

Dönem Sonu Sınavı, Bahar 2003

Sınav Kuralları: Bu sınavda 35 soru bulunmaktadır. Hesap makinesi ve formül kâğıdı kullanabilirsiniz. Her sorunun alt başlıkları olabilir. Sınavdaki bütün soruları cevaplandırın. Gerekli olduğunda arkadaki boş sayfaları kullanın. Lütfen cevaplarınızı düzgün ve okunabilir bir şekilde yazmaya özen gösterin - bu sizin hata yapmanız durumunda kısmi puan alma şansınızı artırır! Sınav süresi 3 saattir ve sınav 40 puan değerindedir. Tartışma sorularını madde numaraları vererek cevaplandırınız ve her maddeyi kısaca açıklayınız. . . .

1. (1 puan) Üç yıl önce vadesine 3 yıl kalan, itibari değeri \$1000 olan \$974,69 değerinde bir tahvil satın aldınız. Tahvilin kupon ödemesi yıllık olarak yapılıyor ve kupon oranı %8. Her yıl kupon ödemelerini aşağıdaki tabloda verilen oranlarla yeniden yatırdınız. Bu tahvildeki bileşik getiriniz ne kadardır?

Zaman	Yeniden Yatırma Oranı
0 (alım zamanı)	%6
1	%7.2
2	%9.4
3 (vade)	%8.2

- a) %6.43
- b) %7.96
- c) %8.23
- d) %8.97
- e) %9.13

Cevap: D

2. (1 puan) Kupon ödemesi %10, vadeye kadar getirisi %8 olan 5 yıl vadeli bir tahvil ele alalım. Faizler sabit kalırsa, bir yıl sonra bu tahvilin fiyatı nasıl değişir?

- a) artar
- b) düşer
- c) aynı kalır
- d) bilinemez
- e) \$1000

Cevap: B

3. (0.5 puan) Bir tahvil aşağıdaki durumlardan hangisinde iskontolu olarak satılır?
a) kupon oranı cari getiri oranından büyükse ve cari getiri oranı vadeye kadar getiri oranından büyükse.

b) kupon oranı vadeye kadar getiri oranından büyükse.

c) kupon oranı cari getiri oranından küçükse ve cari getiri oranı vadeye kadar getiri oranından büyükse.

d) kupon oranı cari getiri oranından küçükse ve cari getiri oranı vadeye kadar getiri oranından küçükse.

e) Yukarıdakilerin hiçbiri doğru değildir.

4. (1 puan) Vadesine 6 yıl kalan yıllık kupon ödemeli bir tahvil satın aldınız. Tahvilin itibari değeri \$1000 ve kupon oranı %10'dur. Tahvili aldığınız tarihte vadeye kadar getiri %8'di. Tahvili ilk kupon ödemesini aldığınız tarihte, tahvilin vadeye kadar getirisi %7'ye düştüğünde satarsanız, tahvili bir sene tutmakla elde edeceğiniz toplam getiri oranı ne kadardır?

- a) %7.00
- b) %8.00
- c) %9.95
- d) %11.95
- e) hiçbiri

Cevap: D

5. (0.5 puan) Aşağıdakilerden hangisi keskin bir şekilde artan getiri eğrilerine sebep olur?

- a) kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin artması ve likidite priminin artması
- b) kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin düşmesi ve likidite priminin artması
- c) kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin artması ve likidite priminin düşmesi
- d) kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin artması ve likidite priminin sabit kalması
- e) kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin sabit kalması ve likidite priminin artması

Cevap: A

6. (1 puan) 3 yıllık kuponsuz tahvilin getirisi %7.2'dir. Tahvilin 1. yıldaki spot oranı %6.1 ve 2. yıldaki spot oranı %6.9'dur. 3. yıldaki forward oranı ne olmalıdır?

- a) %7.2
- b) %8.6
- c) %6.1
- d) %6.9
- e) hiçbiri

Cevap: B

7. (1 puan) Oranların değişmediği varsayımı altında, itibari değeri \$1000 olan iki yıllık kuponsuz tahvil ikinci yılın başında satın alırsa fiyatı ne olur?

