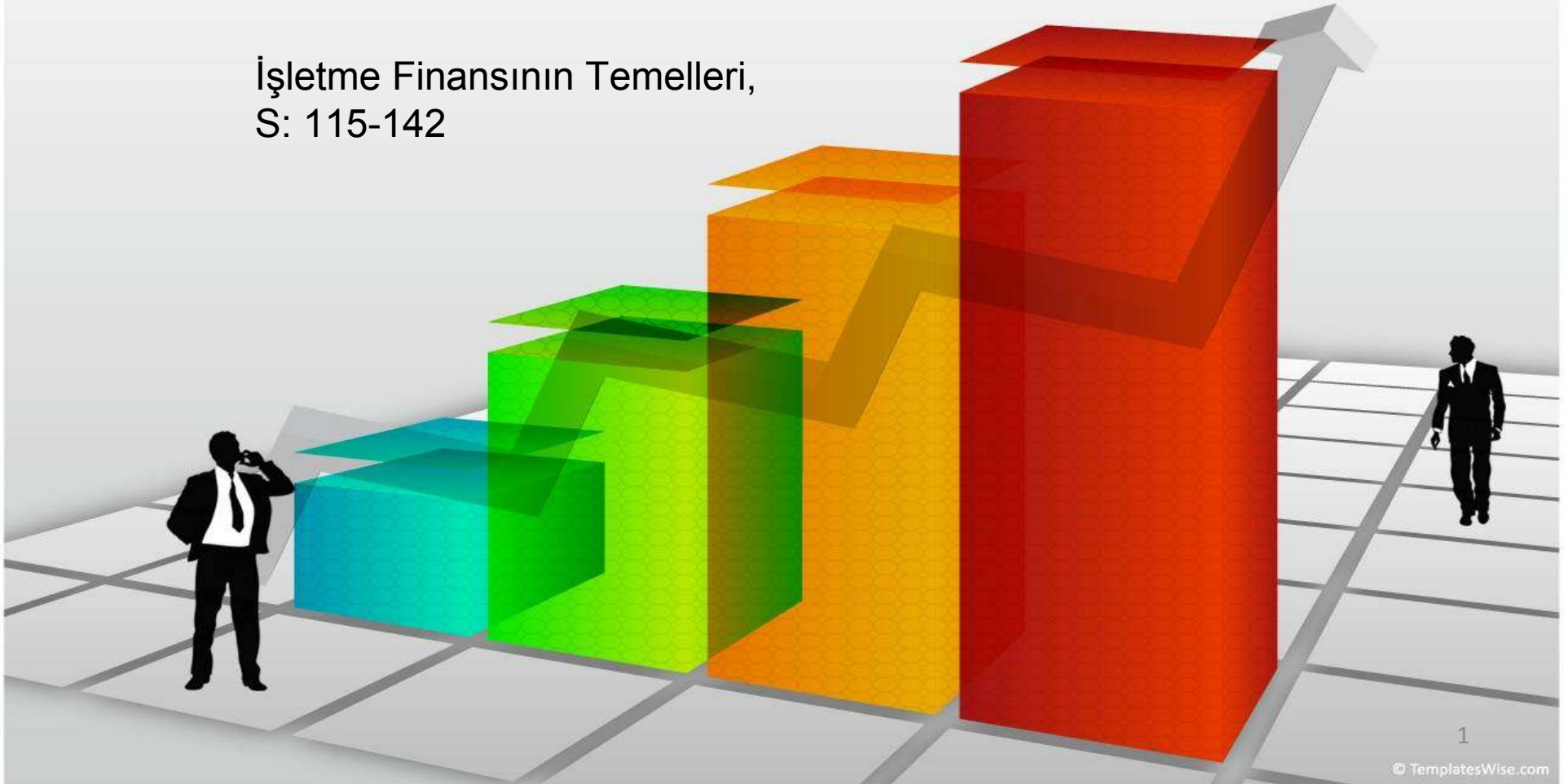


Hisse Senetleri Nasıl Değerlenir?

Tevfik Uyar

İşletme Finansının Temelleri,
S: 115-142



5.1 Menkul Kıymetler

- Özkaynakları arttırmanın yollarından birisi yeni hisse senedi satmaktır.
- Yatırımcılar, hisse senetlerini belli bir kâr artışını umarak satın alırlar.
- Hisse senetleri borsalarda satılır:
 - Birincil piyasalar
 - İkincil piyasalar



5.1 Menkul Kıymetler

- Hisse senetlerinde risk yüksektir.



AKENR Hisse Senedi 3 Aylık Grafiği

AKENR	En Düşük	En Yüksek
Günlük	13,90	14,30
Haftalık	13,90	14,40
Aylık	11,80	14,40
Yıllık	5,03	15,20

Kitapta bulunan örnek:

Citicorp hisseleri 1991 yılında gayrimenkul kredilerinde aşırı kayıplar olduğu söylentileriyle %42 değer kaybederek \$14,75'ten \$8,625'e inmiştir.

