

Asimetrik Bilgi- Finansal Kriz İlişkisi

Ali ŞEN*

Özet: Bu çalışma, asimetrik bilgi hakkındaki yeni literatürü kullanarak finansal krizlerin analizini sağlar. Bu çalışma, asimetrik bilgi literatürünün, finansal krizlerin anlaşılmasına nasıl yardımcı olduğunu da açıklar. Ayrıca finansal krizlerden önemli bir ders çıkarır: Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal krizlerin dinamikleri, gelişmiş ülkelerdekinden farklıdır. Ve bu çalışma, uluslararası son kredi borç mercii'nin finansal krizlerin çözümünde önemli bir rol oynayabileceğini iddia etmektedir.

Anahtar kelimeler: finansal krizler, asimetrik bilgi, ters seçim, ahlaki riziko, son kredi borç mercii.

The Relationship Between Asymmetric Information and Financial Crisis

Abstract: This paper provides the analysis of financial crisis using the new literature on asymmetric information. It explains how asymmetric information literature helps to understand financial crisis. The paper also draws an important lesson from financial crisis: The dynamics of financial crisis in developing countries differ from those in developed countries because institutional features of their financial markets differ. Thus, different policies are needed to recover from financial crisis in developing countries than those in developed countries. The paper, also argues that an international lender of last resort can play an important role in recovering from financial crisis.

Keywords: financial crises, asymmetric information, adverse selection, moral hazard, lender of last resort.

GİRİŞ

Asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal krizleri açıklamayı amaçlayan ve son yıllarda ortaya çıkmış olan modern bir teoridir. Literatürde yaygın olarak asimetrik bilgi, kredi piyasasının bir özelliği olarak tanımlanır (Bhattacharya ve Thakor, 1993; Van Damme, 1994). Finansal piyasaların etkinliği, piyasadaki aktörlerin piyasanın işleyişi hakkındaki bilgilere aynı ölçüde sahip olma şartına bağlanmaktadır (Özer, 1999). Asimetrik bilgi, finansal bir sözleşmedeki tarafların sahip oldukları bilginin farklı olması halinde ortaya çıkar. Borç alan, borç verene göre daha avantajlıdır. Çünkü borç alanlar, üstlenmek istedikleri yatırım projeleri hakkında borç verenden daha fazla

* Araş. Gör. Dr. Dumlupınar Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü.

bilgiye sahiptirler. Bu durumda borç veren, borçlunun güvenilirliği hakkında bir belirsizlikle karşılaşır.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur (Mishkin, 1999a). Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edemezler. Sonuçta yatırımlarda bir azalma ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerde bir daralma meydana gelir.

Finansal krizleri anlamada asimetrik bilgi teorisinin kullanımının cazip olmasının nedeni, finansal yapının temel gerçeklerini açıklamadaki başarısıdır. Bu temel gerçekler şunlardır (Mishkin, 1994):

- a) Hisse senedi ihraç etmek, firma faaliyetlerini finanse etmenin birincil yöntemi değildir.
- b) Sadece büyük ve güçlü firmalar faaliyetlerini finanse etmek için hisse senedi ihraç edebilirler.
- c) Finansal sistem en ağır şekilde regülasyona tabi tutulan sektörlerdendir.
- d) Finansal aracılık, fonların verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesinde birincil yöntemdir.
- e) Bankalar, firmaların en önemli dışsal fon kaynağını oluşturur.
- f) Fon sağlamada borçlanma, hisse senedi ihraç etmekten daha yaygın kullanılan bir yöntemdir.
- h) Teminat, borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliğidir.
- i) Borç sözleşmeleri, borçluya önemli sınırlamalar getiren karmaşık yasal düzenlemelerdir.

Asimetrik bilgi, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki riziko (moral hazard) olmak üzere 2 tür probleme yol açar. Ters seçim, finansal işlemden önce, ahlaki riziko ise finansal işlemden sonra meydana gelir. Aşağıda ters seçim ve ahlaki riziko problemleri incelenecektir.

Ters Seçim: Limon (Lemons) Problemi

Ters seçim probleminin finansal piyasanın işleyişine nasıl etki ettiği George Akerlof'un ünlü makalesinde (*The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism*) anlatılmıştır. Problemin limon olarak adlandırılmasının nedeni, araba piyasasındaki sorunlu otomobillerin (ABD'de konuşma dilinde bu tür otomobiller limon olarak bilinir) neden olduğu probleme benzerliğindedir. Otomobil piyasası, konunun kolay anlaşılması ve somutlaştırılması için seçilmiştir.

Akerlof, piyasada 4 tür otomobilin olduğunu varsaymıştır: Yeniler, kullanılmış olanlar, iyiler ve limonlar. Yeni bir otomobil, iyi veya limon olabilir, aynı durum kullanılmış otomobiller için de geçerlidir. Bireyler, iyi veya limon olduğunu bilmeden yeni bir otomobil satın alırlar. Fakat onlar başlangıçta iyi araba olma olasılığının q , limon olma olasılığının ise $1-q$ olduğunu bilirler. Bireyler, bir süre sonra aldıkları otomobilin kalitesi hakkında bilgi sahibi olurlar; örneğin birey, otomobilin limon olduğu sonucuna varabilir. Bu tahminin doğruluğu başlangıçtaki orijinal tahminin doğruluğundan daha kesindir. Böylece bilgi asimetrisi oluşmuş bulunmaktadır: Şu anda otomobilin kalitesi hakkında satıcılar, alıcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler. Kullanılmış otomobilin potansiyel satın alıcıları, otomobilin kalitesini değerlendiremedikleri için, iyi veya limon olduğunu bilemezler. Bu yüzden alıcıların ödeme yapacakları fiyat, piyasadaki ortalama kalitedeki bir otomobili yansıtır (Akerlof, 1970). Eğer araba limonsa, arabanın sahibi ortalama fiyattan arabayı satmaya razı olacaktır. Arabaya ödenen fiyat, limonun değerinden daha yüksek olacaktır. Bu durumda yüksek kaliteli malların satıcılarının aksine düşük kaliteli mal satanlar bir prim elde edeceklerdir (Gertler, 1988). Eğer araba limon değilse, satıcı, arabanın değerinin alıcının ödemeye razı olduğu fiyattan daha yüksek olduğunu bildiği için arabasını satmak istemeyecektir. Ters seçim sonucunda çok az sayıda kullanılmış iyi araba, piyasaya gelecektir. Piyasadaki kullanılmış bir arabanın ortalama kalitesi düşük olduğu için ve çok az sayıda kişi limonu satın almak isteyeceği için sınırlı sayıda araba satılacaktır. Sonuçta kullanılmış araba piyasası etkin olarak işlemeyecektir.

Akerlof, limon problemi ile Gresham Kanunu arasında benzerlik olduğunu düşünmektedir (1970). Buna göre, en çok satılan arabaların limon olması, kötü arabaların iyileri piyasadan kovmuş olması anlamına gelmektedir. Fakat limon probleminde, araba hakkında alıcı ve satıcılar farklı bilgi düzeyine sahip iken, Gresham Kanunu'nda hem alıcı hem de satıcı iyi para ile kötü para arasındaki farkı ayırt edebilmektedir.

Limon problemi, finansal piyasalarda da (borç piyasalarında ve hisse senedi piyasalarında) ortaya çıkar. Potansiyel hisse senedi alıcısı olan birey, beklenen karları yüksek ve riski düşük olan iyi firma ile beklenen karı düşük ve riski yüksek bir firma arasında ayırım yapamaz. Bu durumda alıcı, ortalama kalitedeki bir hisse senedi fiyatını ödemeye razı olacaktır. Bu fiyat, kötü kaliteli firmanın hisse senedinin fiyatı ile iyi kaliteli firmanın hisse senedinin fiyatı arasında yer alacaktır. Eğer iyi kaliteli firmanın yöneticileri alıcıdan daha fazla bilgiye sahiplerse ve iyi firma olduklarının farkında iseler, ortalama kaliteli bir firmanın hisse senedinin fiyatından hisselerini satmak istemeyeceklerdir. Bu fiyata hisselerini satmaya razı olan firmalar, kötü kaliteli firmalar olacaktır. Alıcı, kötü kaliteli firmaların hisselerini satın almak istemeyeceği için hisse senedi piyasası etkin olarak çalışmayacaktır.