Zaman	1 Yıllık Forward Oranı
1	%5.8
2	%6.4
3	%7.1
4	%7.3
5	%7.4

- a) \$877.54
- b) \$888.33

- c) \$883.32
- d) \$893.36
- e) \$871.80

Cevap: A

8. (0.5 puan) Spot ve forward oranları kavramları faizlerin vade yapısını açıklayan teorilerden hangisiyle yakından ilgilidir?

- a) Bölümlere ayrılmış piyasalar teorisi
- b) Beklentiler teorisi
- c) Tercih edilen habitat teorisi
- d) Likidite primi teorisi
- e) Hiçbiri

Cevap: B

9. (2 puan) Tahvillerle ilgili olarak aşağıdaki soruları cevaplandırınız.

- 2 yıllık kuponsuz bir tahvilin fiyatı \$890'dır. Bu tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır?

- 1 yıllık kuponsuz bir tahvilin fiyatı \$931,97'dir. Bu tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır?

- İkinci yıl için forward oranını hesaplayın.

- 1 yıl içinde \$1000'lık borç almak istiyorsunuz. Sentetik forward anlaşmasını nasıl oluşturursunuz? Stratejinizi yazın ve nakit akışlarını gösterin. Tahvilleri kesirli olarak alıp satabileceğinizi varsayın. Bütün hesaplamalarınızı gösterin ve işlemlerin anlamlarını açıklayın.

Cevap:

- 2 yıllık kuponsuz tahvilin vadeye kadar getirisi

$N=2, PV=-890,00, PMT=0, FV=1000, i_2 = 6,0$

- 1 yıllık kuponsuz tahvilin vadeye kadar getirisi

$N=1, PV=-931,97, PMT=0, FV=1000, i_1 = 7.3$

- İkinci yıl için forward oranı:

$f_2 = (1.06)^2 / (1.073) - 1 = 0.04715702, f_2 = 4.715702\%$

- Aşağıdaki hesaplamalarda görüldüğü gibi, 1 yıllık kuponsuz tahvilin maliyetini telafi etmek için yeterli sayıda 2 yıllık tahvil almanız gerekmektedir. 1. yılın sonunda 1 yıllık tahvilin vadesi gelir ve \$1000 alırsınız. 2. yılın sonunda 2 yıllık tahvilin vadesi gelir ve $1.047157502 \cdot \$1000 = \1.047 ödemek zorunda kalırsınız. Aslında bugün \$1000 borç almayı ve bir sene sonra \$1047,16 ödemeyi kabul ediyorsunuz. Bu borcun forward oranı $\$1047,16 / \$1000 - 1 = 0.04716$ 'dır. Bu oran ikinci yıldaki forward orana f_2 eşittir.

Strateji

1 yıllık kuponsuz tahvil satın al

2 yıllık kuponsuz tahvilden 1.047157502 tutarında satın al

Net nakit akışı

Nakit Akışı

-\$931,97

$\$890 \cdot 1.047157502 = \$931,97$

\$0.00

10. (0.5 puan) Süresi (duration) en uzun olan tahvil aşağıdakilerden hangisidir?
(Hesaplama yapmaya gerek yok)

- a) Kupon oranı %8 olan 20 yıl vadeli tahvil
- b) Kupon oranı %12 olan 20 yıl vadeli tahvil
- c) Kupon oranı %0 olan 15 yıl vadeli tahvil
- d) Kupon oranı %15 olan 10 yıl vadeli tahvil
- e) Kupon oranı %12 olan 12 yıl vadeli tahvil

Cevap: C

11. (1 puan) Hisse senedi endeksi \$1000, tahmini temettü ödemesi \$30 ve risksiz oran %6 ise bir adet endeks vadeli işlem sözleşmesinin değeri ne olmalıdır?

- a) \$943,40
- b) \$970
- c) \$913,40
- d) \$915,09
- e) \$1000

Cevap: C

(Bu soru cevabı açık olmadığı için iptal edildi).

12. Şikago Ticaret Odası'nda fiyatı 96.10 olan hazine tahvili vadeli işlem (futures) sözleşmesi satın aldınız. Vadeli işlem fiyatı 2 puan artarsa kaybınız ya da kazancınız ne kadar olur?