1992 yılı ortalarında Citicorp'un satış fiyatı \$21 idi.

5.1 Menkul Kıymetler

Temettü:

Ortakların dönem içinde elde ettikleri kârdan mevcut ortakların pay alma hakkıdır. Borsada işlem gören şirketler kar payı dağıtmaları halinde nakit ve/veya hisse senedi şeklinde dağıtılabilir. Temettüler iki şekilde dağıtılmaktadırlar; nakit olarak ortaklara ödenen temettüler ve Bedelsiz Sermaye Artırımı'na dahil edilerek karşılığında yeni senet dağıtılan temettüler.

“Sabır eken, temettü toplar”



5.1 Menkul Kıymetler

Temettü:

Kar payı, yani temettü:

- Şirketin kârının miktarına bağlı olup;
 - Dağıtılıp dağıılmaması;
 - Dağıtılabaksa ne kadar dağıtılabacağı;
 - Nakden mi yoksa hisse olarak mı dağıtılabacağı;

Şirket yönetim kurulu kararına bağlıdır.



İMKB'den Örnek

Kaynak: 08.04.2008 tarihli REFERANS Gazetesi:

Bilançosunu açıklayan, 18 İMKB-30 şirketi, 2007 yılında 13.9 milyar YTL net kâr elde ederken, bu rakamın 4.5 milyar YTL'si temettü (kâr payı) olarak yatırımcılara dağıtılıyor.

*Hisseleri İMKB'de işlem gören 15 bankadan 10'u yatırımcılarına **temettü** dağıtmazken, sadece 5 banka kârını yatırımcısıyla paylaştı.*

2007 yılında 1 milyar 298 milyon YTL net kâr açıklayan Tüpraş, yatırımcısına hisse başına 3.66 YTL kar payı dağıttı. Şirket, geçen yıl da 822 milyon YTL'lik net kârına karşılık yatırımcılarına toplamda 660 milyon YTL, hisse başına ise 2.63 YTL kâr payı dağıtmıştı. Halka açıklık oranı yüzde 49 olan Tüpraş'ta dağıtılan temettünün 450 milyon YTL'si borsadaki yatırımcılara ödeniyor.

*2 milyar 316 milyon YTL ile 2007'de kârlılıkta lider olan Garanti Bankası, bu yıl yatırımcılarına **temettü** dağıtmadı.*

5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

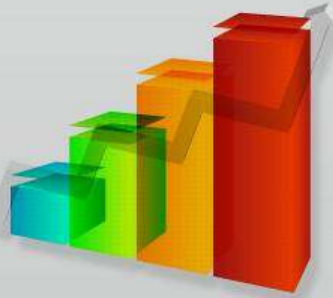
F/K Oranı:

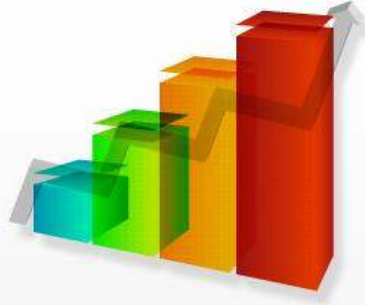
Fiyat kazanç oranı, hisse senedi fiyatının hisse senedi başına alınan kâr payına oranıdır.

Listedeki Temettü: Hisse senedi başına kâr.

DOW, $2,6/56,125 = 0,046$, yani %4,6 temettü vermektedir.

Hisse Adı	Hisse Fiyatı	F/K Oranı	Temettü
Dow Chemical (DOW)	\$56,125	31	\$2,6
Dow Jones (DJ)	\$27	22	\$0,8





5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

DOW CHEMICAL'IN 31 ARALIK 1992 TARİHLİ BİLANÇOSU
(x \$1.000.000)

Varlıklar		Borçlar ve Özkaynak	
Fabrika, teħizat ve diğer varlıklar	\$ 25.360	Borçlar	\$17.286
		Özkaynak	\$8.074

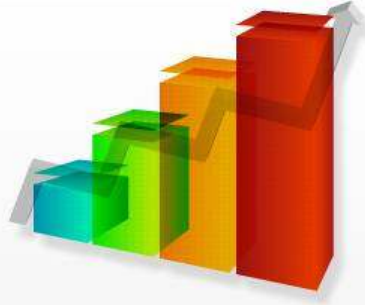
Hisse senedinin değeri, defter değerine eşit midir?