Benzer sonuçlar borç piyasası için de geçerlidir. Eğer bono ve tahvil alıcısı (borç veren), iyi kaliteli borçlular ile kötü kaliteli borçluları birbirinden ayırt edemiyorsa, iyi ve kötü kaliteli borçluların ortalama kalitesini yansıtan bir faiz oranından kredi verecektir. Sonuç olarak iyi kaliteli firmalar, ödemeleri gerekenden daha yüksek bir faiz oranı ödemek zorunda kalacaklardır. Düşük kaliteli firmalar ise, ödemeleri gerekenden daha düşük bir faiz oranı ödeyeceklerdir. Bu durumda bazı yüksek kaliteli borçlu firmaların piyasayı terk etmeleri ile karlı yatırım imkanları değerlendirilemeyecektir.

Asimetrik bilginin olmadığı bir durumda limon problemi ile karşılaşmayacaktır. Eğer alıcılar, iyi ve kötü firmaları birbirinden ayırt edebilirlerse, iyi firmalar tarafından çıkarılan hisse senedi, bono ve tahvilleri tam değerinden satın alacaklardır. Böylece finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım alanlarına taşıyabileceklerdir.

Kredi Tayınması

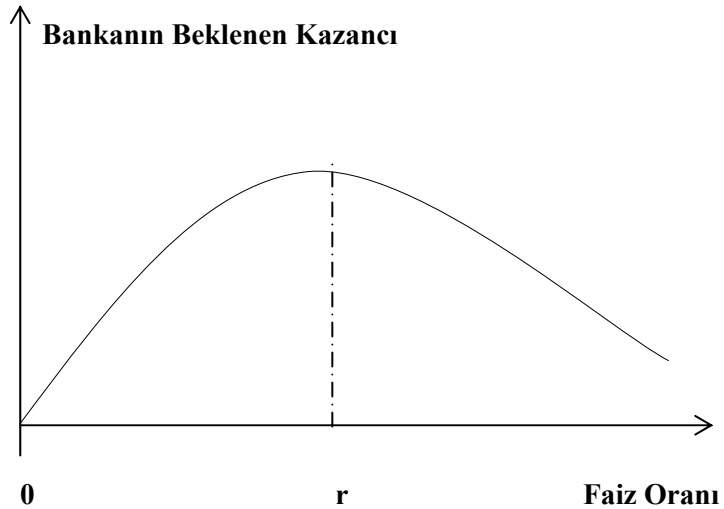
Asimetrik bilgi ve onun sonucunda meydana gelen ters seçim problemi, kredi tayınmasına yol açar. Kredi tayınması, borçluların daha yüksek faiz oranları ödemeye razı oldukları durumda bile kredi bulamamaları durumudur.

Arzın talebe eşit olmasını ifade eden piyasa dengesi kavramı, iktisat biliminin en temel prensiplerinden biridir; eğer talep arzı aşarsa, fiyatlar artacak, talep azalarak ve/veya arz artarak yeni bir denge oluşacaktır. Fiyatların bu görevi yapması halinde tayınma meydana gelmeyecektir. Bununla beraber gerçek hayatta kredi tayınması ve işsizlik vardır. Serbest piyasa koşullarında denge, hem istikrarsızdır, hem de etkin çalışmamaktadır. Mankiw, bu yüzden piyasaya hükümetin müdahalesinin gerekli olduğunu iddia etmiştir (Mankiw, 1986).

Bankalar, kredi verirken geri ödeme olasılıkları daha fazla olan borçluları bilmek isteyeceklerdir. İyi borçluları tanımının zorluğu nedeniyle bankalar, çeşitli eliminasyon işlemlerine başvururlar. Yüksek faiz ödemeye istekli borçluların riskliliği fazla olabilir. Onların daha yüksek faiz oranlarında borçlanmaya istekli olmalarının nedeni, krediyi geri ödeme olasılıklarının düşük olduğunun farkında olmalarıdır. Faiz oranları yükseldikçe borçlanmaların ortalama riskliliği artar, muhtemelen de bankanın karlılığı düşer (Stiglitz and Weiss, 1981).

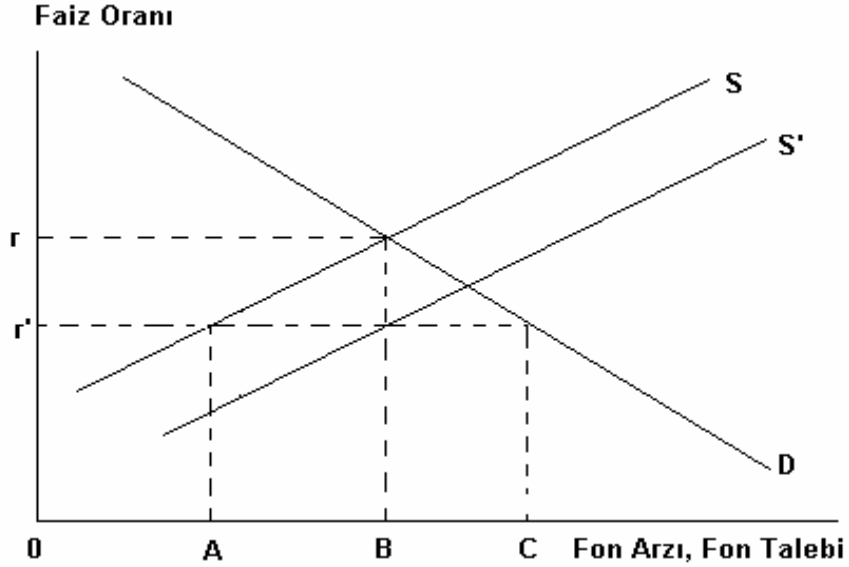
Şekil 2’de gösterildiği üzere r , bankanın beklenen kazancını maksimize eden faiz oranıdır. Kredi arzı ve kredi talebi, faiz oranının bir fonksiyonudur. Bankanın beklenen kazancı, faiz oranındaki artış hızından daha düşük bir hızla artmaktadır. r faiz oranında fon talebi, fon arzını muhtemelen aşmaktadır. Geleneksel yaklaşıma göre, fon talebinin fon arzını aşması halinde, tatmin edilmemiş borçlular bankaya daha fazla faiz ödemeyi teklif edeceklerdir ve daha yüksek bir faiz oranında denge sağlanacaktır. Fakat r faiz haddinde fon arzı fon talebine eşit olmamasına rağmen denge kurulmuştur. Banka r ’den daha fazla faiz ödemeye razı olan borçlulara kredi vermeyecektir. Banka, r ’den daha yüksek faiz hadlerinde verilecek olan kredilerin riskliliğinin daha fazla olduğunu ve beklenen kazançlarının da daha az olduğunu düşünmektedir. Arz ve talebi eşitleyen rakip güçler yoktur ve kredi tayılanmıştır. Sonuç olarak bir banka, aşırı kredi talebi ile karşılaştığı bir durumda faiz oranını yükselterek karlılığını artıramamaktadır (Stiglitz and Weiss, 1981).

Şekil 1. Beklenen Kazancı Maksimize Eden Faiz Oranı



Stiglitz-Weiss, kredinin tayınlandığı denge durumunda para politikası ile fon arzını arttırmanın mümkün olduğunu iddia etmişlerdir (1981). Yatırım düzeyini, faiz haddi mekanizmasından ziyade kredi miktarı etkilemektedir. Bu, monetaristlerin öngördüğü bir sonuç olmasına rağmen, mekanizma, monetaristlerin ileri sürdüğünden farklıdır (Şekil 2).

Şekil 2. Kredinin Tayınlanması Durumunda Para Politikasının Etkinliği



Şekil 2, kredinin tayınlandığı bir durumda para politikası ile fon arzının nasıl artırıldığını göstermektedir. Klasik yaklaşımda denge, S fon arz eğrisi ile D fon talep eğrilerinin r faiz haddinde kesiştikleri noktada gerçekleşecektir. Kredi miktarı, OB' ye eşittir. Bankalar, r faiz haddinde kredilerin geri ödeme riskinin düşük olduğunu düşünmektedirler. Bankalar, beklenen karlarının maksimum olacağını varsaydıkları r' faiz haddinden OA kadar kredi vereceklerdir. Bu durumda kredi miktarı, AC kadar tayınlanacaktır. Eğer para otoritesi bankaların kredi verme imkanlarını arttırırsa, fon arz eğrisi sağa kayarak S' halini alacaktır. r' faiz haddi düzeyinde verilen kredi miktarı OB'ye yükselmiştir.