- a) \$2000 kayıp
- b) \$20 kayıp
- c) \$20 kâr
- d) \$2000 kâr
- e) Hiçbiri

Cevap: D

13. (0.5 puan) 'Baz' ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi doğru değildir?

- a) Baz, vadeli işlem fiyatı ile spot fiyatı arasındaki farktır.
- b) Baz riski finansal riskten korunan tarafından taşınır.
- c) Baz düştüğünde açığa satış yapan yatırımcı kaybeder.
- d) Vadeli işlem fiyatı spot fiyatından daha çok artarsa baz artar.
- e) Hiçbiri.

14. (1 puan) Diyelim ki Amerika ve İngiltere'de risksiz oran sırasıyla %4 ve %6'dır. Dolar ve pound arasındaki spot döviz kuru \$1,60/BP olsun. Arbitraj olanağını ortadan kaldırmak için poundun 1 yıllık vadeli işlem fiyatı ne olmalıdır?

- a) \$1,60/BP
- b) \$1,70/BP
- c) \$1,66/BP
- d) \$1,63/BP
- e) \$1,57/BP

Cevap: E

15. (0.5 puan) Swap piyasasında kredi riskiyle ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi doğrudur?
- Kredi riski çoktur.
 - Kredi riski, sabit oranlı ve değişken oranlı yükümlülükler arasındaki farkla sınırlıdır.
 - Değişken oranla ödemeyi yapacak olan tarafın ödemelerinin toplam değerine eşittir.
 - a ve c.
 - Hiçbiri.

Cevap: B

16. (0.5 puan) Faiz taban anlaşması ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi doğrudur?
- Referans faiz oranı belli bir sınırlar altına düştüğünde yatırımcıya aradaki farkı öder.
 - Kullanım fiyatı aynı, vadeleri farklı olan opsiyonlara benzer.
 - Yaka (collar) sözleşmelerinin parçasıdır.
 - Hem a hem de b doğrudur.
 - Yukarıdakilerin hepsi doğrudur.

Cevap: E

16. (0.5 puan) Jensen portföy değerlendirme ölçüsüyle ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi doğrudur?
- Birim başına riski ölçer, standart sapma ile ölçülür.
 - CAPM tarafından tahmin edilen getirinin üzerinde kalan getirinin mutlak bir ölçüsüdür.
 - Birim başına riski ölçer, beta ile ölçülür.
 - a ve b.
 - b ve c.

17. (1.5 puan) Diamond Hisse Senedi Fonu ve Piyasa Fonu ile ilgili olarak aşağıdaki bilgiler verilmiştir:

	Fon	Piyasa
Ortalama Getiri	%18	%14
Getirilerin standart sapması	%30	%22
Beta	1.4	%22
Artık standart sapma		

Risksiz oran %6 ise Diamond Fonu için M2 ölçüsünü hesaplayın.

- %4
- %20
- %2.86
- %0.8
- %40.0

Cevap: D

18. (0.5 puan) M2 ölçüsü aşağıdakilerden hangisi tarafından geliştirilmiştir?

- a) Merton ve Miller
- b) Miller ve Miller
- c) Modigliani ve Miller
- d) Modigliani ve Modigliani
- e) M&M Şirketi

Cevap: D

19. (2 puan) Wiseguys Yatırım Fonu şirketi aşağıdaki yatırımları yaparak bir yıl için %15 getiri elde etmiştir.

	Ağırlık	Getiri
Tahviller	%10	%6
Hisse senetleri	%90	%16

Gösterge portföyün getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır ve %10 olarak bulunmuştur.

	Ağırlık	Getiri
Tahviller (Lehman Brothers Endeksi)	%50	%5
Hisse senetleri (S&p 500 endeksi)	%50	%15

Varlıkların piyasalar arasında dağıtımının toplam getiriye katkısı ne kadardır?

