

# Piyasaların Ani Çöküşü: 6 Mayıs'ta Neler Oldu?

◆ Dr.Gökhan UGAN ◆

VOB Gözetim Müdürü

gugan@vob.org.tr

6 Mayıs 2010 tarihinde ABD piyasalarında yaşanan ani çöküş (flash crash), finans piyasası ile yakından ilgili olanların hafızasına kötü bir anı olarak kazandı. Söz konusu tarihte dünya piyasaları, ABD finans piyasalarının önemli göstergelerinden Dow Jones endeksinin (DJIA) 998,50 puanlık rekor düşüşüne tanıklık etti. Saniyelerle ifade edilebilecek kısa bir süre içerisinde hızla düşen hisse senedi fiyatları ve bu hisse senetlerinin dahil olduğu endeksler, kısa süre içerisinde toparlanarak yeniden normal seviyelerine döndü (Şekil-1).



Şekil 1: 6 Mayıs 2010 tarihinde DJIA endeksi (kaynak: wikipedia)

6 Mayıs 2010 sabahı özellikle Yunanistan merkezli Avrupa'da yaşanan borç krizine ilişkin tedirginliğin gölgesinde açılan ABD piyasalarında, yerel saat ile 14:45'te başta Procter & Gamble ve 3M olmak üzere Accentura, Center Point Energy, Exelon gibi endekslerde önemli ağırlığı olan şirketlere gelen yoğun satış baskısı sonucu hisse senedi fiyatları 1

cent'e kadar düştü ve bu hisse senetlerinin dahil olduğu endeksler tarihsel düşüş rekorları kırdı. Bu ani çöküşe neyin veya kimin neden olduğu henüz net olarak anlaşılmadı. Olayın hemen ardından yapılan yorumlarda piyasalara gelen yoğun satış emirlerine tombul parmak (fat finger) adı verilen işlemci kaynaklı bir hatanın yol açtığı iddia edildi. Bazı kesimler söz konusu satış emirlerinin yüksek frekanslı işlemlere (high frequency trading – HFT) yön veren algoritmik alım-satım stratejileri tarafından piyasaya gönderilmiş olabileceğini ileri sürerken, kulislere olayın başlı başına bir piyasa manipülasyonu olduğu ve bazı kesimlerin bu işlemlerden önemli paralar kazandığı da konuşuluyordu.

6 Mayıs 2010 tarihinde piyasalarda yaşanan ve nasıl olduğu açıklanamayan ani çöküşün arkasında yatan nedenleri araştırıp bulmak için ABD düzenleyici otoriteleri Securities Exchange Commission (SEC) ile Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ortak bir komite kurarak çalışmalara başladı. Komitenin yaptığı araştırmaların ilk bulguları 18 Mayıs 2010 tarihinde kamuoyu ile paylaşıldı. SEC-CFTC komitesinin yayınlamış olduğu ortak raporda, yapılan araştırma neticesinde tespit edilen birkaç hususun incelemeye değer bulunduğu belirtildi:

1. Borsa yatırım fonu ve vadeli endeks sözleşmeleri gibi endeks bazlı ürünler ile bu ürünlere konu olan endekslere dahil hisse senetlerine gelen satışlar

karşılıklı olarak düşüşü tetiklemiş olabilir. Diğer bir ifade ile, hisse senetlerine gelen yoğun satış sonucu bu hisse senetlerinin dahil olduğu endekslerin konu edildiği ürünler için de satış baskısı yaratmıştır; veya endeks bazlı ürünlere gelen yoğun satışlar bu endekslere dahil hisse senedi fiyatlarının daha da düşmesine neden olmuştur.

2. Hisse senedi fiyatlarındaki keskin düşüş piyasadaki likiditenin birden bire kaybolduğunun en önemli göstergesidir. Likiditedeki bu ani kaybın olası nedenleri arasında elektronik piyasa yapımcıların hızlı bir şekilde emirlerini iptal etmeleri ve özellikle zararı durdur (stop-loss) türü emirlerin tetiklenmesi sonucu gönderilen piyasa fiyatlı emirlerin aşırı kullanımı sayılabilir.

3. Gösterge niteliğindeki endeksleri en çok etkileyen hisse senetlerinin işlem gördüğü borsalar arasındaki kural farklılıkları, piyasadaki likidite dengesizliğinin en önemli sebeplerinden biri olabilir. Ani çöküşün yaşandığı saatlerde ABD'nin en likit piyasası olan New York Borsası (NYSE) işlemlerini yavaşlatırken, diğer borsalar işlem platformları üzerinde herhangi biri kısıtlamaya gitmeyerek normal şartlarda çalışmaya devam etmiştir.

