilgi paylaşımı olarak üç temel başlık altında sınıflandırılabilir. Sermayenin tasarruf sahiplerinden borç arayanlara transfer edilmesi olan zamanlar arası ticaret, aslında bugünkü değer gelecekte ne vaat ettiği ile ilgilidir. Ancak borcun her zaman geri ödenmeme riski vardır ve bu nedenle borç alanın geri ödeme olasılığı ile ilgili bilgi çok önemlidir. Dolayısıyla finansal piyasaların değişim, risk ve bilgi paylaşımı fonksiyonları birbirinden ayrı değerlendirilemez (Stiglitz 1993:5-6).

Finansal piyasalar tasarruf ve yatırım kararları ile ilişkili olduğu için makro ekonomik değişkenleri etkileme potansiyelleri yüksektir. Bu piyasalarda ortaya çıkan başarısızlıklar sadece bu sektördeki kar oranlarını düşürmekle kalmaz, aynı zamanda tüm ekonomik sistemin işleyişini de olumsuz etkiler. Finansal piyasalar arasındaki yayılma (contagion) etkisi ile bir piyasadaki istikrarsızlığın diğer piyasalara da yansması ve istikrarsızlığın

krize dönüşme tehlikesi dikkate alındığında bu piyasaların, diğer piyasalardan ayrı değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.

Bu nedenle önce finansal istikrarın tanımı üzerinde durulmalıdır.

Finansal İstikrar

Finansal istikrarın tanımlanmasında, parasal istikrar² tanımında olduğu gibi bir uzlaşma mevcut değildir (William ve Wood 2006, Mishkin 1997, Crockett 2001). Örneğin Mishkin (1997:2) finansal istikrarı, tasarrufların yatırım fırsatları arasında etkin dağılımı olarak tanımlarken, bu çalışmada esas alınan Crockett'e (2001:5-10) göre finansal istikrar, finansal sistemi oluşturan temel kurumların ve piyasaların istikrarı ile ilgilidir.

Finansal sistemin temel kurumlarında istikrar; kurumların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kesintisiz ya da yardım almadan uygulayacaklarına ilişkin güvenin tam olmasını ifade etmektedir. Küçük firmaların başarısızlıkları veya büyük kurumların kayıpları finansal sistemin normal işleyişinde karşılaşılabilecek olaylardır. Ancak bu durumun piyasa işlemcilerinin dışına taşarak önemli zarar potansiyeli ya da baskısı yaratmaması gerekir.

Piyasaların istikrarlı olması ise katılımcıların temel değeri (fundamental forces) yansıtan fiyatlar üzerinden güvenle işlem yapabildesini ve fiyatların temel değerinde bir değişiklik yok iken kısa dönemde önemli ölçüde değişmemesini ifade etmektedir.

Finansal piyasaların istikrarlı olması, yatırımcılar ile tasarruf edenlerin uzun vadeli sözleşme yapması için uygun ortam yaratırken, finansal aracılık hizmetlerinde de etkinliği artırarak reel kaynakların tahsisini iyileştirmekte, makro ekonomik politikaların uygulanması için daha iyi bir ortam sağlamaktadır. Bu noktada istikrarın katılık ile karıştırılmaması gerekir. Piyasa fiyatları, arz ve talep koşulları değiştiğinde değişebilmelidir ve kar elde edemeyen finansal kurumların da piyasadan çıkması engellenmemelidir. Piyasa fiyatları ve yapısı, yeteri kadar esnek, ancak reel ekonomik faaliyetlere zarar verecek istikrarsızlıktan uzak olmalıdır.

Finansal istikrar bir kamusal maldır çünkü finansal hizmetlerden yararlananlar diğerlerini fayda elde etme olasılığında mahrum etmemektedirler; tüketiminde rekabet yoktur ve finansal istikrarın sağladığı faydadan kimseyi dışlamak mümkün değildir. Faydası ülke dışına da taşıdığı için ya da finansal istikrarsızlık diğer ülkelere de yayılan potansiyel bir kamusal kötü olduğu için finansal istikrar bir KKM'dır (Wyplosz 1999:155-165, Eichengreen 2004:4-6).

² Parasal istikrar, fiyatlar genel düzeyinin istikrarlı olmasıdır. Bkz.Crockett 2001.