- a) %1
- b) %3
- c) %4
- d) %5
- e) Hiçbiri

Cevap: C

20. (0.5 puan) Aktif bir portföyün betası 1.20'dir. Piyasa endeksindeki getirilerin standart sapması %20, aktif portföyün sistematik olmayan varyansı %1'dir. Aktif portföydeki getirilerin standart sapması ne kadardır?

- a) %3.84
- b) %5.84
- c) %19.60
- d) %24.17
- e) %26.0

Cevap: E

21. (1 puan) Vadeli işlem piyasasında (futures market) piyasaya göre ayarlama (marking to market) ve teminat hesapları kavramlarını tartışınız.

Cevap:

İşlemci bir hesap açtığında, teminat hesabı açılmış olur. Teminat para veya para benzerleri olabilir, hazine tahvilleri gibi. İlk teminat sözleşmenin değerinin %5'i ve %15'i arasında olur. Varlığın oynaklığı arttıkça teminat gerekliliği de artar. Takas odası her işlem gününün sonunda kâr veya zararları belirler ve kârlar işlemcinin hesabına anında

geçirilir. Buna piyasaya göre ayarlama denir. Vade süresi kâr veya zararlarında önemli değildir.

22. (1.5 puan) Giderek küreselleşen yatırım ortamında, karşılaştırılabilirlik sorunu da artıyor. Uluslararası portföy çeşitlendirmesi yapmak isteyen bir yatırımcının karşılaşacağı sorunları tartışın.

Cevap: Diğer ülkelerdeki şirketler finansal tablolarını Amerika'daki genel kabul görmüş standartlara göre hazırlamak zorunda değiller. Başka ülkelerdeki muhasebe uygulamaları Amerika'dakinden farklıdır. Bazı ülkelerde muhasebe standartları çok esnek olabilir hatta hiç standart bulunmayabilir. Ülkeler arasındaki bazı farklılıklar: Rezerv uygulamaları: Bazı ülkeler rezerv ayrılması konusunda şirketlere Amerika'dakine oranla daha çok esneklik tanırlar. Amortisman uygulamaları da diğer ülkelerde farklıdır. Amerika'daki şirketler amortismanı vergi amaçlı ve muhasebe amaçlı kullanabilirken, bir çok ülke bu ikili hesaplara izin vermez. Son olarak, maddi olmayan varlıkların değerlendirilmesi de ülkeden ülkeye değişir.

Sonuç olarak, uluslararası yatırımcılar için finansal bilgiye ulaşmak bir sorun haline gelebilir. Değişen döviz kurları, finansal tabloların İngilizce'ye çevrilmesi, bazı ülkelerdeki siyasal sıkıntılar sorunları daha da artırır. Genelde, portföy çeşitlendirmesi için yatırımcıların bireysel uluslararası menkul kıymetler yerine küresel yatırım fonlarını tercih etmeleri daha az risklidir.

23. (1 puan) Tahvil portföyü yönetim stratejisi olarak oran tahminli swapları (rate anticipation swap) tartışın.

Cevap: Oran tahminli swaplar, gelecekteki faiz oranlarını tahmin etmeye dayalı aktif tahvil fonu yönetim stratejisidir. Portföy yöneticisi faizlerin düşeceğini bekliyorsa, süresi daha uzun olan tahvilleri tercih eder. Tam tersi durumda, tahvil yöneticisi faizlerin artacağını bekliyorsa, kısa süreli tahvilleri seçer. Bu strateji aktif bir stratejidir ve işlem maliyeti çoktur. Bu stratejinin başarısı portföy yöneticisinin faiz değişikliklerini doğru olarak tahmin etmesine bağlıdır.

24. (1.5 puan) Contingent immunization kavramını açıklayın. Bu tahvil portföyü yönetim stratejisi aktif midir, pasif midir yoksa ikisinin birleşiminden mi oluşur?

Cevap: Bu strateji, portföy sahibinin şu an mevcut olan yıllık getirinin altında bir getiriye kabul etmeye istekli olması anlamına gelir. Portföy yöneticisi portföyün değeri gerekli olan minimum getirinin altına düşene kadar portföyü aktif olarak yönetir. Böylece, portföy o düzeye ulaşması koşuluyla bağımsızlık kazanmış olur. Portföy belirlenen seviyeye ulaşamazsa bağımsızlık kazanmamış olur ve ortalama yıllık getiriler gerekli oranın üzerine çıkar. Sonuç olarak, bu strateji hem aktif hem de pasif stratejilerin bileşiminden oluşur.