4. Ani çöküş sırasında piyasaya gelen piyasa emirlerinin bir kısmı, piyasa yapımcılar tarafından çift taraflı kotasyon girme zorunluluğunu yerine getirmek amacıyla girilen, ancak eşleşme niyeti taşımayan cari fiyatın çok altında girilmiş alım emirleri ile eşleştiği için fiyatlar aşırı derecede düşmüştür.

5. Hem spot hem de vadeli piyasalarda piyasa fiyatlı emirler ile zararı durdur türü emirlerin aşırı kullanımı düşüşü hızlandırmış olabilir.

6. Fiyatları %60'tan daha fazla düşen menkul kıymetlerde gerçekleştirilen işlemler borsalar tarafından iptal edilmiştir. İptal edilen işlemlerin %70'i endeks bazlı borsa yatırım fonlarında gerçekleştirilmiştir. Piyasanın genelini temsil eden bir enstrüman olması nedeniyle hızlı bir şekilde portföy satışı gerçekleştirmek isteyen yatırımcılar endeks bazlı borsa yatırım fonlarına yönelmiş, ancak bu işlemler borsa tarafından iptal edilince satış baskısı hisse senetlerine çevrilmiş olabilir.

Raporun tamamına bakıldığında 6 Mayıs'ta yaşanan ani çöküşte sıkıntı yaratan asıl konunun borsalar arası kural farklılığı olduğuna dair bir kanaat edinilmektedir. Türkiye'den farklı olarak ABD sermaye piyasalarında birden fazla menkul kıymet borsası bulunmaktadır ve bir menkul kıymet birden fazla borsada işlem görebilmektedir. SEC düzenlemelerine göre, ABD'deki aracı kuruluşlar kendilerine iletilen emirleri ulusal en iyi alı ve satış fiyatından (National Best Bid and Offer – NBBO) gerçekleştirmek zorundadır. Bu nedenle ABD'de borsalar arası emir iletimini mümkün kılan bir sistem geliştirilmiştir.

Diğer borsalardan farklı olarak, NYSE'de aşırı fiyat değişkenliği gerçekleştiğinde işlem platformu yavaş moda (slow mode) geçmektedir. Likidite ikmal noktası (liquidity replenishment point) adı verilen kurallar aşırı volatilité nedeniyle tetiklendiğinde, NYSE alım-satım sistemi birden fazla fiyat kademesini bir anda kaldıran emirleri yavaşlatarak piyasa yapımcılara, aracı kurum işlemcilerine ve yatırımcılara geçici bir süre için durum değerlendirmesi yapmalarına ve piyasaya yeni likidite sağlamalarına olanak tanımaktadır. 6 Mayıs 2010 tarihinde doğu yakası zamanıyla saat 14:40 civarı olan da tam olarak budur. Procter & Gamble, 3M ve Accentura gibi hisse senetlerinde işlemler kısa bir süre için yavaş moda girmiştir. Ancak ABD'nin en likit borsasına gelen emirler bu süre zarfında işlemlerine normal bir şekilde devam eden diğer borsalara yönlendirilmişlerdir. Derinliğin göreceli olarak daha az olduğu bu borsalarda gelen yoğun satış emirleri karşısında fiyatlar aşırı derecede düşmüştür. Bununla birlikte diğer borsalardan NBBO kuralı çerçevesinde NYSE'ye gönderilen emirlere cevap alınamadığı için iki borsa "self-help remedy" ilan etme hakkını kullanarak kendisine gelen emirleri NYSE'ye gönderme yükümlülüğünden imtina etmiştir. Bu durum da gönderilen emirlerin NYSE yerine daha az likit borsalara yönlendirilmesinde etkili olmuştur. NYSE yavaş moddan çıkınca fiyatlar yeniden eski seviyelere geri dönmüştür. NYSE'deki uygulamanın bir benzerini Chicago Mercantile Exchange'de (CME) uygulamaktadır. 6 Mayıs 2010 tarihinde saat 14:45 civarı fiyatı aşırı derecede düşen S&P500 mini futures sözleşmelerinin işlemleri kısa bir süre için durdurulmuştur.

6 Mayıs'ta yaşanan ani çöküş düzenleyici otoriteleri bir takım tedbirler almaya sevk etmiştir. Söz konusu çöküşün ardından raporda düzenleyici otoriteler tarafından alınabilecek bazı önlemlerden de bahsedilmiştir.