Bir Kamusal Kötü (Public Bad) Olarak Finansal İstikrarsızlık

Finansal piyasalarda istikrarsızlık, finansal kurumlarda ve/veya piyasalarda ortaya çıkabilir. Bir banka ya da finansal kurum karını artırmak amacıyla riskli yatırımlar için borç verdiğinde eğer başarılı olursa karını önemli ölçüde artırmış, başarısız olursa da sermayesini kaybetmiş olur. Ancak günümüz finansal sistemlerinin karmaşık ve birbirine bağlı yapısı, bir kurumun başarısız olması halinde ortaya çıkan maliyetin, kurumun kaybettiği sermayeden daha fazla olmasına neden olmaktadır. Çünkü bu başarısızlık ülke içinde ve diğer ülkelerde başka başarısızlıkları da beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla bu uygulamanın bankaya maliyeti, tüm topluma maliyetinin altında kalmakta, ikisi arasındaki fark diğer insanlar aleyhine yaratılan ilave maliyete, negatif dışsallığa eşit olmaktadır (Kaul ve diğerleri 1999b:466-470). Dışsallıkların zaman içinde artması ve yayılması ise küresel kamusal kötülerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Diğer yandan finansal piyasalarda varlık fiyatları hem beklenen getiriye hem de bu getiri ile ilgili belirsizliği yansıtır. Beklentiler ve belirsizlik değiştiğinde fiyatların da değişmesi normal bir durumdur ancak varlık fiyatlarının aşırı oynak olması durumunda istikrarsızlık ortaya çıkar ve panik ya da sürü güdüsüyle davranışlar da bu istikrarsızlığın artmasına neden olur.

Finansal istikrarsızlık, bütçe maliyetlerinin yanı sıra piyasa başarısızlığı da yaratarak topluma önemli maliyetler yüklemektedir. Bütçesel maliyetler finansal firmaların başarısızlığı halinde pay sahiplerinin kayıplarını, işçilerin iş kaybını kapsamaktadır. Varlık fiyatlarının değişmesi net servetin ve dolayısıyla yaşam standartlarının ve tüketim düzeyinin değişmesine neden olurken, diğer yandan da yatırım ve istihdam kararlarını olumsuz etkilemektedir. Bu noktada devletin görevi özel kayıpların telafisi değil, piyasa disiplininin iyi işlemlerini sağlamaktır. Ancak piyasa başarısızlığı durumunda kamu müdahalesi gerekli olmaktadır.

Piyasa Başarısızlıkları

Finansal piyasalarda piyasa başarısızlıkları negatif dışsallıklar³, bilgi eksikliği ve finansal kurumlarda istikrarsızlık nedenleriyle ortaya çıkmaktadır (Wyplosz 1999:155-170).

³ Negatif dışsallıkların bazıları parasaldır (pecuniary) yani fiyat mekanizması işlemektedir, bazı dışsallıklarda ise piyasa mekanizması işlemez, piyasalar karar alırken bu dışsallıkları dikkate almazlar. Örneğin şehirlerin kalabalıklaşması ile ev kiralalarının ya da ulaşım maliyetlerinin artması parasal negatif bir dışsallık iken, kimyasal atıklarla suların ya da havanın kirlenmesi parasal olmayan negatif bir dışsallıktır. İlk durumda fiyat mekanizması yoluyla dışsallıklar içselleştirilmekte, ev sahiplerinin geliri artarken, kiracıların geliri azalmaktadır. İkinci durumda ise mülkiyet hakları tesis edilemediği için piyasaların yokluğu nedeniyle ancak kamu

Finansal piyasalarda “normal” oynaklık durumunda risk priminin artması ya da faiz oranının yükselmesi şeklinde fiyat mekanizması işlediği için parasal bir dışsallık söz konusudur ve bu nedenle kamu müdahalesine gerek yoktur. Ancak krizlere neden olan, finansal istikrarsızlık kaynağı aşırı oynaklık durumunda parasal olmayan -negatif bir dışsallık ortaya çıkmaktadır. Varlık fiyatlarındaki aşırı oynaklık, servet etkisi yanında faiz ve döviz kurlarını da etkileyerek makroekonomik politikaların belirlenmesini güçleştirir. Finansal kurumların istikrarına, sözleşmelere ve tasarrufların tahsisine olumsuz etki ederek, ekonomik performansa zarar verir. Yatırımcıların, özellikle yabancı yatırımcıların sorun ortaya çıktığında piyasayı terk etmeye başlamasıyla, bu etki tüm diğer ülkelere yayılır ve önce bölgesel sonra küresel kamusal kötü ortaya çıkar. Bu durumda dışsallığı yaratıcıların ve mağdurların tespiti zor olduğu için fiyat mekanizması işleyemez (Eichengreen 2004:8-11).

Finansal istikrarsızlık aynı zamanda asimetrik bilgi nedeniyle de piyasa başarısızlığı yaratmaktadır. Çünkü borç bulabilme ve borçlanma maliyeti borç arayanın finansal durumu ile yakından ilgili olduğu için, borç arayanlar gerçek durumlarını gizleme eğilimindedirler ve bu nedenle borç verenler, borç alanlar hakkında yetersiz bilgiye sahip olmaktadır. Mishkin’e (1996) göre finansal krizlerin temel nedenini asimetrik bilgi oluşturmaktadır. Asimetrik bilgi finansal sözleşmelerde bir tarafın diğer tarafa kıyasla daha az bilgiye sahip olması olarak tanımlanmakta ve finansal sistemin etkin çalışmasına engel olmaktadır. Asimetrik bilginin, biri ahlâki çöküntü, diğeri hatalı seçim olmak üzere iki önemli sonucu söz konusudur. Hatalı seçim, aşırı risk alan kişinin borcunu geri ödeyememesi halinde, kredi kurumunun daha sonra kredi riski daha düşük olan kredi taleplerini bile karşılayamadığı durumda ortaya çıkmaktadır. Ahlâki çöküntü ise, insanların ve kurumların riskli davranışlarının sonuçlarına karşı korunmuş oldukları zaman daha fazla risk almaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu durumda karar alıcılar aşırı risk üstlenmekle birlikte riskli davranışın tüm maliyetine katlanmamaktadırlar. Hatalı seçim ve ahlâki çöküntü sonucu ortaya çıkan bozulma nedeniyle mali piyasalar, verimli alanlara yatırım yapabilecek yatırımcıya fon sağlama konusunda yetersiz kalabilmektedir. Bu durum, etkin bir şekilde çalışan finansal piyasaların yetersizliğine ve dolayısıyla ekonomik büyümenin gerilemesine neden olmaktadır.