Ters Seçimi Önlemede Kullanılan Araçlar

Ters seçim problemini çözmeyi amaçlayan araçları, 4 farklı gruba ayırmak mümkündür (Mishkin, 2004): Özel bilginin üretimi ve satışı, bilgilenmeyi arttırıcı kamusal düzenlemeler, finansal aracılık, teminat ve net değer.

a) Özel bilgi üretimi ve satışı : Amaç, fon talep edenler hakkında ayrıntılı bir bilgiyi fon arz edenlere sağlayarak asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaktır. Fon talep edenler hakkındaki bilgi, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından temin edilebilir. Bu şirketler, firmaların bilanço ve yatırım faaliyetleri ile ilgili bilgileri üyelerine (birey, kütüphane ve finansal aracılar) satarlar. Bununla beraber finansal piyasalardaki ters seçim problemini özel bilgi üretimi ve satışı ile tamamen bertaraf etmek mümkün değildir. Özel bilgi üretimi ve satışı, bazılarının bu bilgiden hiçbir bedel ödemediği yararlanması free-rider problemine (beleşçilik, bedavacılık) yol açar (Mishkin, 1994). Bedavacılık problemi, birilerinin bedel ödeyerek elde ettikleri bilgiden ödeme yapmayanların da faydalanması durumudur. Bilgiye yaptıkları ödeme ile belli bir maliyet üstlenen birey veya firmalar, karşılığında bir kazanç elde etmeyi ummaktadırlar. Örneğin, bu bilgi sayesinde bir yatırımcı, iyi firmaların hisse senetlerini cazip fiyatla satın almak isteyecektir. Ancak bu bilgiyi beleşe elde eden diğer yatırımcıların da iyi firmanın hisselerini satın almak istemeleri fiyatların yükselmesine neden olacaktır. Sonuçta bilgi için bedel ödeyen yatırımcı, umduğu kazancı elde edemeyecektir. Bu durum, daha az bilgi satın alınması ve üretilmesi anlamına gelmektedir.

b) Bilgilenmeyi arttırıcı kamusal düzenlemeler: Kamu otoritesi, düzenleyici ve denetleyici kurullarla finansal sistemin etkinliğinin arttırılmasında önemli bir rol üstlenebilir (Özer, 1999). Buna göre kamu otoritesi, gerekli bilgiyi kendisi üretebilir ve ücretsiz olarak yatırımcıların kullanımına sunabilir. Ancak kamu otoritesinin, firmalar hakkındaki olumsuz bilgileri kamuoyu ile paylaşması politik açıdan zor görünmektedir. Diğer bir alternatif ise, kamu otoritesinin gerekli düzenleme ve denetlemelerle firmaların kendileri hakkındaki bilgileri kamuoyu ile paylaşmalarını sağlamaktır (Mishkin, 2004). Bu sayede yatırımcılar, iyi ve kötü firmaları belirleme imkanı elde etmiş olurlar. Bilgilenmeyi arttırıcı kamusal düzenlemeler de, ters seçim problemini azaltmasına rağmen, tamamen ortadan kaldırmaz. Firmalar, satışları, gelirleri ve varlıkları hakkında kamuoyunu bilgilendirmeleri durumunda bile, yatırımcıdan daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu sonuç, finansal piyasalarda hala bilgi asimetrisinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca

kamuoyuna verilen bilgilerin tamamen doğru olduğu hususunda kuşklar vardır.

c) Finansal aracılık: Finansal araçlar, firma hakkında bilgi üretmede uzmanlaşarak iyi ve kötü firmaları birbirinden ayırt etme imkanına sahiptirler. Finansal araçlar sayesinde tasarruflar, verimli alanlara yönlendirilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bankalar, finansal araçlar olarak özel bir öneme sahiptirler. Bu ülkelerde finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması, bankaların önemini artırmıştır. Ayrıca bankalar, müşterileri ile geliştirdikleri uzun vadeli ilişkiler sayesinde bilgi toplama avantajına da sahiptirler.

d) Teminat ve net değer: Teminat, borçlunun borcunu zamanında ödeyememe riskine karşılık olarak borç verene vaat ettiği maldır. Teminat, borçlunun zamanında ödeyememesi halinde borç verenin zararını azaltacaktır. Borç veren, teminatı satarak kayıplarını telafi etme imkanına sahip olacaktır. Bu yüzden teminatla güvence altına alınan borç veren, kredi vermeye daha fazla istekli olacaktır. Teminatın yeterince iyi kalitede olması ile borç alan ve veren arasındaki asimetric bilgi artık önemini yitirecektir (Mishkin, 1994).

Net değer, firmanın varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farktır. Net değer de teminata benzer bir performans sergiler. Yüksek net değere sahip olan firma, borcunu zamanında ödeyemese bile, borç veren firmanın net değerini almaya hak kazanacak ve onu satarak zararını telafi edecektir. Ayrıca yüksek net değere sahip olan firmaların, borcunu zamanında ödeyememe olasılığı daha azdır. Çünkü firma, borcunun tamamını ödeyebileceği varlıklara sahiptir. Borçlu firmaların yüksek bir değere sahip olması, ters seçim probleminin sonuçlarını hafifletecektir. Borç veren firmalar ise kredilendirmeye daha istekli olacaklardır. Mishkin bu durumu, “sadece parası olanlar borçlanabilir” deyimini ile özetlemektedir (2004).

Ahlaki Riziko

Ahlaki riziko, finansal işlem meydana geldikten sonra ortaya çıkan bir asimetric bilgi problemidir. Borç verenler, borç alanların yatırım projelerinin kalitesini belirleme güçlüğü yaşarlar. Borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek, riskli ve temerrüt olasılığını artıran faaliyetlerle uğraşma dürtüsüne sahiptirler (Mishkin, 1990). Borç alan kendi güç ve prestijini artıran karsız yatırım faaliyetlerine de girişebilir. Aynı zamanda borç alanlar, projenin başarılı olması halinde sadece kendilerinin yararlanabildiği, başarısızlık halinde ise zararı borç verenin yüklediği riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olabilirler.

Hisse Senedi Alım Sözleşmelerinde Ahlaki Riziko: Asil-Vekil Sorunu

Hisse senedi alım sözleşmeleri (equity contracts), hisse senedi sahibine firmanın varlıkları ve karları üzerinde pay hakkı temin eder. Bu sözleşmeler, asil vekil problemi (principal-agent problem) olarak adlandırılan özel bir ahlaki riziko problemi türüne neden olur. Vekalet ilişkisi, bir veya daha fazla kişinin (asil) kendileri adına bazı faaliyetleri icra etmesi için bir başka kişiye (vekil) yetki vermesi olarak tanımlanabilir (Jensen ve Meckling, 1976). Vekiller, firmanın mülkiyetinin çok küçük bir bölümüne de sahip olabilirler. Eğer her iki grup da faydalarını maksimize etmeyi amaçlıyorsa, vekilin daima asilin menfaatine hareket etmeyeceğini söylemek mümkündür. Vekiller, firmanın karını maksimize etme hususunda asillerden daha az bir dürtüye sahiptirler.

Akerlof ve Romer, yetersiz muhasebe sistemlerinin, gevşek yasal düzenlemelerin, düşük cezaların kar sağlamak için iflasa (bankruptcy for profit) neden olacağını iddia etmişlerdir (1993). Genellikle kar için iflas, firmanın yükümlülüklerini hükümetin garanti etmesi halinde ortaya çıkmaktadır. Bu tür bir garantinin en belirgin şekli mevduat sigortasıdır. Ayrıca hükümetler, örtülü veya açık bir şekilde sigorta şirketlerinin faaliyetlerini, firmaların emekli maaşı yükümlülüklerini, büyük bankaların neredeyse yükümlülüklerinin tamamını, öğrenci kredilerini, büyük firmaların yükümlülüklerini garanti edebilirler. Böylesi düzenlemeler, firmaların daha gevşek bütçe sınırlamaları altında çalışmalarına neden olabilir. Hükümetler, firmaları disipline etmek için, net değer belirlenmesi için belirli bir miktara ulaşmasını şart koşabilirler. Bununla beraber, net değer, sigorta edilmiş bir kurum için toplam varlıkların küçük bir kısmını oluşturması nedeniyle firmalar, kar maksimizasyonu yerine kar için iflası tercih edebilirler. Bu durumda karları maksimize etmenin yerini cari el konulabilir değer maksimize edildiği çarpık bir iktisadi yapı oluşur. Sonuç olarak firmanın net değeri olumsuz etkilenir. Şayet firmalar, şu anki değeri maksimize etmekten daha fazlasını elde etmek istiyorsa, bu amaca hizmet eden her tür faaliyette bulunabilirler. Firmaların elde ettikleri kazançlar ile neden oldukları sosyal kayıplar arasında eşitsizlik söz konusu olduğu için kar için iflas, yağma (looting) olarak tanımlanmıştır (Akerlof ve Romer, 1993).