1. Borsalar başta olmak üzere öz düzenleyici kurumlar, ani fiyat değişkenliklerinde işlemlerin geçici bir süre durdurulmasını sağlayan devre kesicileri (circuit breakers) uygulamaya almalıdır. Bu önlem gerçekleştirilmiş ve SEC tarafından S&P500 hisselerinin 5 dakika içinde %10'dan fazla düşmesi durumunda 5 dakika süreyle durdurulması kuralı getirilmiştir.

2. Piyasa dışı işlemlerin borsalar tarafından iptal edilme prosedürleri yeniden gözden geçirilmelidir.

3. Piyasa yapıcılarının alım-satım amacı taşımayan, tamamen çift taraflı kotasyon girme zorunluluğu nedeniyle girdikleri emirlerin kullanımı yeniden düzenlenmelidir. SEC bu tür emirlerin kısıtlanması veya yasaklanması konusunda çalışmalarını sürdürmektedir.

4. Yüksek frekanslı işlemler ile algoritmik alım-satım stratejileri, likidite üzerinde yarattıkları etkiler bakımından incelenmelidir.

5. Piyasa gözetim ve denetim kabiliyetleri artırılmalıdır. Piyasalar mümkün olduğunca daha şeffaf hale getirilmelidir. CFTC bu kapsamda 22 Temmuz 2010 tarihinde finansal vadeli işlem sözleşmelerindeki büyük işlemcileri "Traders in Financial Futures" adı verilen bir rapor vasıtasıyla düzenli aralıklarla yayınlayacağını açıklamıştır.

6. Fiyat değişkenliğini artırıcı etkisi olan piyasa ve zararı durdur emirlerinin kullanımları yeniden düzenlenmelidir.

Görünen o ki, 6 Mayıs 2010 tarihinde ABD piyasasında yaşanan ani çöküş, başta borsalar ve düzenleyici kuruluşlar olmak üzere bir çok kişiye farklı bir bakış açısı kazandırmıştır. Dünya piyasalarının bugün geldiği noktada spot ve vadeli piyasalarda gerçekleşen işlem hacminin yarısından fazlası yapay zeka tarafından yönetilen yüksek frekanslı işlemler tarafından yaratılmaktadır. Böyle bir ortamda geçerli olan işlem esasları ve alım-satım uygulamaları, piyasa katılımcıları arasında fırsat eşitsizliği yaratabilecek senaryoların ortaya

çıkmasına neden olabilir. 6 Mayıs tarihinde gerçekleşen ani çöküşün en önemli sebebinin, ABD'nin en likit borsası olan NYSE'nin işlemlerini yavaşlatırken diğer borsaların normal bir şekilde çalışmaya devam etmeleri olduğu anlaşılmaktadır. SEC bu durumu düzeltmek adına 5 dakika içinde fiyatı %10 değişen hisse senetlerinin ilgili tüm borsalarda aynı anda 5 dakika süreyle durdurulması kuralı getirmiştir. Böylece fiyat kademelerini birden değiştiren ve volatilité yaratan emirler nedeniyle oluşan olağanüstü durumların piyasa katılımcıları tarafından değerlendirilebilmesi için ek zaman yaratılmış ve borsalar arası farklı alım-satım uygulamaları ortadan kaldırılmıştır. Bu tedbir piyasa katılımcıları arasında oluşan fırsat eşitsizliğini ortadan kaldırmak adına atılmış ilk adımdır. Basından izleyebildiğimiz kadarıyla bu adımı yakın zamanda diğer adımlar da takip edecektir.

Kaynak:

■ "Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", Report of Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, 18 Mayıs 2010

■ "Cause of 'flash crash' is still unknown but knowledge can help protect you", Matt Krantz, USA Today, 11 Mayıs 2010

■ "What really happened on May 6?", Lynn Thomasson, Paul M. Barrett ve Nina Mehta, Bloomberg Businessweek, 21 Mayıs 2010

■ "SEC Approves Circuit Breaker Rules In Response To 'Flash Crash' of May 6, 2010", Jerry J. Burgdoerfer, William L. Tolbert Jr., Elaine Wolff ve Jonathan W. Riley, Jenner & Block LLC, 11 Temmuz 2010

■ "CFTC to Publish New Large-Trader Report For Financial Futures", www.futuresmag.com, 22 Temmuz 2010