Finansal kurumlarda istikrarsızlık da bir diğer piyasa başarısızlığı türüdür. Finansal istikrar için önemli olan kurumların başında bankalar gelmektedir. Bankalar ekonomilerde ödeme sisteminin işleyişinden sorumludurlar. Bu nedenle bu kurumların istikrarsız olması ödeme sisteminin işleyişini bozarak, sorunun hızla diğer kesimlere ve reel sektöre

müdahalesi ile negatif dışsallığın içselleştirilmesi sağlanabilir. Aksi halde atıkların sulara boşaltılar, bu eylemin diğerlerine getirdiği maliyeti dikkate almayacaklardır.

aktarılmasına neden olmaktadır. Bankalar ve diğer finansal kurumlardaki istikrarsızlıklar, bir yandan aracılık hizmetlerine güvenin azalmasıyla finansal baskı yaratarak tasarrufların yanlış yönlendirilmesine, diğer yandan da makro ekonomik istikrarsızlıklara ve tasarruf sahiplerini korumak ve sorunlu kurumları kurtarmak için bütçesel maliyetlere neden olmaktadır.

Piyasa başarısızlığına neden olan negatif dışsallıklar, bilgi eksikliği ve finansal kurumların istikrarı, finansal piyasalara kamusal müdahalenin gerekçesini oluşturmaktadır.

Küresel Kamusal Kötü Olarak İstikrarsızlık

Finansal istikrarsızlık ulusal kamusal kötü olmasına rağmen, istikrarsızlıkla mücadelede alınacak ulusal önlemler, uluslar arası piyasa başarısızlıkları nedeniyle yetersiz kalmaktadır. Uluslar arası piyasa başarısızlıklarının kaynağında da, ulusal piyasa başarısızlıklarında olduğu gibi yine finansal kurumların istikrarsızlığı, dışsallıklar ve bilgi eksiklikleri vardır (Wyplosz 1999:180).

Finansal kurumların istikrarsızlığı ve uluslararası dışsallıklar: Finansal serbestleşme sonucu finansal piyasalar arasındaki sınırlar ortadan kalkarken, firmaların hisseleri dünyanın her yerinde alınıp satılabilir hale gelmiştir. Döviz kuru piyasaları uluslar arası nitelik kazanırken, bankaların ve finansal kurumların faaliyetleri pek çok ülkeye yayılmıştır. Bunun sonucunda fiyat değişikliklerinin ve finansal kurumlardaki istikrarsızlıkların ulusal sınırlar dışına taşması kaçınılmaz olmuştur. Bu durumda ortaya çıkan dışsallıkların bazıları parasaldır. Dünyadaki ekonomik ve politik olayları izleyen kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerine dayanarak döviz ve ülke risk primleri belirlenmekte ve varlık fiyatlarına yansıtılmaktadır. Ancak Asya krizinde olduğu bu kuruluşlar için de asimetric bilgi problem oluşturabilmektedir. Tayland'da çıkan krizin güney-doğu Asya ülkelerine ve Brezilya ve Rusya'ya sıçraması örneğinde olduğu gibi, bir ülkede çıkan krizin diğer ülkelere de sıçraması halinde ortaya çıkan dışsallıklar parasal değildir. Buradaki dışsallığın fiyatlandırılmasında piyasalar başarısız olmuştur.

Bilgi eksikliği: Asimetric bilgi problemi uluslar arası düzeyde daha önemli bir sorun oluşturmaktadır. Çünkü kültürel farklılıklar, yerel yapısal özelliklerin bilinmesinin zorluğu yanında, aradaki mesafeler de dikkate alındığında uluslar arası düzeyde asimetric bilgi problemi daha ciddi boyuttadır. Belli bir ülkede istikrarsızlık ortaya çıktığında borç verenler hemen benzer ülkelere verdikleri kredileri ya azaltır ya da keserler. Belirsizlik arttıkça finansal kurumlar sürü güdüsüyle davranıp, birbirlerini takip etmeye başlarlar. Ancak aşırı değerli (blue-chip) kurumların dış borç bulabilmesi durumunda hatalı seçim ortaya çıkar. Ödünç verenlerin sürü güdüsüyle ülkeden çıkmak istemeleri halinde ise hisse senedi ve döviz piyasaları çöker. Borçlu ülkede finansal istikrarsızlık arttığı için yabancı alacaklıların uluslar

arası kuruluşlara başvurarak alacaklarını garanti altına almak üzere kulis yapmaları, istikrarsızlığın maliyetinin borç verenlerden ve borç alanlardan, borçlu ülkenin devletine yüklenmesine neden olur (ahlâki çöküntü) (Wyplosz 1999:180-185).