25. (1.5 puan) Her ne kadar kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerlerinin artması pozitif eğimli bir getiri eğrisine yol açsa da, pozitif eğimli getiri eğrileri fazilerin artacağı anlamına gelmez. Neden?

Cevap: Likidite primi dolayısıyla fazilerin vade yapısına bakarak böyle bir sonuca ulaşamayız. Pozitif eğimli getiri eğrisi, faizlerin artmasının beklenmesi veya likidite priminin artmasının beklenmesi, ya da her ikisi nedeniyle görülebilir. Likidite priminin

faiz oranlarındaki düşüşü telafi etmesi nedeniyle getiri eğrisi pozitif eğimli olabilir.

26. (1.5 puan) Faizlerin vade yapısıyla ilgili bahsettiğimiz üç teoriyi açıklayın. Teoriler arasındaki farklılıkları ve herbir teorinin avantaj ve dezavantajlarını da açıklayın.

Cevap: Beklentiler hipotezi faizlerin vade yapısıyla ilgili olarak en çok kabul gören teoridir. Teoriye göre gelecekteki faiz oranları kısa dönem faiz oranlarının gelecekte beklenen değerleri tarafından belirlenir. Sonuçta, vadeye kadar getiri cari ve beklenen bir dönemlik faiz oranları tarafından belirlenir. Pozitif eğimli bir getiri eğrisi yatırımcıların faiz oranlarının artmasını beklediği anlamına gelir. Negatif eğimli bir getiri eğrisi ise yatırımcıların faizlerin düşmesini beklediği anlamına gelir. Getiri eğrisinin yatay olması ise faizlerde bir değişiklik beklenmediği anlamına gelir.

Likidite primi teorisine göre ise piyasada kısa dönemli yatırımcılar daha çoktur, bu nedenle forward oranı kısa dönem faizlerin beklenen değerinden fazladır. Bir başka ifadeyle, yatırımcılar likit yatırımları tercih edecekleri için uzun vadeli yatırımlar için bir likidite primi tercih ederler. Sonuç olarak, likidite primi teorisi getiri eğrilerinin neden pozitif eğimli olduğunu açıklar ancak getiri eğrilerinin neden diğer şekilleri aldığını açıklayamaz.

Bölgümlere ayrılmış piyasa teorisine göre ise farklı vadeli enstrümanların piyasaları ayrılmıştır. Piyasa ayrışması, farklı vadeli tahvillerin faizlerinin o piyasadaki arz ve talep tarafından belirlendiğini söyler. Bu teori, getiri eğrilerinin aldığı bütün şekilleri açıklar. Fakat, piyasa ayrışmasına gerçek hayatta rastlanmaz. Yatırımcılar diğer piyasalardaki getiriler arttığında, bu piyasalara yönelirler.

27. (2 puan) Aşağıdaki sorulara cevap vererek performansın M2 ölçüsünden bahsedin.

M2 neden Sharpe ölçüsünden daha iyidir? M2 risk ölçüsü olarak hangi ölçümü kullanır? M2 ölçümünü elde etmek için P portföyünü nasıl oluşturursunuz? M2'nin formülü nedir? M2'nin nasıl ölçüleceğini göstermek için grafik çizersiniz. Grafiğinizde tüm eksenleri ve ilgili noktaları belirtmeyi unutmayınız.

Cevap: Sharpe ölçüsü bir portföyün piyasa endeksinden daha az başarılı olup olmadığını ölçmeye yarar fakat piyasanın Sharpe ölçüsüyle portföyün Sharpe ölçüsü arasındaki farkı yorumlamak zordur. M2 de Sharpe oranıyla aynı risk ölçütünü kullanır -standart sapmayla ölçülen toplam getirideki değişiklik. P portföyü için öncelikle düzeltilmiş P* portföyü oluşturulur. P* portföyü, P* piyasa endeksiyle (M) aynı oynaklığa sahip olana kadar risksiz oranda borç alıp borç verilmesiyle oluşturulur. Böylece, M ve P'nin standart sapmaları aynı olduğu için M2 ölçüsü kullanılarak karşılaştırılabilir.