Eğer firma sahipleri, yöneticilerin yaptıkları hakkında tam bir bilgiye sahiplerse ve israfa yol açan harcamaları ve dolandırıcılığı engelleyebiliyorsa asil-vekil sorunu ortaya çıkmayacaktır. Asil-vekil sorunu sadece, bir yönetici pay sahibinden daha fazla bilgiye sahip olduğunda ortaya çıkar.

Hisse senedi ihraç sözleşmeleri yolu ile firmanın sermayesini artırma yeteneği iki neden ile sınırlanır (Greenwald ve diğerleri, 1984). Bu yüzden firmalar, gereken fonları genellikle borç piyasalarından temin etmektedirler. İlki, karın çok küçük bir kısmını alan yöneticilerin optimal çabadan daha azını gösterme dürtülerinin olmasıdır. Bu yüzden doğan zararları yöneticilere yüklemek daha fazla çaba göstermeleri için yeterli olabilir. Borçla finanse edilen firma yöneticileri net gelirin kontrol edilmesinde daha az özgürdürler. Halbuki hisse senetleri yolu ile sağlanan fonları, yöneticilerin kendi şahsi çıkarları için kullanmalarının olasılığı daha fazla olduğu için firmanın net değeri azalabilir. Ayrıca borç sözleşmelerinde kredi verenler, fonlarını geri çağırarak yöneticileri disipline etme gücüne sahiptirler. İkincisi, iyi firmalar daha büyük borç yüklerini üstlenmeye istekli olabilirler. İyi firmaların borçlanmaya daha fazla bel bağlamaları, hisse senetlerinin genelde ikinci kalite firmalar tarafından çıkarıldığı anlamına gelir. Böylece hisse senedi ihracı bir firmanın kalitesi hakkında güçlü bir negatif sinyal taşıyabilir ve firmanın piyasa değerinin azalmasına neden olabilir.

Asil-Vekil Sorununu Önlemede Kullanılan Araçlar

Bu araçları, 4 başlıkta ele almak mümkündür (Mishkin, 2004): Gözetleme, bilgi arttırıcı kamusal düzenlemeler, finansal aracılık ve borç sözleşmeleri.

a) Gözetleme: Asil-vekil sorunu, yöneticiler ile pay sahipleri arasında asimetrik bilgidan kaynaklandığına göre, bu problemi çözmenin bir yolu, firmanın faaliyetlerini gözetleyerek bilgi üretmektir. Bunun için firmaların sıklıkla denetlenmesi ve yöneticilerin faaliyetlerinin kontrol edilmesi gerekir. Problem, gözetleme sürecinin masraflı olmasıdır. Gözetleme maliyetlerinin artması hisse senedi alım sözleşmelerinin cazibesini yitirmesine neden olur. Bu sonuç, hisse senedi ihraç ederek fon sağlamanın finansal sistemlerde niçin önemli olmadığını açıklar.

b) Kamusal düzenlemeler: Hükümetler, ahlaki riziko problemini azaltma dürtüsüne sahiptir. Bu dürtü finansal sistemin sıkı bir regülasyona tabi tutulmasının sebebinin açıklar. Firmaları standart muhasebe ilkelerine uymaya zorlayan yasal düzenlemeler mevcuttur. Hükümetler, yasal düzenlemelere uymayanlara ağır yaptırımlar uygularlar. Buna rağmen tüm bu önlemler kısmen başarılıdır. Özellikle yapılan yolsuzlukları aydınlatmak çoğu kez başarısızlıkla sonuçlanmaktadır.

c) Finansal aracılık: Dolaylı finansman yöntemlerinin finansal sistem için önemli olmasının bir nedeni de, finansal araçların free-rider problemine maruz kalmama hususundaki yetenekleridir. Asil-vekil sorunundan kaynaklanan ahlaki rizikoyu çözmeyi amaçlayan bir finansal aracı, bir risk

sermaye firmasıdır (venture capital firm). Risk sermayesi* firmaları, ortaklarından aldıkları kaynakları girişimcilere sunarlar. Firma kullandığı sermaye karşılığında yeni iş girişimlerinden pay alır. Ahlaki rizikoyu bertaraf etmede gelirlerin ve karların doğruluğunu tahkik etmek çok önemli olduğu için firmanın aktivitelerini yakından takip edebilmek amacıyla risk sermayesi firmaları, yönetim kuruluna katılmakta ısrarcı davranırlar. Bu yüzden diğer yatırımcılar, risk sermayesi firmasının tahkik ettiği faaliyetlerden bedavaya yararlanma imkanına sahip olamazlar. Böylece risk sermayesi firması, yaptığı tahkikatın tüm faydalarını toplar ve ahlaki riziko problemini azaltmış olur.

d) Borç sözleşmeleri: Borç sözleşmeleri, yöneticilerin faaliyetlerini gözetlemeye olan ihtiyacı azaltacağı için hisse senedi alım sözleşmelerinden daha cazip olabilir. Borç sözleşmelerine göre borç alanlar, periyodik aralıklarla kredi verenlere ödeme yapmakla yükümlüdürler. Yöneticilerin karları gizlemeleri veya kişisel olarak faydalı olan fakat karlılığı artırmayan faaliyetlerde bulunmaları, kredi verene olan ödeme yükümlülüklerini yerine getirmelerine engel olmadıkça kredi verenler yöneticilerin faaliyetlerini izleme ihtiyacı hissetmezler. Sadece firma borç yükümlülüklerini karşılayamadığında kredi veren firmanın karlılığını tahkik eder. Kredi veren bu durumda tıpkı hisse senedi alım sözleşmelerinde olduğu gibi hareket eder.

Borç Sözleşmelerinde Ahlaki Riziko

Avantajlarına rağmen borç sözleşmeleri ahlaki riziko problemi ile karşılaşılırlar. Borç sözleşmesi, borç alanların sabit miktarda ödeme yapmasını ve bu miktarın üstünde kar yapmalarını gerektirdiği için borç alanlar, kredi verenlerin istediğinden daha riskli yatırım projelerini üstlenme dürtüsüne sahiptirler. Borç alan, üstlendiği riskli proje şayet başarılı olursa, daha fazla kazanç elde edecektir. Projenin başarılı olmama olasılığı ise çok yüksektir. Özellikle borç alanın net değerinin düşmesi, ahlaki rizikoyu arttırmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1989). Kredi veren ise, riskli projenin başarılı olmasından bir kazanç elde edemezken başarılı olmamasından olumsuz etkilenecektir.

Borç Sözleşmelerindeki Ahlaki Rizikoyu Önlemede Kullanılan Araçlar

a) Net değer: Borç alanın net değerinin yüksek olması, ahlaki riziko sorununu azaltır. Çünkü borç alanların kaybedecekleri çok fazladır. Bu durumda borç alan riskli bir yatırıma girişme konusunda istekli olmayacaktır. Net değerinin yüksek olması, kredi hacminin genişlemesine yol

* Risk sermayesi, yeni bir işin hisselerine veya yeni bir işe yatırılan sermaye.

açar. Aksine net değerin düşük olması, kredilendirmeyi, yatırımları ve ekonomik büyümeyi yavaşlatır (Bernanke ve Gertler, 1989).

b) Gözetleme ve sınırlayıcı kuralları uygulama: Kredi veren, kredi alan firmanın faaliyetlerini, borç sözleşmesine koyduğu sınırlayıcı kurallar vasıtası ile düzenleme imkanına sahiptir. Böylece verilen kredi kredi verenin isteğine uygun kullanılmış olur. Borç alanın sözleşmedeki kurallara bağlı olup olmadığı borç veren tarafından gözetlenir. Şayet sınırlayıcı kurallara uyulmazsa yaptırım uygulanır.

c) Finansal aracılık: Finansal araçlar, özel bilgi ürettikleri sürece free-rider problemlerinden olumsuz etkilenmeyeceklerdir. Özel bilginin ticareti yapılamayacağı için free-rider problemi olmaz. Özel bilgi üreten finansal aracı, uygulamadan ve gözetlemeden doğan faydalardan istifade eder.

Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

Asimetrik bilgi problemlerine ve dolayısı ile finansal bir krize yol açan dört faktör vardır (Mishkin, 2001): Faiz oranlarındaki artış, finansal olan ve olmayan sektör bilançolarının bozulması, borsanın çöküşü ve belirsizlikteki artışlar.

a) Faiz oranlarındaki artışlar: Faiz oranlarının yükselmesi, ters seçim problemlerine neden olabilir. Yani kredi verenin, riskliliği yüksek projeleri kredilendirmesine yol açabilir. Eğer kredi veren riskliliği yüksek yatırım projelerini ayırt edemez ise kredi miktarını azaltmak isteyebilir. Bu da daha yüksek faiz oranlarında kredi arzının artmasına değil, azalmasına neden olur. Bu yüzden daha yüksek faiz oranları, piyasa dengesini sağlayamayacak ve kredi arzını azaltarak aşırı kredi talebine yol açacaktır.

Piyasa faiz oranlarının yeterince yükselmesi halinde, artan kredi talebi ve azalan para arzı nedeniyle kredi verenlerin riskliliği yüksek olan borçluları kredilendirme olasılıkları artacaktır. Çünkü riskliliği yüksek olan borçluların yüksek faiz oranlarında borçlanmaya istekli olmaları riskliliği düşük borçlulardan daha fazladır. Ters seçim nedeniyle kredi verenlerin daha az istekli davranmaları, kredilendirmede azalmaya yol açacaktır. Kredilendirmedeki azalma ise, yatırımlarda ve toplam ekonomik faaliyetlerde azalmaya neden olacaktır (Mishkin, 1996).

b) Bilançoların bozulması: Finansal kurumların kredilendirme yeteneklerinin zayıflaması ekonominin daralmasını beraberinde getirir. Finansal araçların bilançolarının bozulması onların kredi verme yeteneklerini azaltır. Bu

yüzden bilançolardaki bozulma, finansal krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynar.

Finansal araçlar, bilançolarının kötüleşmesi nedeni ile sermayelerinde önemli bir daralma yaşarlarsa, kredilendirmeyi kesmeyi veya sermaye artırımına gitmeyi tercih ederler. Ancak bilançoları kötüleşen bu kurumların makul bir maliyetle sermaye artırımları çok zordur. Bu yüzden bilançoları zayıflayan finansal kurumların tipik tepkisi kredilendirmeyi daraltmaktır. Banka bilançolarındaki kötüleşme yeterince şiddetli ise bankacılık paniğine bile yol açabilir. Mevduat sigorta sisteminin olmadığı bir durumda bir bankanın iflası asimetrik bilgi nedeniyle sistemin bütününe sirayet edebilir.

c) Borsanın çökmesi: Borsanın çöküşü finansal piyasalardaki ters seçim ve ahlaki riziko problemlerini artırabilir. Çünkü borsadaki düşme, firmanın net değerinde bir düşmeye yol açar. Net değerdeki azalma, finansal kurumların kredi verme dürtülerini olumsuz etkiler. Bunun nedeni, firmaların net değerinin teminata benzer bir rol oynamasıdır. Teminatın değerinin düşmesi kredi verene daha az koruma sağlayacağı için kredilendirmeden doğan zararlar daha fazla olacaktır. Ayrıca borsa düşüşünün sonucu olarak net değerdeki azalma ahlaki riziko problemlerini de artırır.

d) Belirsizlikteki artış: Belirsizlikteki bir artış, finansal piyasalardaki bilgiyi daha fazla asimetrik hale getirir ve ters seçim problemini artırır. Kredi verenlerin ters seçim probleminin çözümündeki yetersizlikleri onları daha az kredi vermeye istekli hale getirir. Bu da kredilendirmede, yatırımlarda ve toplam ekonomik faaliyetlerde azalmaya yol açar.

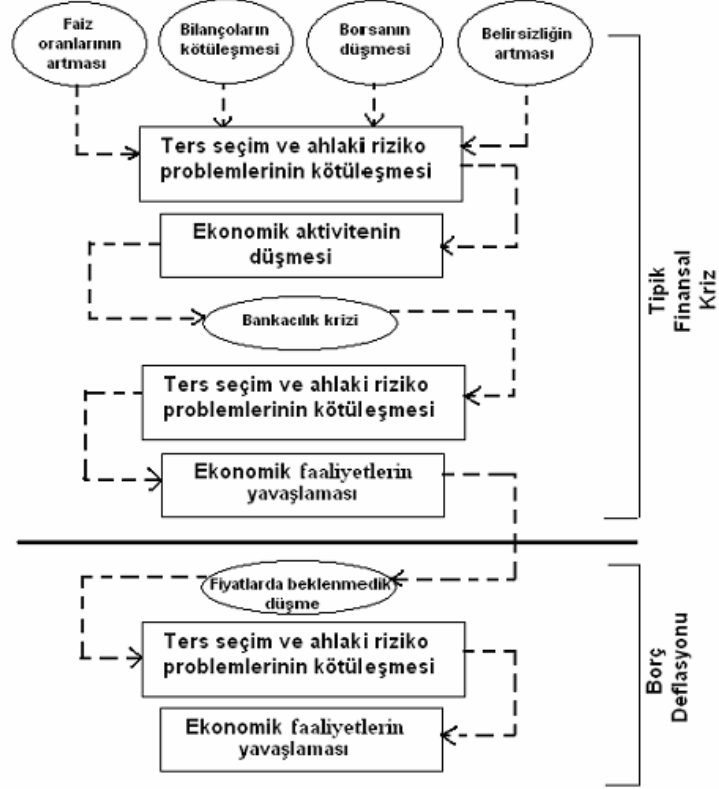
Finansal İstikrarsızlığın Yayılması

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke finansal piyasalarının farklı özelliklere sahip olmaları finansal istikrarsızlığın farklı yayılma mekanizmaları olduğunu gösterir (Mishkin, 1998) Genellikle enflasyonun düşük ve istikrarlı olduğu gelişmiş ülkelerde borç sözleşmelerinin çoğu uzun vadeli. Ayrıca bu ülkeler, güçlü paralara sahip oldukları için borç sözleşmeleri yerel para ile yapılmıştır. Çoğu gelişmekte olan ülke ise yüksek ve istikrarsız enflasyon oranlarına sahip oldukları için borçlanmanın vade yapısı kısadır. Ülke paralarının değerinin sürekli dalgalanması, dövizle borçlanmayı artırmıştır.

Bu iki farklı tip kurumsal yapı finansal istikrarsızlığın farklı yayılma mekanizmalarına yol açar. Şekil 3 ve Şekil 4 sırası ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal istikrarsızlığın yayılma mekanizmalarını göstermektedir. Finansal istikrarsızlığa neden olan faktörler yuvarlak içinde,

bu faktörlerin etkileri de kutu içinde gösterilmiştir. Kesikli çizgiler ise finansal istikrarsızlığın gelişim seyrinin nasıl olduğunu açıklar.