KÜRESEL KAMUSAL MAL OLARAK FİNANSAL İSTİKRAR DÜZEYİ

Farklı kamusal mallar için bireysel katkılar ile toplam KKM arz düzeyi arasındaki ilişki de farklı olabilmektedir. Bireysel katkılar ile toplam KKM arz düzeyi arasındaki ilişkileri birleştirme teknolojisi (aggregation technology) belirlemektedir (Sandler 2002:82). Bu noktada en bilinen yöntem *toplama* yöntemidir. Katkının gönüllü olduğu varsayımı ile her ülkenin kamusal mala katkıları toplamı toplam KKM düzeyini vermektedir. G , KKM düzeyini ve q_i ülkelerin her birinin katkısını gösterirken, $G = \sum q_i$ olmaktadır. Ancak kamusal malların faydasından kimsenin dışlanamaması nedeniyle tercihlerin doğru açıklanması sağlanamadığında bedavacılık sorunu ortaya çıkar ve KKM düzeyi, etkin düzeyin altında kalır.

Bu yönetime, Hirshleifer (1983:372-380) *en zayıf halka* (weakest-link) ve *en iyi miktar* (best-shot) yöntemlerini ilave etmiştir. En zayıf halka yönteminde en düşük katkı düzeyi, toplam KKM düzeyini belirlemektedir ($G = \min q_i$). Teşvikler bu tür malların etkin üretiminin sağlanmasında önemliken, bedavacı davranışı bu durumda bir sorun teşkil etmemektedir. Çünkü hiç katkı sağlanmaması halinde mal arzı da sıfır olmaktadır. Ancak bu yöntemde ülkelerin daha fazla kaynak ayırması toplam mal miktarını değiştirmeyeceği için kaynak israfına neden olmaktadır. En iyi miktar yönteminde ise en büyük katkı toplam arz düzeyini belirler ($G = \max q_i$). Ancak her iki yöntem de oldukça kısıtlayıcıdır. Örneğin en zayıf halka yönteminde bir ülkenin KKM arzına katkısı yoksa bu durumda dünyada böyle bir mal arzı da söz konusu olmayacaktır. Bu nedenle bu yöntemler daha esnek bir biçimde ifade edilerek, zayıf halka ve daha iyi miktar yöntemleri üzerinde durulmaktadır (Arce ve diğerleri 2001:494-501). *Daha zayıf halka* (weaker link) yönteminde en düşük katılımın toplam miktara etkisi, toplam fayda üzerindeki marjinal etkisi en büyüktür ve bunu ikinci ve diğer en düşük katılımlar izler. *Daha iyi miktar* (beter shot) yönteminde ise en büyük katılımın toplam miktara katkısı en fazladır, bunu ikinci ve diğer katılımlar izler.

Finansal piyasalarda istikrar düzeyi daha zayıf halka yöntemi tarafından belirlenmektedir. Çünkü en istikrarsız piyasa en çok istikrar bozucu etkiye sahiptir, onu ikinci en istikrarsız piyasa ve daha sonra üçüncü ve diğerleri izler. Bu nedenle en istikrarsız piyasadaki iyileştirmelerin küresel finansal istikrara katkısı en fazla olmaktadır. Diğer yandan bu tür kamusal mallar için

en düşük katılımdan daha çok kaynak ayıran ülke ilave kazanç sağlamaktadır. Ancak ilave kazançlar artan kaynak miktarında azalan bir seyir izlemektedir. Bazı ülkeler diğerlerinden daha fazla kaynak ayırarak önemli kazançlar sağladığı için ülkeler arasında benzer davranış trendi yakalamak zordur. Bu, küresel ölçekte kabul edilebilir standartlara ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Koordinasyon güçlükleri nedeniyle malın yetersiz sunumu söz konusu olabilir (Sandler 2003:135).

FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDA DEVLETİN VE ULUSLAR ARASI KURULUŞLARIN ROLÜ

Finansal istikrar, tüketiminden kimse dışlanmadığı ve tüketiminde rekabet olmadığı için kamusal mal sınıfına girmektedir. Bu nedenle piyasa işleyişi ile hem ulusal hem de uluslar arası düzeyde finansal istikrarın etkin düzeyde sunulması mümkün değildir. Diğer yandan finansal istikrarsızlığın ortaya çıkardığı piyasa başarısızlıkları ve istikrarsızlığın diğer piyasalara, özellikle reel sektöre ve ülke dışına yayılma potansiyeli taşıması, bu piyasalara kamusal ilginin gerekçelerini oluşturmaktadır.