Özkaynak miktarı : 8 milyar USD

Piyasada dolaşan hisse sayısı : 273 milyon adet

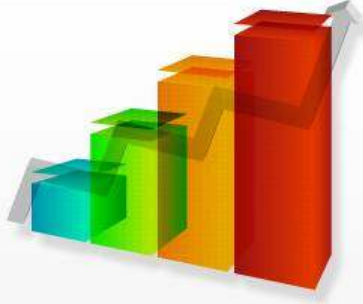
O halde defter değeri : $(8074/273)=\$29,58$

O tarihteki HS değeri : \$57,125



5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

Firm	Stock Price	Book Value per Share	Ratio: Price/Book Value
Amgen	77.31	5.41	14.3
Consolidated Edison	42.88	26.80	1.6
Ford	51.44	23.38	2.2
McDonald's	42.00	6.77	6.2
Microsoft	85.00	4.91	17.3
Pfizer	34.75	2.20	15.8
Walt Disney	29.19	10.06	2.9



5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

Tasfiye değeri, defter değerinden farklıdır; çünkü düşülen amortisman gerçeği yansıtmayabilir.

Örneğin: 1970 yılında United Airlines her biri 128 Milyon USD'den 4 adet Boeing 747 tipi geniş gövdeli ticari jet almıştır. 1986 sonunda bu uçakların defter değeri 200 bin USD olarak görünmektedir. Fakat uçakların fiili satış fiyatı 20 milyon USD üzerindedir.

Yine şirket duran varlıkları içerisinde bulunan bir takım kıymetler, rahiç bedelinden ya da defter fiyatından çok daha yüksek fiyatlara elden çıkarılabilir.

O halde hisse senedi değeri, tasfiye değeri midir?

**“Borsada beklentiler satın alınır,
gerçekler satılır.”**

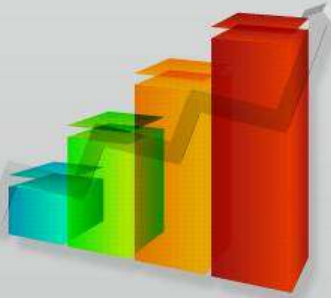
5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

Firmanın işleyen teşebbüs olarak değeri:

1. Ekstra kazanç gücü
(Potansiyel işbirlikleri, şirket kabiliyetleri vb.)
2. Maddi olmayan varlıklar
(Marka değeri, patent gelirleri vb.)
3. Gelecekteki yatırımların değeri
(Yeni ürünler, geliştirilecek ürünler, gelecekteki nakit akışı.)

Örnek: THY'nin İspanya'nın Barcelona Spor Kulübü ile yaptığı sponsorluk anlaşmasının anlaşma imzalandamadan önce piyasaya düşen haberleri hisse senedinin değerini 4.40'lardan 5,70 seviyelerine çıkarmıştır.

Kitap örneği: 1986'da Microsoft'un yatırımcılara sattığı zaman maddi varlıkları toplamı 73 milyon USD idi. MS/DOS işletim sisteminin ortaya çıkmasıyla birlikte bu değer 519 milyon USD'ye yükseldi.



5.2 Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Piyasa Değeri

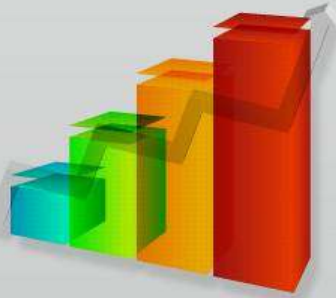
Örnek 5.1: Boston Edison ve Biogen

Kamu denetimine tabi elektrik firması olan Boston Edison bu özelliği sebebi ile kapasitesi kontrollü genişleyen, piyasası sınırlı ve yasal olarak makul miktarlarda kâr edebilen bir firmadır. Edison hisseleri defter değerinin sadece %10 fazlasıyla satılmaktadır.

Biogen ise yeni bir firmadır ve hemen hemen hiç kârı yoktur. 1992 sonunda birikmiş zararlarını 60.9 milyon USD olarak açıklamıştır; ancak 1992 sonunda Biogen hisseleri toplamı 1.6 milyar USD'dir.

Değer yaratan unsurlar: AR&GE, Bilgi, Patentler ve dolayısıyla gelecekteki nakit akışı.

Boston Edison'un değeri mevcut maddi varlıklardan, Biogen'in değeri gelecekteki yatırım fırsatlarından gelmektedir.



5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

Hisse senedi sahiplerine kâr payı ödemeleri iki şekilde olur:

1. Nakit Kâr Payı Ödemeleri
2. Bedelli ya da bedelsiz sermaye kazançları ya da zararları

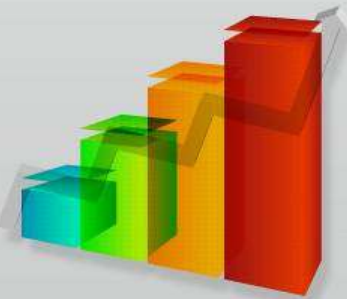
Hisse senedinin cari fiyatı : P_0
Bir yıl sonra beklenen fiyatı : P_1
Bir yıl sonra beklenen kâr payı : DIV_1