M2'nin formülü: $M2 = rP^* - rM$ P* M'den daha iyi bir performans gösterirse, M2 pozitif olur. Bu, P*'ın üzerinde bulunduğu CAL'ın eğiminin M'nin üzerinde bulunduğu CML'nin eğiminden daha dik olması anlamına gelir. M2, CAL ev CML arasındaki farktır. Grafik, 814. sayfadaki 24.2. şekle benzer.

28. (1.5 puan) Arbitraj Fiyatlama Teorisinin (APT) uluslararası menkul kıymet getirilerine uygulanması için çok faktörlü modelde kullanılacak faktörlerin bazılarını tartışınız.

Cevap: Kullanılabilecek bazı faktörler şunlardır:

a) Dünya hisse senedi endeksi

- b) Yerel hisse senedi endeksi
- c) Sanayi/Sektör endeksleri
- d) Para hareketleri

Yapılan çalışmalar yerel faktörlerin hisse senedi getirileri üzerinde önemli etkileri olduğunu gösteriyor. Ancak, Ekim 1987'deki piyasa çöküşünde dünya piyasası faktörünün de önemli rol oynadığına dair bulgular vardır.

29. (1.5 puan) Neden çoğu tahviller geri çağrılabilir? Geri çağrılabilir tahvil yatırımcısı neden dezavantajlıdır? Yatırımcı, geri çağrılabilir tahvilinin karşılığında ne alır? Tahviller geri çağrılabilirse tahvil fiyatlama hesaplamaları nasıl değişir?

Cevap: Çoğu tahvil, faizler düştüğünde tahvili çıkaran kuruma tahvili geri çağırma hakkını verir. Faizlerin yüksek olduğu dönemlerde çıkarılan tahvillerde bu özellik olabilir. Faizlerin, yeni tahvil çıkarmanın maliyetini telafi edecek kadar düşmesi gerekir. Yatırımcının dezavantajı, uzun dönemli sabit getiri elde edemeyecek olmasıdır. Karşılığında, geri çağrılabilir tahvillerin faizi diğer tahvillerin faizinden biraz daha yüksektir. Tahvil geri çağrıldığında yatırımcıya alım fiyatı ödenir (bu fiyat itibari değerden yüksektir). Tahvil fiyatlama hesaplarında, en son elde edilen ödeme olarak itibari değer değil, alım fiyatı dahil edilmelidir ve tahvilin geri çağrıldığı döneme kadar olan nakit akışlarının bugünkü değeri hesaplanmalıdır. Sonuç olarak, yatırımcı geri çağrılabilir tahvillerde vadeye kadar getiriye değil, geri çağırılma gününe kadar getiriye dikkate alınmalıdır.

30. (1.5 puan) Uluslararası yatırımlarda ortaya çıkan muhasebe işlemlerinin karşılaştırılabilirliği sorunlarından bazılarını tartışınız.

Cevap: (a) Amortisman: Amerika'daki şirketler amortismanı vergi amaçlı ve muhasebe amaçlı kullanabilirken, bir çok ülke bu ikili hesaplara izin vermez.

(b) Rezervler: Amerika'daki standartlar, isteğe bağlı rezervlerin daha az oranda tutulmasına izin verir, böylece rapor edilen kazançlar daha yüksek çıkar.

(c) Konsolidasyon: Bazı ülkelerdeki muhasebe standartları, şirketin gelir tablosunda bütün şubelerinin konsolide olarak gösterilmesini gerektirmez.

(d) Vergiler: Vergiler bazı ülkelerde ödendiği tarihte, bazı ülkelerde tahakkuk ettiği tarihte dikkate alınır.

(e) P/E oranları: P/E rasyolarında kullanılan hisse senedi sayısını hesaplamak için farklı uygulamalar olabilir. Örneğin, şirketler yıl sonu hisse senedi sayısını, yıl başındaki hisse senedi sayısını veya ortalama hisse senedi sayısını kullanabilir.