Ulusal kamusal malların KKM'nin tamamlayıcısı olduğu varsayımı, ulusal düzeyde finansal istikrar sağlanamadan küresel düzeyde istikrarın sağlanamayacağını ifade etmektedir⁴. Bu nedenle ulusal düzeyde finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi için kamusal müdahalelere ihtiyaç duyulurken, küresel düzeyde ülkeler arasında işbirliğinin sağlanmasında uluslar arası kurumlar önemli olmaktadır.

Ulusal Finansal İstikrarın Sağlanmasında Devletin Rolü

Devletin uygun makro ekonomik ve yapısal politikalar izlemesi finansal istikrar için bir ön koşuldur. Bunun için fiyat istikrarının, istikrarlı ve önceden tahmin edilebilir makro ekonomik politikaların -mali disiplinin ve cari işlemler dengesinin sağlanması, uygun döviz kuru rejimi- uygulanması, sağlıklı finansal sistemin ve bankacılık sisteminin oluşturulması gerekmektedir.

Finansal piyasaların etkin işlemlerini engelleyen asimetrik bilgi sorunu devletin finansal piyasalarda düzenleyici ve denetleyici olarak rol almasının önemli nedenlerinden biridir. Bu yolla devlet bilginin paylaşılmasını sağlarken, aynı zamanda bir tür kamusal mal olan bilginin bedavacı davranışı nedeniyle yeterli üretiminin sağlanamaması sorununu da çözmüş olmaktadır. Bilgi üretilmesi ve bilginin paylaşılması amacıyla devletin yapabileceği çeşitli düzenlemeler mevcuttur; hisse senedi ihracı sırasında standart muhasebe

⁴ 1998 yılında Asya krizi ve 2007 yılının ortalarında ABD'de ortaya çıkan, sonra hızla tüm dünyaya yayılan kriz örnekleri de bu görüşü doğrulamaktadır.

ilkelerine uyulmasına, firmaların satışları, varlıkları ve kazançları ile ilgili bilgilerin kamuoyu ile paylaşılmasına ve belirli finansal kurumların yapısını daha güçlü hale getirmeye yönelik düzenlemeler; karın gizlenmesi ya da bilginin saklanması gibi dolandırıcılık faaliyetlerini cezalandıran yasalar; finansal kurumların uyması gereken muhasebe standartları ile finansal kurumların portföy yapısı ve üslendikleri risklere ilişkin bilgilerin açıklanmasına yönelik düzenlemeler bunlar arasında sayılabilir (Mishkin 1996:17-19).

Diğer yandan finansal piyasaların serbestleşmesiyle ülkeler arasında artan sermaye hareketleri, finansal sektördeki kurumları daha fazla birbirine bağlı hale getirirken aynı zamanda tasarrufların ve yatırımların etkin dağılımı için yararlı olan uluslararası sermaye akımlarının, ulusal ekonomik politikalara zarar veren ve finansal sistemlerde istikrarsızlık yaratan bir yapıya dönüşmesine de ortam hazırlamaktadır. Bu nedenle finansal istikrara olası etkisi dikkate alınarak sermaye hareketlerinin kamu otoritesi tarafından izlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla devlet, aşırı oynaklık nedeniyle ortaya çıkan negatif dışsallığın içselleştirilmesinde doğrudan müdahale araçlarından biri olarak vergileri kullanabilir; döviz işlemleri üzerinden Tobin vergisi ve/veya finansal işlemler üzerinden menkul kıymet işlem vergisi alabilir. Finansal piyasalarda aşırı spekülasyon işlemleri, dolayısıyla oynaklığı azaltmak amacıyla kullanılan menkul kıymet işlem vergisi, hisse senedi, tahvil, vadeli işlemler ve finansal türevlere uygulanan çok düşük oranlı bir vergi (Göker ve Balseven 2008:44-50), Tobin vergisi ise döviz işlemleri üzerinden alınan ve döviz işlemlerindeki spekülasyon akımları ve dolayısıyla aşırı oynaklığı azaltan bir vergi türüdür.

Bunların yanı sıra finansal kurumlarda sürekli bir güven oluşturabilmek için kullanıcılara açık bir güvenlik ağı sunmak gerekebilir. Belli bazı güvenlik ağları arasında mevduat sigortası, son başvuru mercii (lender of last resort) sayılabilir. Güvenlik ağlarının en önemli sakıncası ahlaki çöküntü yaratmasıdır. Bankalarda mevduatın sigortalanması halinde finansal kurumlara fonlarını ödünç verenlerin bu kurumları izlemekten vazgeçmeleri, borç alan kurumların daha riskli stratejiler izlemesine neden olabilir, tedbirsiz davranma potansiyeli artabilir. Son kredi mercii ise merkez bankalarına yüklenen bir görevdir ve amacı ödeme gücü olan ancak likidite sıkıntısı çeken kurumlara yardımcı olmaktır. Böylece bu kurumların varlıklarını değerinin altında satmak zorunda kalması sonucu ortaya çıkacak kayıplar engellenerek kurumların borcunu ödeyemez duruma düşmesi önlenmiş olmaktadır (Mishkin 1997:30-42).