Beklenen Getiri:

$$r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

Blue Skies hisse senedi \$75'dir. Yatırımcılar gelecek yıl \$3 kâr payı beklemektedirler ve bir yıl sonra hisse senedinin \$81'den satılacağını ummaktadırlar.

$$r = \frac{\$3 + \$81 - \$75}{\$75} = 0.12 \text{ veya } \%12$$



$$r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

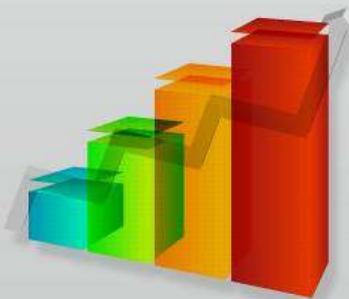
5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

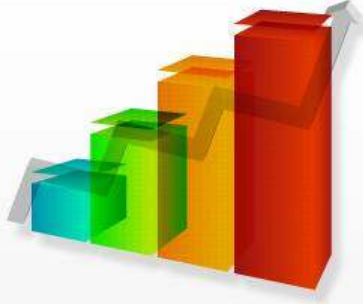
$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Beklenen kâr payı getirisi + Beklenen sermaye kazancı

$$\begin{aligned} &= \frac{DIV_1}{P_0} && + \frac{P_1 - P_0}{P_0} \\ &= \frac{\$3}{\$75} && + \frac{\$81 - \$75}{\$75} \\ &= .04 && + .08 = .12, \text{ or } 12\% \end{aligned}$$

= Beklenen Getiri





5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

Beklenen getiri ile fiili getiri birbiriyle örtüşmezler ve çok farklı da olabilirler. Örneğin THYAO 2009 yılı içerisinde %400'e yakın bir artış sağlamıştır.

Benzer şekilde 1991 yılında New York Borsası'nda WMS Industries, yıl başında \$3,63 iken yıl sonunda \$27,88'e yükselmiştir ve %669 getiri sağlamıştır. Southeast banking ise aynı yıl %-97,4 değer kaybetmiştir.

Tekrar edelim:

**“Borsada beklentiler satın alınır,
gerçekler satılır.”**

5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

Piyasada fiyatlar nasıl belirleniyor?

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r}$$

Blue Skies için tekrar hesaplayalım:

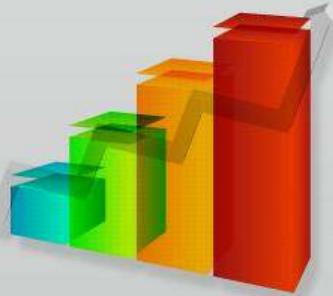
$$P_0 = \frac{\$3 + \$81}{1,12} = \$75$$

Peki hisse bu fiyattan yüksek olsaydı ne olurdu?

Hisse senedinin fiyatı yüksek olduğu için getiri oranı daha düşük çıkardı. Bu durumda yatırımcılar, eşit riskteki ancak daha yüksek getiri oranlı hisseleri almak için Blue Skies'ı satardı. Zira bu satıştan kâr da etmiş olurlardı.

Peki hisse bu fiyattan düşük olsaydı ne olurdu?

Hisse senedinin fiyatı düşük olduğu için getiri oranı daha yüksek çıkardı. Bu durumda hisse senedine talep artar ve fiyat normale ulaşana dek senedin fiyatı yükselirdi.



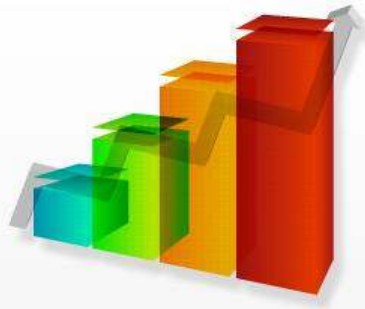
Kendini Sınama 5.3

Androscoggin Copper gelecek yılın kâr payını hisse başına 5 USD'ye yükseltiyor.

Gelecek yıl hisse senedi fiyatının tahmini 105 USD'dir. Diğer şirketlerin eşit riskli hisse senetleri yüzde 10 beklenen getiri oranı sunmaktadır. AND'ın hisse senedi kaçta satılmalıdır?