Şekil 3 . Gelişmiş ülkelerde finansal istikrarsızlığın yayılması



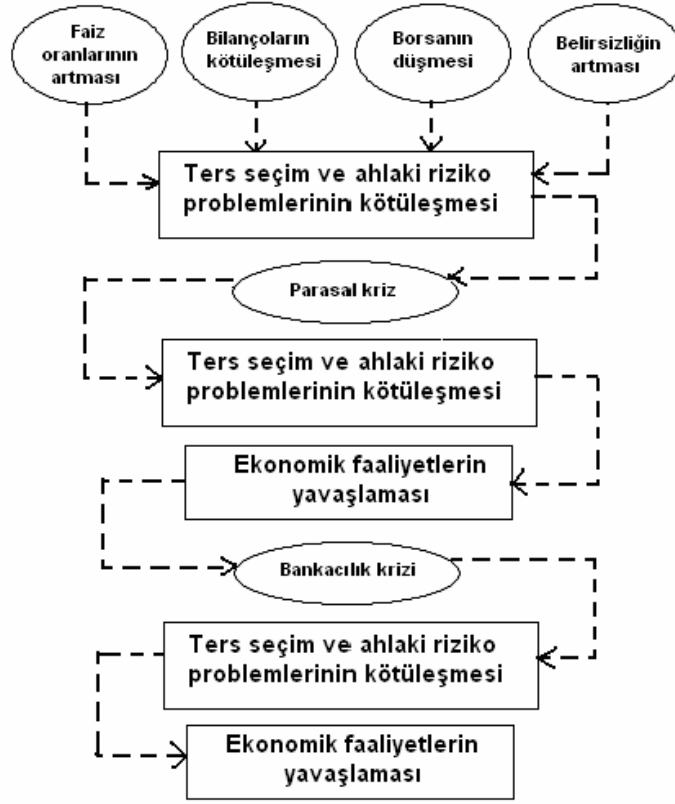
Kaynak : Frederic S. Mishkin, "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", NBER Working Paper Series, Working Paper 6390, January 1998, s. 18.

Her iki şeklin üst sırasındaki 4 faktörden birinin ortaya çıkması finansal kırılganlığı artırabilir. Bu faktörlerin hepsinin aynı anda meydana gelmesi finansal bir krizin gerçekleşme olasılığını artıracaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde banka bilançolarının bozulması, yabancı ülke faiz oranlarındaki artışlar ve politik belirsizlik parasal bir krize neden olabilir. Yani bir devalüasyon riski söz konusudur. Yerel parayı devalüasyondan korumak için parasal otoritenin faiz oranlarını artırması bankacılık sistemini daha çok zayıflatır. Faiz oranlarındaki yükselmeler, banka bilançolarını kötüleştirir. Banka bilançolarının olumsuz etkilenmesinin nedenleri, bilançonun vade uyumsuzluğundan ve bilançoların ekonominin kötüleşmesi nedeniyle kredi riskine maruz kalmasından kaynaklanır. Bu nedenle

gelişmekte olan ülkelerde parasal otorite, spekülâtif bir atak meydana geldiğinde yerel paranın değerini korumak veya korumamak amaçlarından birini tercih etmek zorunda kalır (Mishkin, 1998). Eğer parasal otorite yerel parayı korumak amacıyla faiz oranlarını yeterince yükseltirse bankacılık sistemi çökme tehlikesi yaşar. Spekülâtörler, merkez bankasının iç parayı başarılı bir şekilde korumasını ülkenin zayıf bankacılık sisteminin mümkün kılmayacağını fark ederlerse, yerel paraya hücum etme konusunda daha fazla istekli olacaktırlar.

Şekil 4 . Gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarsızlığın yayılması



Kaynak : Frederic S. Mishkin, "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", NBER Working Paper Series, Working Paper 6390, January 1998, s. 19.

Döviz piyasası vasıtası ile finansal istikrarsızlığın yayılma mekanizması çoğu gelişmiş olan ülke için geçerli değildir. Çünkü enflasyonun kontrol altında tutulacağı beklendiği için devalüasyon, beklenen enflasyonda ve nominal faiz oranlarında önemli bir artışa yol açmaz. Üstelik faiz oranlarındaki yükselmenin nakit akışı ve bilanço üzerindeki etkisi çok azdır;

çünkü borç vadesi uzundur. Ayrıca borçlanmanın neredeyse tamamı yerel para ile yapıldığı için devalüasyonun firma bilançoları üzerinde çok az doğrudan etkisi vardır. Gerçekten çoğu gelişmekte olan ülkenin aksine gelişmiş ülkelerde devalüasyon sonrası ekonomi genişler; çünkü ihraç ettiği mallar daha fazla rekabetçi hale gelir. Bu, İngiltere'nin 1992 krizinden sonra niçin daha güçlü bir ekonomiye sahip olduğunu açıklayabilir. Oysa Aralık 1994 krizinden sonra Meksika, depresyon yaşamıştır.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde sonraki aşamada bankacılık krizi yaşanır. Ekonomik aktivitedeki düşme, firmaların nakit akışının yavaşlamasına ve bilançolarının kötüleşmesine neden olur. Bu da bankaların önemli zararlara maruz kalması ile sonuçlanır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerdeki parasal kriz de banka bilançolarını olumsuz etkiler. Yine gelişmekte olan ülke bankalarının döviz borçlarının çoğu kısa vadeli olduğu için devalüasyon, likidite problemlerine yol açar. Bankaların verdiği kredi miktarının düşmesi ile sonuçlanan bir bankacılık krizi, ters seçim ve ahlaki riziko problemlerini artırır, çünkü bankalar, geleneksel aracılık rollerini etkin olarak yapamazlar. Eğer bir bankacılık paniği yaşanırsa, para çarpanı mekanizması yolu ile para arzı düşer ve faiz oranları daha fazla yükselir. Sonuçta gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bankacılık krizi sonrası ekonomik aktivite yavaşlar.

Finansal kriz sonucunda sağlam firmaların içinden sağlıksız olanlar iflaslar yolu ile ayıklanır. Bu ayıklanma işlemi tamamlandıktan sonra finansal piyasalardaki belirsizlik kaybolur, borsa iyileşmeye başlar ve faiz hadleri düşer. Ters seçim ve ahlaki riziko problemleri azalır ve ekonomi yeniden normal işleyişine geri döner (Mishkin, 1990).

Bununla beraber, gelişmiş ülkelerde finansal istikrarsızlık, Irving Fisher tarafından ifade edilen "borç-deflasyon" süreci ile daha fazla yayılabilir. Şekil 3'de görüldüğü gibi ekonomik daralma ve bankacılık paniği sonucu para arzının azalması, fiyatlarda sert bir düşmeye yol açabilir. Deflasyon, firmaların net değerini daha fazla azaltır; çünkü borç yükü artar. Borç deflasyonu ile ters seçim ve ahlaki riziko problemleri çoğalır. Bu yüzden kredilendirme, yatırım harcamaları ve toplam ekonomik aktivite uzun süre artmaz.

Finansal Krizleri Önlemede Para Politikası

Gelişmiş Ülkelerde Para Politikasının Etkinliği

Çoğu gelişmiş ülkedeki finansal yapı, merkez bankalarına finansal krizleri iyileştirme imkanı sağlayan iki özellik sunar (Mishkin, 2000): İlki, borç

sözleşmelerinin neredeyse tamamı yerel para ile yapılmıştır. İkincisi, enflasyon düşük olduğu için çoğu sözleşme uzun vadeli.

Merkez bankasının finansal krizleri iyileştirmede kullandığı ilk metot, ya açık piyasa işlemlerini ya da reeskont penceresini kullanarak bankacılık sektörüne likidite sağlamaktır. Bu, para arzını artırarak fiyatların yükselmesine neden olur. Gelişmiş ülkelerde borç sözleşmelerinin yerel para ve uzun vade ile yapıldığı varsayımı altında reflasyonist (para arzının enflasyona yol açmayacak kadar genişletilmesi) politika, hane halklarının ve firmaların reel borç yüklerinin düşmesine ve bu yüzden net değerlerinin artmasına neden olur. Net değerdeki artış, finansal piyasalardaki ters seçim ve ahlaki riziko problemlerini azaltır. Yani ters seçim ve ahlaki riziko problemlerinin azalmasını bir finansal kriz başlatmış olur (Mishkin, 1996). Ayrıca ekonomiye enjekte edilen likidite, menkul ve gayri menkullerin fiyatlarını yükseltir. Bu da net değer artması demektir.

Federal Reserve'in reflasyonist politikası, 1933 sonrası ABD ekonomisinin iyileşmesinde önemli bir etken olmuştur. Federal Reserve'in para arzını artırması, fiyatlar genel düzeyini yükseltmiştir. Sonuçta finansal piyasalar iyileşmiş ve ekonomi hızla büyümüştür. Yine 1995'te Japonya'da Bank of Japan genişlemeci bir para politikası izleyerek borsanın yükselmesine ve deflasyonist sürecin yavaşlamasına katkıda bulunmuştur.