Özellikle gelişmekte olan ülkeler için finansal sistemin yeterince şeffaf olmaması, mülkiyet haklarının iyi düzenlenmemiş olması, yatırımcıları teşvik eden yapıların yetersizliği gibi nedenlerle güvenlik ağı gerekli olmakla beraber, bu önlem söz konusu ülkelerde önemli sıkıntılara da neden

olmaktadır. Tam devlet güvencesinin verilmesi halinde bankaların yoğun olarak ülke dışından kısa vadeli borçlanması durumunda ikiz-kriz için gerekli ortam yaratılmış olmaktadır. İkiz kriz bankacılık krizleri ile para krizlerinin eş zamanlı ortaya çıkması ve birbirini beslemesi olarak tanımlanmaktadır (Moskow 2000:5-6). Devlet güvencesi ahlaki çöküntüye sebep olarak yatırımcılar tarafından bankaların denetlenmesini azaltmaktadır. Bankaların bu nedenle daha riskli yatırımları üstlenmesi ile başarısız olmaları halinde son başvuru mercii olarak merkez bankasının açık piyasa işlemleri ve rezervlerden bankaların borçlarını ödemeye çalışması ise, bir yandan ulusal paranın değerini düşürürken, diğer yandan da rezervlerin azalmasına ve spekülasyon sermaye çıkışlarına neden olmaktadır.

Merkez bankalarına yüklenen bir başka görev ise varlık fiyatlarındaki değişimlerle ilgilidir. Para politikalarının hedefi varlık fiyatlarını korumak olmamakla beraber, merkez bankaları varlık fiyatlarındaki değişimleri düzenli olarak izlemek suretiyle makro ekonomik performansı olumlu etkileyebilir. Çünkü varlık fiyatlarındaki köpükler yatırım ve tüketim kararlarını değiştirmekte, dolayısıyla da reel üretim ve enflasyonun önce aşırı artmasına sonra da düşmesine neden olmaktadır. Oysa varlık fiyatları tahmin edilen düzeyin üzerine çıktığında merkez bankası faiz oranlarını ılımlı bir şekilde artırmak, varlık fiyatları tahmin edilen düzeyin altına düştüğünde ise faiz oranlarını ılımlı bir şekilde düşürmek suretiyle bu köpüklerin üretim ve enflasyon üzerindeki etkisini dengeleyerek makro ekonomik istikrarı artırabilir. Üstelik merkez bankasının para politikasını bu şekilde yani rüzgâra karşı duracak (leaning against the wind) biçimde kullanacağını önceden bilmesi, varlık fiyatlarının aşırı şişme olasılığını azaltarak, makro ekonomik istikrara ilave katkı sağlayacaktır (Wadhvani 2008:26-30).

Devlet finansal istikrarı sağlamak için, başarısızlığı halinde piyasanın işleyişini ciddi ölçüde zedeleyecek kurumlar için farklı finansal düzenlemeler de yapabilir. Örneğin bu amaçla sermaye yeterlilik şartı konulabilir veya kurumlardan önemli ölçüde güvenli ve likit varlıklar bulundurması istenebilir. Ancak bu düzenlemeler tüm kurumları kapsamamalıdır. Bu noktada finansal kurumların büyüklüğü ve piyasa payı önemli olmaktadır. Burada amaç fon tutarını düşük tutup, fonları farklı alanlara yönlendirerek, kurumların iflası halinde istikrarsızlığın yayılmasını engellemektir. Bu tür düzenlemeler aracılık hizmetlerine zarar verdiği, etkisizlik yarattığı ve borç verme-borç alma faiz aralığını genişlettiği için eleştirilmekle beraber, bu kurumların başarısızlığı halinde ortaya çıkacak sosyal maliyetlerin, sayılan maliyetlerden daha büyük olması halinde düzenlemelerin toplum yararına olduğu söylenebilir. Bu noktada günümüzde özellikle türev ürünlerin kullanımına bağlı olarak yaygınlaşan ve işlem hacmi hızla artan yüksek riskli yatırım fonlarının düzenlenmesi önem taşımaktadır. En azından emekli fonlarının ve hayat sigortası şirketlerinin bu fonlara yatırım yapması sınırlandırılmalıdır (Goodhart 2008:50-53).