Çözüm:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} = \frac{\$5 + \$105}{1,10} = \$100$$



5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

Kar payı iskonto modeli:

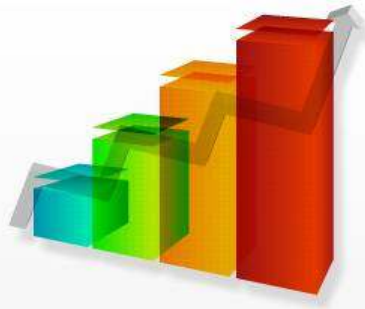
$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \dots$$

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} \longrightarrow$$

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r}$$

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \longrightarrow$$

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DIV_H + P_H}{(1+r)^H}$$



5.3 Hisse Senetlerini Değerleme

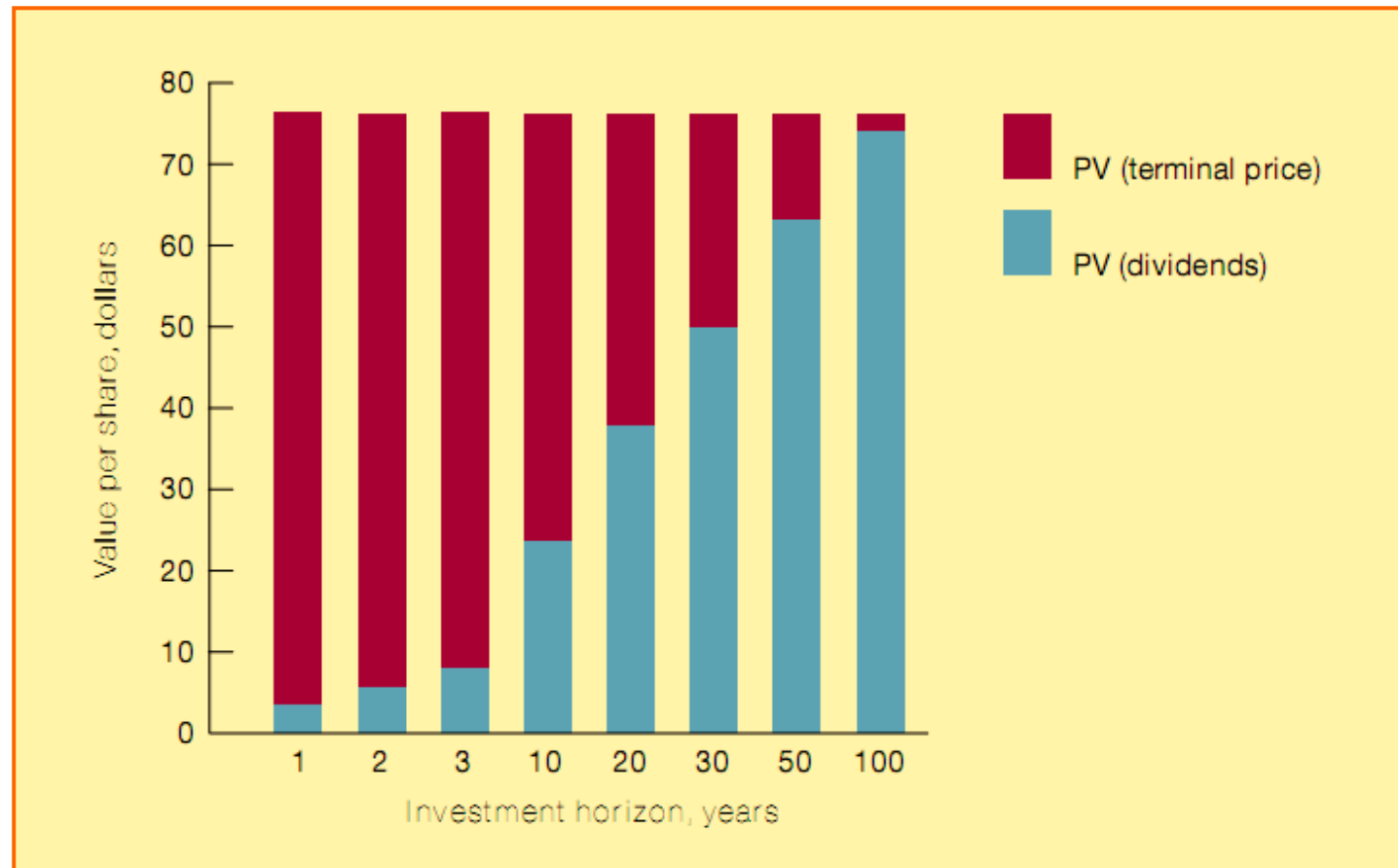
Kar payı iskonto modeli:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DIV_H + P_H}{(1+r)^H}$$

H yılı kaç olursa olsun burada P_0 yani hisselerin bugünkü değeri eşit çıkacaktır. Çünkü; hisse senedinin gelecek bir tarihteki değeri, hisse senedinin o tarihten sonraki kâr payları tahminlerine göre belirlenir.

Horizon, Years	PV (Dividends)	+	PV (Terminal Price)	=	Value per Share
1	\$ 2.68		\$72.32		\$75.00
2	5.26		69.74		75.00
3	7.75		67.25		75.00
10	22.87		52.13		75.00
20	38.76		36.24		75.00
30	49.81		25.19		75.00
50	62.83		12.17		75.00
100	73.02		1.98		75.00

5.3 Hisse Senetlerini Değerleme



5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

Bütün kazancını hissedarlarına dağıtan bir şirket yatırım yapmayacağı için büyüyemez.