Merkez bankasının finansal krizleri iyileştirmede kullandığı ikinci metot, son kredi borç mercii olarak kredi vermesidir. Ekim 1987'deki borsa çöküşü finansal bir kriz üretme potansiyeline sahiptir. Ancak Federal Reserve'in acil müdahalesi ile kriz engellenmiştir.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikasının Etkinliği

Gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yapısı, merkez bankalarının krizi iyileştirmesini zorlaştırmaktadır. Çoğu gelişmekte olan ülke büyük miktarda dış borca sahiptir. Ayrıca yüksek ve değişken enflasyon, borç sözleşmelerinin vadesinin çok kısa olması ile sonuçlanmaktadır. Bu kurumsal özelliklerin sonucu olarak gelişmekte olan ülkedeki bir merkez bankası, finansal krizden kurtulmak için artık genişlemeci para politikası kullanamaz.

Genişlemeci para politikası, bu tür kurumsal özellikleri olan gelişmekte olan bir ülkede uygulandığında, beklenen enflasyon hızla yükselir. Enflasyondaki bu ani yükselmenin iç paranın devalüasyonuna neden olması olasıdır. Devalüasyon, firma ve bankaların bilançolarının bozulmasına yol açar. Çünkü banka ve firmaların borçlarının büyük bir kısmı döviz cinsinden

olduğu için reel borç yükleri artar. Borç yüklerinin artması, net değerlerinin düşmesi ile sonuçlanır. Ayrıca artan enflasyonun faizleri de yükseltmesi olasıdır. Faiz oranlarındaki yükselme, faiz ödemelerinin artmasına ve firmaların nakit girişinin azalmasına sebep olur. Öte yandan borç sözleşmeleri çok kısa vadeli olduğu için genişlemeci para politikasından kaynaklanan fiyat yükselişi, firmaların reel borç yükünü azaltarak net değer üzerinde önemli bir olumlu etki yapmaz (Mishkin, 1999b) .

Gelişmekte olan ülkelerdeki genişlemeci para politikasının net sonucu, hane halklarının, firmaların ve bankaların bilançolarına zarar vermesi biçimindedir . Bu yüzden ters seçim ve ahlaki riziko problemleri artar. Gelişmiş ülkelerdeki olumlu etkisinin aksine genişlemeci para politikası, finansal bir krize neden olan faktörlerin gelişmesine yol açar.

Benzer nedenler yüzünden gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının son kredi borç mercii aktiviteleri de gelişmiş ülkelerdeki kadar başarılı sonuçlar vermeyebilir. 1987 borsa çöküşü boyunca Federal Reserve son kredi borç mercii olarak müdahalede bulunduğu anda enflasyonda önemli bir artış olacağı beklentisi oluşmamıştır. Bununla beraber gelişmekte olan ülkelerin geçmişte yüksek enflasyon deneyimleri olduğu için merkez bankasının finansal kriz anında sisteme likidite enjekte etmesi enflasyon sarmalını yeniden canlandırabilir. Bu yüzden merkez bankasının son kredi borç mercii rolü gelişmekte olan ülkelerde daha ihtiyatlı kullanılmalıdır.

Görüldüğü gibi çoğu gelişmekte olan ülkede finansal bir krizin iyileşmesi, gelişmiş ülkelerdekinden çok daha karmaşıktır. Genişlemeci para politikası gelişmiş ülkelerin aksine çoğu gelişmekte olan ülkede finansal bir krizden kurtulmak için tercih edilmez. Para politikası, iç paraya olan güveni artırmak için ve enflasyonu düşürmek için sınırlanmalıdır. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerde finansal bir krizden kurtulmak için dış kaynağa, yani uluslararası son kredi borç mercii ihtiyacı duyulabilir (Mishkin, 1996).

Uluslararası Son Kredi Borç Mercii

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının, finansal krizleri iyileştirmedeki yeteneklerinin sınırlılığı, dış desteğe olan ihtiyacın haklı bir gerekçesi olarak gösterilebilir. Çünkü dış kaynaklardan sağlanan likidite, yerel otoritenin sağladığı likiditeden kaynaklanan istenmeyen sonuçların hiçbirisine yol açmaz. Dışardan sağlanan likidite, enflasyon artışına yol açmaz ve iç paranın değerini stabilize etmeye yardımcı olur.

Öte yandan eğer bir ülkeden diğerine finansal krizin bulaşma olasılığı varsa, uluslararası son kredi borç mercii ihtiyacı vardır. Uluslararası son kredi

borç merci, gelişmekte olan ülkeye rezerv sağlayarak spekülâtif ataklara karşı koruyabilir. Böylece o ülkenin parası devalüe olmaktan kurtulmuş olur.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının son kredi borç merci rolünü etkin olarak yerine getirmeleri mümkün olmadığı için, uluslararası son kredi borç merciine gereksinim vardır. Ancak asimetrik bilgi yaklaşımı, makul bir gerekçe sunmuş olsa bile, uluslararası son kredi borç merci ahlaki riziko problemlerine yol açabilir. Çünkü mevduat sahipleri, kriz anında korunacaklarını umarak bankaların faaliyetlerini gözetlemekten vazgeçebilirler. Sonuçta bankalar, aşırı risk almaya teşvik edilmiş olur. Ahlaki riziko problemlerini yeterince sınırlandıramayan uluslararası son kredi borç merci, durumu daha fazla kötüleştirebilir.

Mishkin, uluslararası son kredi borç merciinin etkin olarak işlemesi için gereken 8 temel ilkeyi şu şekilde sıralamıştır (2000):

a) Finansal sisteme olan güveni yeniden tesis etmek: Güvenin olmadığı bir finansal piyasa katılımcılar tarafından terk edilecektir. Bu yüzden finansal sistem fonları en verimli yatırım alanlarına aktaramayacaktır. Güvenin sağlanabilmesi için uluslararası son kredi borç merciinin yapması gereken bazı aktiviteler vardır.

b) Finansal sistemin faaliyetlerine yeniden başlaması için likidite sağlamak: Finansal sistemin işleyişini sağlamada ve güveni yeniden tesis etmede atılması gereken ilk adım, bol likidite sağlamaktır. Ancak finansal sisteme enjekte edilen likiditenin etki olabilmesi için aşağıdaki 3 ilkenin izlenmesi gereklidir.

c) Hızlı likidite sağlamak: Likiditenin istenen sonuçları sağlayabilmesi için ilk olarak kredinin hızlı bir şekilde verilmesi zorunludur. Başarılı son kredi borç merci operasyonlarının önemli bir özelliği, hızlı bir şekilde kredi sağlanmasının toplam verilen kredi miktarını azaltmasıdır. Yani daha hızlı hareket edildiğinde daha az kredi istenen sonucu verebilmektedir. Merkez bankasının çabuk hareket etmesi, bankalara finansal sistemin işleyeceğinin garantisini vermektedir. 1987 borsa çöküşünde Federal Reserve çok hızlı hareket ettiği için piyasaya verilen likidite miktarı da az olmuştur. Tersine Meksika ve Güney Doğu Asya krizlerinde geç kalındığı için verilen likidite 100 milyar \$ ı aşmış ve krizin etkileri de derinleşmiştir.

d) Bilançoların iyileştirilmesi: Likiditeden istenen sonuçları alabilmenin ikinci koşulu, bilançoların iyileştirilmesidir. Bilançoların iyileştirilmesi, ödeyebilirliğini yitiren (insolvent) firmaların tasfiyesini ve bir miktar kamu

fonu enjekte edilmesini gerektirir. Böylece sağlam firmalar, bu firmaları varlıklarını satın alabilirler. Ödeyebilirliğini yitiren firmaların faaliyetine izin verilmesi, bu firmaların aşırı risk almalarını teşvik edecektir. Çünkü onların risk almakla uğrayacakları kayıp az olacaktır.

e) Ödeyebilirliğini yitiren firmaların sahiplerinin cezalandırılması: Gelişmekte olan ülkelerde ödeyebilirliğini yitiren finansal kurumların sahiplerine, faaliyetlerine devam etme imkanı veren fonlar sağlanır. Onların kurtarılması, ahlaki riziko problemine yol açarak finansal kriz olasılığını artırır. Ahlaki riziko, ödeyebilirliğini yitiren kurumların sahiplerinin cezalandırılacağına garantisiz olarak sınırlanabilir.

f) Yeterli bir denetim mekanizmasının teşviki: Mevduat sigortasının sakıncaları, iyi işleyen bir denetim mekanizması sayesinde sınırlandırılabilir.

g) Reformları uygulayan ülkelere kredi vermek: Kriz yaşanan ülkelerde politikacılar, reformları uygulamaya direnebilirler. Bu yüzden reformları uygulama güvencesi veren ülkelere kredi vermek tercih edilmelidir.

h) Son kredi borç merci işlemlerine nadiren ve kısa süreli başvurmak: Son kredi borç mercii işlemlerinin getirisi ile ahlaki riziko problemleri arasında trade-off ilişkisi vardır. Bu nedenle son kredi borç merci müdahalelerine sadece zorunlu hallerde başvurulmalıdır. Dolayısıyla bir uluslararası son kredi borç mercii için normal şartlar altında kredi vermemesi için güçlü nedenler vardır. Ayrıca krizin ardından finansal sisteme enjekte edilen likiditenin acilen çekilmesi gerekir. Yani son kredi borç merci müdahaleleri, sadece çok nadir ve kısa süreli başvurulduğunda başarılı olacaktır.