Küresel Finansal İstikrarın Sağlanmasında Uluslar Arası Kurumların Rolü

Sermayenin tam hareketli olması sebebiyle finansal dalgalanmaların ya da krizlerin ülkeler arasında hızla yayılması, ülkeler arasında işbirliğinin sağlanmasına yönelik uluslar arası otorite ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu konuda günümüzde işlev sahibi üç otoriteden söz edilebilir; IMF, Dünya Bankası ve BIS (The Bank for International Settlements). Bilindiği gibi IMF'nin temel yükümlülüğü uluslar arası finansal istikrarı sağlamaktır. Dış ödeme gücünü içindeki ülkelere hem tavsiye hem de mali destek verir. Döviz piyasalarının düzenli işleyişini sağlayarak, kriz anında ülke içinde dalgalanmaları ve krizin diğer ülkelere yayılmasını engellemeye çalışır. Dünya bankası ise diğer görevlerinin yanı sıra finansal sektör reformlarından sorumludur, ülkelere finansman desteğinin yanı sıra tavsiyelerde bulunur. Her iki kurum da ortaya çıkan dışsalıklar ile doğrudan ilgili değildir, daha çok krizin diğer ülkelere yayılmasını engellemeye çalışmaktadırlar. Ancak küresel düzeyde bedavacı sorununu azaltacak ya da ortadan kaldıracak kurallar geliştirememişlerdir. Merkez bankaları kulübü olan BIS ise, veri toplayarak piyasaları bilgilendirme işlevi görür. BIS'in ev sahipliği yaptığı bir başka kurum Basel Komisyonudur. Basel Komisyonu finansal istikrarla ilgili en gelişmiş uluslar arası çabalardan biridir; bankaların riskli davranışlarını azaltan, hisse sahiplerinin kontrol ve denetimlerini güçlendiren ortak düzenlemeler geliştirerek bu kurumların daha güçlü olmasını sağlamaya çalışmaktadır (Baret 2002:45-55).

Genellikle G-7 ve G-10 ülkelerinin temsil edildiği, gelişmekte olan ülkelerin pek azının görüşünün alındığı bu kurumlarda uluslar arası finansal piyasalara yönelik reform önerileri ile daha çok krizlerin engellenmesi ve yönetilmesi hedeflenmekte, gelişmekte olan ülkelerin likidite ihtiyacı ve kalkınmaları için gerekli finansman ihtiyaçları dikkate alınmamaktadır. Üstelik uluslar arası finansal istikrarın sağlanması hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin yararına olmasına rağmen, krizlerin engellenmesine ve yönetimine ilişkin reformların çoğu gelişmiş ülkeler ve özel finansal aktörlerden daha çok gelişmekte olan ülkelerin çaba göstermesine yönelik düzenlemelerdir. Gelişmekte olan ülkelere makro ekonomi politikalarında değişiklikler yanında, şeffaflığın sağlanmasına yönelik uluslar arası kabul görmüş standartlara ve kodlara uyum göstermeleri istenirken, yüksek riskli fonlar gibi özel finansal kurumlara hiçbir yükümlülük getirilmemekte, bankaların gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli kredi verme eğilimini değiştirmeye yönelik bir çaba gösterilmemektedir. Gelişmekte olan ülkelere dayatılan makro ekonomi politikalarında reform önerilerinin pek çoğu ülkeler için olumlu olmakla birlikte bazı durumlarda maliyeti de ağır olmaktadır. Örneğin krize karşı korunabilmek için yüksek oranda döviz rezervi bulundurma gereği, Asya krizi öncesi ile kıyaslandığında gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerinin %60 oranında artmasına neden olmuştur.

Bu tutum ise ekonomik büyüme ve yoksulluk ile ilgili politikaları olumsuz etkilemektedir (Griffith-Jones 2003:450-452). Reform paketlerinde ulusal devletler kamusal mallar üretmek yerine kamusal kötülerin azaltılmasına yönlendirilmektedir. Her ne kadar kamusal kötülerin azaltılması ya da ortadan kaldırılması kamusal malların sağlanması anlamına gelse de, bu noktada hedef seçilen kamusal kötüler ve bunları kontrol altına almak için kullanılan stratejiler önemli olmaktadır. Küresel liberalizasyonun neden olduğu negatif dışsallıklarının tüm yükü geliştirmekte olan ülkelerin omuzlarına yüklenmektedir (Phillips ve Higgott 1999:15).

Oysa yukarıda da söz edildiği gibi finansal istikrar, daha zayıf halka kamusal mal niteliğine sahiptir. En istikrarsız piyasa en çok istikrar bozucu etkiye sahiptir. Geliştirmekte olan ülkelere finansal piyasaların, gelişmiş ülkelere göre daha istikrarsız olduğu gerçeği, bu piyasalara yönelik iyileştirmelerin de önemini ortaya koymaktadır. Ancak bu iyileştirmelerin önceliği söz konusu ülkelerin büyüme ve kalkınmaları için gerekli uzun vadeli ve istikrarlı sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik olmalıdır. Bu amaçla gelişmiş ülkelere geliştirmekte olan ülkelere yapılacak kaynak aktarımı ile geliştirmekte olan ülkelere istikrarsızlığın azaltılması sonucu küresel istikrara en çok katkı sağlanırken, aynı zamanda kaynak dağılımında da etkinlik sağlanmış olmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkelerin kendi finansal piyasalarına en düşük katılımdan daha çok kaynak ayırmaları, artan kaynak miktarında azalan bir kazanç sağlamaktadır. Üstelik geliştirmekte olan ülkelere sağlanacak istikrarlı büyüme ve kalkınma, yeni karlı yatırım fırsatları da yarattığı için gelişmiş ülkelerin de yararına olup, uluslar arası finansal istikrarın ve etkinliğin hızla artmasına da yol açacaktır.