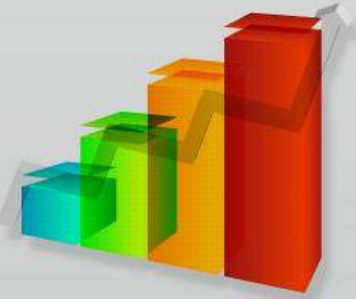
$$DIV_1 = DIV_2 = DIV_3 = \dots = DIV_t = \dots$$

Sonsuz vadeli tahvillerde olduğu gibi; daha önce kullandığımız formül seri açılımından:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r}$$

Olur. Şirket kazancının tümünü kâr payı olarak ödediği için kâr payı ve kâr aynıdır. Hisse senedinin değeri tam olarak şöyle hesaplanır (HBK: Hisse Başına Kazanç):

$$P_0 = \frac{HBK_1}{r}$$



Kendini Sınama 5.6

Moonshine Industries geçmiş 20 yılda haftada bir varil üretmiş, fakat bazı yasal sorunlar nedeniyle büyüyememişti. Hisse senedi başına yılda 25 dolar kazanmakta ve tümünü hissedarlarına dağıtmaktaydı. Hissedarlar yılda ortalama yüzde 20 getiri sağlaan eşit-riskli şans seçeneğine sahipti. Moonshine'ın bir hissesinin değeri ne kadardır? Şirketin sonsuz ömürlü olduğunu varsayın.

Çözüm:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r} = \frac{\$25}{0.20} = \$125$$

5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

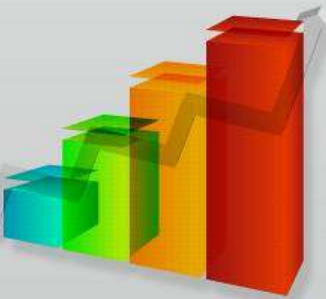
Sabit Oranda Büyüyen Kâr Payı İskonto Modeli

Sonsuz ömürlü hisse senedinin değerinin gerçek anlamda hesaplanması mümkün olmadığından basit modellere başvurulur. Tahmin edilen kâr paylarının sonsuza dek sabit bir oranda (g) büyümesi halinde, sonsuz sayıda kâr payı tahmini yerine, sadece gelecek yılın kâr payı ve büyüme oranı hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots$$

Blue Skies örneğine uygulayacak olursak ($g=0.08$):

$$P_0 = \frac{3}{1.12} + \frac{3.24}{1.12^2} + \frac{3.50^2}{1.12^3} + \dots$$



5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

Sabit Oranda Büyüyen Kâr Payı İskonto Modeli

Yine seri toplam formüllerinden, sonsuz elemanlı toplam dizimiz aşağıdaki şekilde basitleştirilebilir:

Hemen ödenecek kâr payı ile:

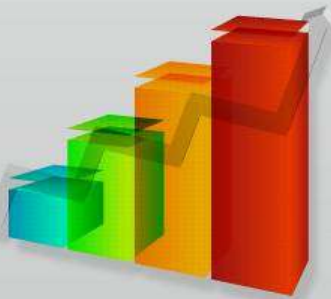
$$P_0 = DIV_0 + \frac{DIV_1}{r - g}$$

DIV_0 ödenmişse:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

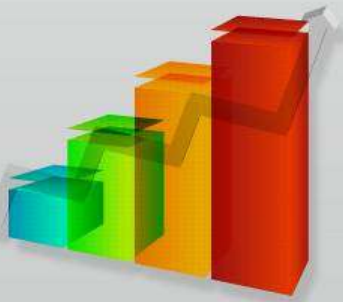
Blue Skies'a bakalım:

$$P_0 = \frac{\$3}{0.12 - 0.08} = \$75$$



5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$



5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

Beklenen Getiri Oranının Tahmini:

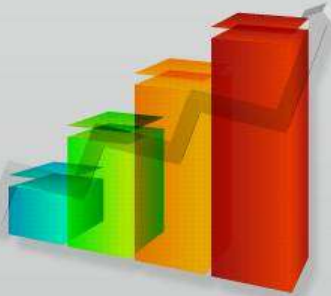
Şu ana dek rakip yatırımlarla eşit varsayımda bulunduk. Ancak bu değer farklı yollardan da elde edilebilir: İstatistiksel model bunlardan biridir. Bir de Kararlama Yöntemler (rules of thumb) vardır.

Sabit oranda büyüyen kâr payı iskonto modeli:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g \quad \text{Kar payı getirisi} + \text{Büyüme Oranı}$$

DIV ve g beklenen getiri oranı r'yi belirlemez. R'yi, eşit riskli diğer hisse senetlerinin sağladığı getiri oranı belirler. Bu getiri Blue Skies'in tahmin edilen gelecek kâr payları için bugün yatırımcıların ne kadar ödemeye istekli olduklarını belirler.