31. (1.5 puan) Uluslararası portföy yöneticilerinin performanslarını potansiyel olağandışı getiri kaynakları bağlamında tartışın.

Cevap:

(a) Para biriminin seçimi: Temsili değer olarak EAFE portföyünde temsil edilen para birimlerinin ağırlıklı ortalaması kullanılabilir.

(b) Ülke seçimi: Daha iyi performans gösteren borsalara yatırım yapılmasını gösterir.

(c) Hisse senedi seçimi: Her ülkede borsa endeksinin üzerinde getiri sağlayan hisse senedi getirilerinin ağırlıklı ortalaması ile ölçülür.

(d) Nakit/Tahvil seçimi: Tahvil ve bonoları farklı göstergelere göre ağırlıklandırmaktan kaynaklanan fazla getiriler ile ölçülür.

32. (2 puan) Gunda, portföyünün %100'ünü Amerika menkul kıymetlerinde bulunduruyor. Size, yabancı yatırımın zararları olabileceğinden bahsediyor. Yabancı yatırım zararlarını tam olarak bilmiyor ama duyduklarına dayanarak öyle olduğunu düşünüyor. Benzer korkulara sahip müşterilerinizle yaptığımız tartışmalar sonucunda duyduğunuz üç itirazı dikkate alarak Gunda ile bu fikri tartışın.

- Müşteri: "Amerika piyasası son üç yıl içinde çok iyi performans gösterdi. Bu nedenle paramın %100'ünü bu piyasada yatırdım." Sizin cevabınız: Yabancı piyasaların Amerikan piyasasından daha iyi performans gösterdiği zamanlar da oldu. Hangi piyasaların daha iyi olacağını başta bilemezsiniz. Ülkelerin piyasalarının farklı hareket ettiği zamanlarda küresel yatırımlar gerçekleştirerek riskinizi en aza indirebilirsiniz.

- Müşteri: "Paranızı kendi ülkenizde tutmalısınız." Sizin cevabınız: Aşinalığı iyi portföy yönetimiyle karıştırmayın. Amerikan şirketleri hakkında daha çok bilgiye sahip olsanız bile, iyi tahminler yapmak için bu bilgileri kullanmanız zor olabilir. Çoğu profesyonel yönetici bu konuda iyi değildir.

- Müşteri: "Kur riski çok fazla." Sizin cevabınız: Menkul kıymetin değerinin hem yerel para birimi hem de yabancı birimi cinsinden çok kötü performans gösterdiği zamanlar oldu fakat tersi de geçerli. Hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarındaki hareketlerin birbirinin tersi şekilde gerçekleştiği ve portföyün üzerinde düzleştirici etki yaptığı zamanlar da oldu.

- Müşteri: "En iyi piyasaya yatırım yapın." Sizin cevabınız: Her ne kadar Amerika'da son zamanlarda iyi piyasalar bulunsa da, bunun hep böyle devam edeceğinin garantisi yoktur. Uluslararası alanda çeşitlendirme yaparsanız, başka piyasalar öne çıktığında yarar sağlarsınız.

33. (1.5 puan) Sharpe, Treynor ve Jensen portföy performans kavramlarını açıklayın ve hangi durumlarda bu metotların kullanılacağını anlatın.

Cevap: Sharpe ölçüsü $(rP - rf)/sp$, ortalama risksiz getirinin üzerindeki ortalama portföy getirisinin bir ölçüsüdür. Standart sapmayla ölçülür.

Treynor ölçüsü $(rP - rf)/bP$, ortalama risksiz getirinin üzerindeki ortalama portföy getirisinin bir ölçüsüdür. Beta ile ölçülür.

Jensen ölçüsü $(aP = rP - [rf + bP(rM - rf)])$ CAPM tarafından tahmin edilen getirinin üzerindeki mutlak getirinin ölçüsüdür.