SONUÇ

1990'lı yıllarda ve günümüzde yaşanan, gelişmiş ve geliştirmekte olan pek çok ülkeyi etkileyen finansal krizlerin de ortaya koyduğu gibi finansal istikrar bir KKM'dır. Finansal piyasaların istikrarsızlığa eğilimli olması ve ortaya çıkan piyasa başarısızlıkları, istikrarın sağlanmasında ulusal düzeyde kamu müdahalesi ve uluslar arası düzeyde ise ülkeler arasında işbirliği ihtiyacını yaratmaktadır. Küresel kamusal bir mal olarak finansal istikrarın sağlanması ancak hem ulusal, hem bölgesel ve hem de küresel düzeyde istikrarın sağlanması ile mümkündür.

KAYNAKÇA

- ARCE,M., DANIEL, G. ve SANDLER, T. (2001) Transnational Public Goods: Strategies and Institutions, *European Journal of Political Economy* 17,3,493-516.
- BARET, S. (2002) Supplying International Public Goods: How Nations Can Cooperate? / M.Ferroni ve A.Mody (der.), *International Public Goods: Incentives, Measurement and Financing* içinde, Kluwer Academic Publishers,47-81.
- CROCKETT, A. (2001) Why is Financial Stability a Goal of Public Policy /J.Rabin ve G.Stevens (der.) *Handbook of Monetary and Fiscal Policy* içinde,ERC Pres.
- EICHENGREEN, B. (2004) *Financial Stability*,
<http://www.gpgtaskforce.org/uploads/files/127.doc>
- GRIFFITH-JONES, S. (2003) International Financial Stability and Market Efficiency as a Global Public Good / I.Kaul,P.Conceição, K.Goulves (der.) *Providing Global Public Goods: Managing Globalization* içinde, Oxford University Press, US, 435-455.
- GOODHART, C. (2008) The Boundary Problem in Financial Regulation, *National Institute Economic Review*, no.206, s.48-54.
- GÖKER,Z., BALSEVEN, H. (2008) Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri, *İktisat İşletme ve Finans*,23,264,40-58.
- HIRSHLEIFER, J. (1983) From Weakest-Link to Best-Shot: The Voluntary Provision Of Public Goods, *Public Choice*, 41,371-386.
- KAUL, I., GRUNBER, I. ve STERN, M. (1999a) Defining Global Public Goods / I.Kaul,I.Grunberg ve M.Stern (der.), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century* içinde, Oxford University Pres., 2-20.
- KAUL, I., GRUNBER, I. ve STERN, M. (1999b) Global Public Goods: Concepts, Policies and Strategies / I.Kaul,I.Grunberg ve M.Stern (der.) *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century* içinde, Oxford University Pres.,450-509.
- MISHKIN,F. (1996) Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, *NBER WP* no.5600,s.1-65.
- MISHKIN,F. (1997) The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers,
<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>

- MORRISSEY, O., VELDE, D.W. ve HEWITT, A. (2002) Defining International Public Goods: Conceptual Issues / M.Ferroni ve A.Mody (der.) *International Public Goods: Incentives, Measurement and Financing* içinde, Kluwer Academic Publishers, 31-47.
- MOSCOW, M. (2000) Disruptions in Global Financial Markets: The Role of Public Policy, *Economic Perspectives*,vol.24,s.3, s2-7.
- PHILLIPS,N.ve HIGGOTT, R. (1999) Global Governance and the Public Domain: Collective Goods on a Post-Washington Consensus Era, *CSGR Working Paper* No.47/99.
- SANDLER, T. (2002) Financing International Public Goods / M.Ferroni ve A.Mody (der.) *International Public Goods: Incentives, Measurement and Financing* içinde, , Kluwer Academic Publishers, 81-119.
- SANDLER, T. (2003) Assessing the Optimal Provision of Public Goods: In Search of the Holy Grail /I.Kaul,P.Conceição,K.Goulves (der.), *Providing Global Public Goods: Managing Globalization* içinde Oxford University Press, US, 131-151.
- STIGLITZ, J. (1993) The Role of the State in Financial Markets, *Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics* içinde Washington, D.C.
- WADHWANI, S. (2008) Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting The Debate, *National Institute Economic Review*, no.206,s.25-34.
- WILLIAM, A. ve WOOD, G. (2006) Defining and Achieving Financial Stability, *Journal of Financial Stability*, 2,152-172.
- WYPLOSZ, C. (1999) International Financial Instability/ I.Kaul,I.Grunberg ve M.Stern (der.) *Global Public Goods:International Cooperation in the 21st Century* içinde, , Oxford University Pres US,152-190.