Talep edilen getiri oranı Blue Skies'a ya da başka herhangi bir şirkete özgü değildir.



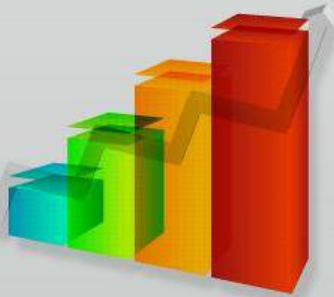
5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

ANLAŞILIR BİR ÖRNEK:

Blue Skies en büyük rakibi Nasty'e karşı dava kazanmış, tazminat hisse sendi başına 5 dolar tutmuş ve Blue Skies bunu bir defalık özel bir kâr payı olarak hemen hissedarlara ödemeye karar vermişti. Yatırımcılar haberi alır almaz hisse senedi fiyatı \$80'e kadar yükselmiştir. Daha sonra kâr payı ödenir ödenmez tekrar \$75'e kadar düşmüştür. Yani r değişmemiştir.

Farklı bir durum düşünelim: Blue Skies tazminat kazanmasaydı da, Nasty kapansaydı ve pazardan çekilseydi, Blue Skies'in büyüme yaratacak gücü artardı. Daha önce %8 olan büyüme beklentisinin %9 olması dolayısıyla hisse senedi fiyatı artardı ve değeri:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{\$3}{0.12 - 0.09} = \$100$$



Kendini Sınama 5.7

Androscoggin Copper, belirsiz bir süre için yıllık %5 büyüebilmektedir. Hisse senedi \$100'dır ve gelecek yılın kâr payı \$5'dir. Carabasset mining'in hisse senedine yapılan yatırımdan beklenen getiri oranı nedir? (Şirketler eşit risklidir)

Çözüm:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g = \frac{\$5}{100} + 0.05 = 0.10$$

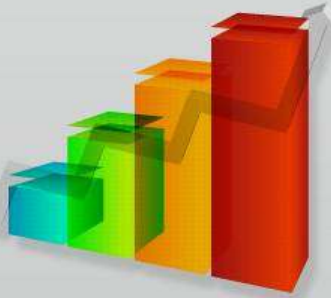
5.4 Kâr payı iskonto modelinin basitleştirilmesi

ANLAŞILIR BİR ÖRNEK:

Blue Skies en büyük rakibi Nasty'e karşı dava kazanmış, tazminat hisse sendi başına 5 dolar tutmuş ve Blue Skies bunu bir defalık özel bir kâr payı olarak hemen hissedarlara ödemeye karar ermişti. Yatırımcılar haberi alır almaz hisse senedi fiyatı \$80'e kadar yükselmiştir. Daha sonra kâr payı ödenir ödenmez tekrar \$75'e kadar düşmüştür. Yani r değişmemiştir.

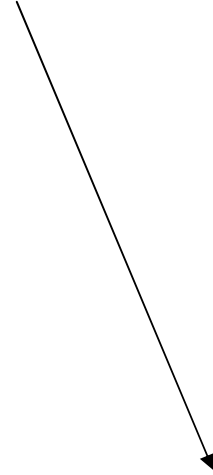
Farklı bir durum düşünelim: Blue Skies tazminat kazanmasaydı da, Nasty kapansaydı ve pazardan çekilseydi, Blue Skies'in büyüme yaratacak gücü artardı. Daha önce %8 olan büyüme beklentisinin %9 olması dolayısıyla hisse senedi fiyatı artardı ve değeri:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{\$3}{0.12 - 0.09} = \$100$$

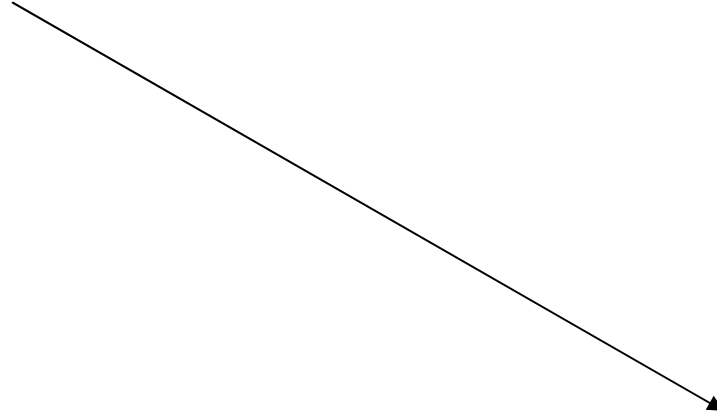


5.5 Büyüme Sağlayan ve Gelir Sağlayan Hisse Senetleri

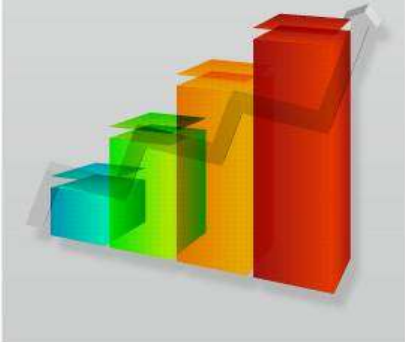
Hisse Senetleri



Gelir Sağlayan



Büyüme Sağlayan



5.5 Büyüme Sağlayan ve Gelir Sağlayan Hisse Senetleri

Blue Skies Örneği Üzerinden:

Blue Skies'in mevcut varlıkları senet başına \$5 kâr yaratıyor.