Uluslararası son kredi borç mercii kim olacağı sorusu, üzerinde tartışılan bir konudur. Merkez bankaları, geleneksel olarak son kredi borç mercii olarak hareket etmişlerdir. Çünkü onlar istediklerinde gerekli likiditeyi yaratabilme gücüne ve tecrübesine sahiptirler. Tüm bu özellikleri nedeniyle merkez bankalarının son kredi borç merci olması gerçekçidir. Ancak uluslararası düzeyde bir merkez bankasına, ülkelerin para politikalarının kontrolünü bırakmaya istekli olmadıkları görülmektedir.

Bazıları, uluslararası bir finansal kuruma en çok benzeyen merkez bankası olarak Bank for International Settlements'in (BIS) uluslararası son kredi borç mercii olabileceğini ileri sürmüşlerdir. BIS, uluslararası finansal sisteme likidite veren bir kuruluş olmaktan ziyade bilginin paylaşıldığı ve merkez bankaları aktivitelerinin koordine edildiği bir kulüp olarak kabul edilmektedir. BIS, sınırlı sayıdaki personeli ile son kredi borç merci için gerekli bilgiyi toplayabilme kapasitesine sahip bir kuruluş değildir.

Şu anda uluslararası son kredi borç merci işlevini etkin bir şekilde yerine getirebilecek bilgiye ve kadroya sahip tek kuruluşun IMF olduğu kabul edilmektedir (Fischer, 1999). IMF'in, merkez bankaları gibi sınırsız likidite yaratamaması, son kredi borç mercii olamayacağına bir gerekçe olarak sunulmaktadır. Ancak bazı iktisatçılar, uluslararası son kredi borç merciiin likidite yaratmak için sınırsız kaynağa sahip olmasının zorunlu olmadığını iddia etmektedirler. Fischer, altın standardının hüküm sürdüğü dönemlerde merkez bankalarının sınırsız likidite yaratma yetenekleri olmadıkları halde son kredi borç mercii işlevlerini yerine getirdiklerini ileri sürmüştür(1999).

Önceleri IMF, ödemeler dengesi açıklarına kısa vadeli kredi sağlamak amacıyla faaliyette bulunmuştur. 1982 Latin Amerika borç krizinden sonra gelişmekte olan ülkelere uzun vadeli kredilendirme görevini üstlenmiştir. Son yıllarda Fon, işsizlik ve çevre sorunları ile de ilgilenmeye başlamıştır.

IMF'in aktivitelerini genişletmesi uluslararası son kredi borç merci işlevi ile bağdaşmaz. Yukarıda ifade edildiği üzere uluslararası son kredi borç merciiin etkin olarak çalışması için nadiren ve kısa süreli bu rolü üstlenmesi gerekmektedir. Uzun vadeli ve sık kredilendirme son kredi borç merciiin etkin işleyişi ile çelişir. Sık ve sürekli kredilendirme, ahlaki riziko problemlerini artırır.

Geleneksel olarak son kredi borç merciiin görevi, bir panik halinde merkez bankasının bankalara kredi vermesidir. Son yıllarda Federal Reserve'in son kredi borç merciiin geleneksel rolünün dışına çıktığı görülmektedir. Federal Reserve, hem finansal hem de finansal olmayan sektörlerdeki borcun toplam sermayeye oranındaki artış nedeniyle finansal sistemin kırılganlığını artırdığını düşünmektedir. Bu, Federal Reserve'in bankacılık kesimi dışında meydana gelen finansal aksaklıklara da likidite enjekte ederek müdahale etmesinin gerekçesini oluşturmaktadır. Özellikle Haziran 1970'de Penn Central'ın iflasından sonra ve 1987'deki borsa çöküşünden sonra yapılan müdahaleler buna örnek oluşturmaktadır. Böyle bir durumda son kredi borç merciiin genişleyen rolünün ekonomi için faydalı olup olmadığı sorusu akla gelmektedir.

SONUÇ

Finansal yapının ekonomik aktivite üzerindeki etkisini inceleyen asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal bir sözleşmede farklı tarafların sahip oldukları bilgi farkına odaklanır. Borçlu, yapacağı yatırım hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğu için borç verene göre daha avantajlı bir konumdadır ve bu yüzden

daha fazla risk üstlenmeye hazırdır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur. Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edemezler. Sonuçta yatırımlarda bir azalma ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerde bir daralma meydana gelir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde giderek sayıları artan ve ülke ekonomileri için yüksek maliyetlere yol açan finansal krizler yaşanmıştır. Bununla beraber finansal krizlerin nedenleri ve alınması gereken önlemlerle ilgili önemli adımlar atılmıştır. Asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal krizlerle mücadelede politik karar alıcılar için yol gösterici olmuştur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinin kurumsal yapıları farklılık göstermektedir. Bu yüzden karar alıcıların, gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizleri önlemeye yönelik politikaları belirlerken kurumsal yapıdaki bu farklılığı hesaba katmaları gerekmektedir.

Uluslararası son kredi borç mercii uluslararası finansal sistemin işleyişinde önemli bir rol üstlenebileceği iddia edilmektedir. IMF, uluslararası son kredi borç mercii olma niteliklerine sahip tek uluslararası finansal kurum olarak görünmektedir. Bununla beraber IMF'in mevcut faaliyetlerinin bu rolün etkin işleyişini engelleyebileceği ile ilgili endişeler vardır.

KAYNAKÇA

Akerlof, George (1970). "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, No.13, 488-500.

Akerlof, George ve Romer, Paul M. (1993). "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, 1-73.

Bernanke, Ben ve Gertler, Mark (1989). "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, Vol.79, No.1, 14-31.

Bhattacharya, S. Ve Thakor, A. (1993). "Contemporary Banking Theory", *Journal Financial of Intermediation*, 3, 2-50.

Fischer, Stanley (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4, 85-104.

Gertler, Mark (1988). "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No.2559, 1-51.

Greenwald, Bruce, Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1984). "Informational Imperfections on the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 1335, 1-13.

Jensen, Michael C. ve Meckling, William H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, 1-77.

Mankiw, Gregory (1986). "The Allocation of Credit and Financial Collapse", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.101, No.3, 455-470.

Mishkin, Frederic. S. (1990). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", *NBER Working Papers Series*, Working Paper No. 3400, 1-38.

Mishkin, Frederic. S. (1994). "Preventing Financial Crises: An International Perspective", *NBER Working Papers Series*, Working Paper No. 4636, 1-48.

Mishkin, Frederic S. (1996) "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No.5600, 1-49.

Mishkin, Frederic S. (1998). "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper Series*, Working Paper 6390,1-33.

Mishkin, Frederic S. (1999a). "Lessons from the Tequila Crisis", *Journal of Banking & Finance* 23, 1521-1533.

Mishkin, Frederic S. (1999b). "Lessons from Asian Crisis", *NBER Working Paper Series*, No.7102, April 1999, 1-24.

Mishkin, Frederic S. (2000). "The International Lender of Last Resort: What are the Issues?", *Jel* No.F3,G2, 1-26.

Mishkin, Frederic S. (2001). "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper Series*, Working Paper No.8087, 1-40.

Mishkin Frederic S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Pearson Addison Wesley.

Özer, Mustafa (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, No.1096, İktisat Fakültesi Yayınları, No.2, Eskişehir.

Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol.71, No.3, 393-410.

Van Damme, E., (1994). "Banking: A Survey of Recent Microeconomic Theory", *Oxford Review of Economic Policy*, 14-33.