Portföy performansının Sharpe ölçüsü toplam riski dikkate aldığı için değerlendirilen portföy yatırımcının tüm varlıklarını temsil ediyorsa bu ölçüm kullanılır. Portföy performansının Treynor ölçüsünde risk beta veya sistematik riskle ölçüldüğü için değerlendirilen portföy yatırım portföyünün küçük bir kısmı ise bu ölçüm kullanılır. Bu metot, yöneticilerin büyük portföylerin alt portföylerini değerlendirmeleri için de kullanılır.

Jensen ölçüsünde ise, Jensen'in alfası CAPM tarafından tahmin edilen portföy getirisine oranla portföyün getirisini ölçer. Bu metot, büyük fonların alt portföylerini değerlendirmek için kullanılabilir ancak Treynor ölçüsü bu durumda daha iyidir.

34. (1 puan) Piyasa zamanlamasını değerlendirmek için ortalama-varyans yaklaşımının neden yeterli olmadığını tartışın.

Cevap: Ortalama-varyans yaklaşım bir portföyün diğer portföylere oranla performansını değerlendirmek için iki istatistiğe dayanır. Fakat mükemmel bir piyasa zaman-

layıcısı varsa standart sapmayı kullanmak iyi olmaz. Mükemmel zamanlayıcı, en yüksek getiriyi elde etmek için gerektiğinde piyasaya girip gerektiğinde piyasadan çıkacaktır. Standart sapmaya göre piyasa riskliyen bile, getiriler uygunken hala piyasada kalmak uygun olabilir. Diğer faktör ise çarpıklıktır. Mükemmel zamanlayıcı, normal dağılan portföylerle değil, sağa çarpık olan portföylerle ilgilenir. Ortalama-varyans analizinde çarpıklık analizi dahil edilmemiştir.

35. (1 puan) Düzenli borsalarda işlem gören fon ne demektir? EFT'ye iki örnek veriniz. Bunların diğer açık uçlu yatırım fonlarına göre avantajları neledir? Dezavantajları nelerdir?

Cevap: Düzenli borsalarda işlem gören fonlar (ETF), yatırımcıların hisse senedi portföyleri alım-satımını yapmasına izin verirler. Örneğin, S&P 500 endeksini takip eden örümcekler(SPDR), Dow Jones Sanayi Ortalamasını izleyen elmaslar (DIA), ve Nasdaq 100 endeksini takip eden küpler. Diğer örnekler 117. sayfada 3 ve 4. tablolarda listelenmiştir (Çok yakında, endeksleri takip eden ETF' lere ek olarak aktif olarak yönetilen fonları da izleyen ETF' lerin ortaya çıkacağı tahmin ediliyor).

Avantajları:

1. ETF' ler, işlem gününde söz konusu endeksin cari değerini yansıtan fiyatlarda alınıp satılabilirler. Bu, sadece işlem gününün sonunda alınıp satılabilen açık uçlu yatırım fonlarından farklıdır.

2. ETF' ler açığa satışa konu olabilirler.

3. ETF' ler belli bir marjla alınabilir.

4. ETF' lerin vergi avantajları olabilir.Yöneticiler, ödeme taleplerini (redemption demand) karşılamak için açık uçlu yatırım fonlarında olduğu gibi portföylerindeki menkul kıymetlerden satmak zorunda değildir. Küçük yatırımcılar, portföyün kompozisyonunu bozmadan kendi ETF hisselerini diğer yatırımcılara satabilirler. Hisselerini satmak isteyen kurumsal yatırımcılar, işleme konu olan portföyde kendi hisse senetlerini alırlar.

5. ETF' ler diğer yatırım fonlarından daha ucuz olabilir çünkü brokerlardan satın alınırlar. Fon, pazarlama maliyetini kendi üstlenmeyeceği için, yatırımcı daha düşük yönetim ücretleriyle karşılaşır.

Dezavantajları:

1. ETF fiyatları işlemlerin yapılış şekli nedeniyle, net varlık değerinden (NAV) küçük farklılıklar gösterebilir. Bu, büyük yatırımcılar için arbitraj fırsatı yaratır.

2. ETF' ler brokerlardan bir ücret karşılığında alınırlar. Bu, ETF' lerin net varlık değerinde satın alınabilen yatırım fonlarından daha pahalı olmaları anlamına gelir.