Dağıtılan \$3 olduğuna göre;

Kâr payı dağıtım oranı : %60.

Yeniden yatırım oranı : %40.

Özkaynaktan %20 getiri elde edildiği bilinmektedir:

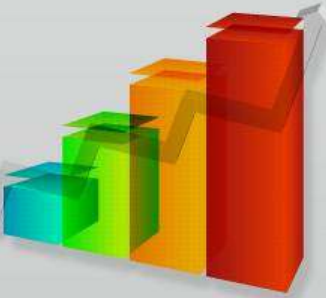
$g = \text{özkaynak getirisi} \times \text{yeniden yatırım oranı} = 0,20 \times 0,40 = 0,08$

Kâr payı dağıtılmadan tamamı yeniden yatırılırdı: $0,20 \times 1 = 0,20$

Peki Blue Skies hiç yatırım yapmasa ne olurdu?

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{\$5}{0.12 - 0} = \$41.67$$

Aradaki ($\$75 - \$41,67 = \$33,33$), Blue Skies'in yapmayı umduğu gelecek yatırımlarının net bugünkü değeridir.



5.5 Büyüme Sağlayan ve Gelir Sağlayan Hisse Senetleri

Büyüme fırsatlarının bugünkü değeri (BFBD):

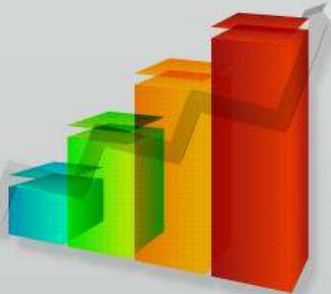
Eğer yeniden yatırım politikası aynen devam etseydi ama özkaynakların getirisi, yatırımcıların getirisine eşit olsaydı?

$g = \%12 \times 0.40 = \%4.8$ (Sürdürülebilir büyüme oranları)

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{\$3}{0.12 - 0.048} = \$41.67 \quad \text{(Bu kısım kitapta yanlış yazılmıştır)}$$

Tüm kârı dağıtıyormuşçasına eşit çıkardı.

BLUE SKIES'in PİYASA DEĞERİNE DAYALI BİLANÇOSU (Hisse Senedine Göre)			
Varlıklar		Borçlar ve Özkaynak	
Mevcut Varlıklar	\$41.67	Özkaynak	\$75
Yatırım Fırsatları	\$33.33		



Kendini Sınama 5.9

Blue Skies yönetiminin parayı kârlı işlere yeniden yatırmak yerine, özkaynak üzerinden yüzde 10'luk bir beklenen getiriyle yatırdığını varsayın; bu, yatırımcıların karşılaştırılabilir menkul kıymetlerden elde etmeyi bekleyecekleri %12'lik getiriden düşüktür.

- Bu koşullarda kârların ve kâr paylarının sürdürülebilir büyüme oranını bulun. %60'lık yeniden yatırım oranı varsayın.
- Yeni yatırım fırsatlarının yeni değerini bulun. Kârların ve kâr paylarının büyüme oranı pozitifken bu değer neden negatif olduğunu açıklayın.
- Bir şirket yöneticisi olsaydınız, satınalma girişimi için Blue Skies iyi bir aday olur muydu?

Çözüm:

- Sürdürülebilir büyüme oranı = $g = \%10 \times 0.40 = \%4$
- $DIV_1 = \$3,00$ olduğuna göre;

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{\$3}{0.12 - 0.04} = \$37.50$$

5.5 Büyüme Sağlayan ve Gelir Sağlayan Hisse Senetleri

Fiyat-Kazanç Oranı (F/K):

Tüm durumlar için:

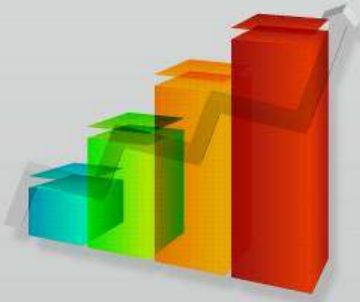
\$75'lık hisseye \$5 kar ile:

$$F/K = \$75 / \$5 = 15$$

Büyüme fırsatlarının olmadığı durumda:

$$F/K = \$41.67 / \$5 = 8.33$$

F/K oranı hisseden beklenenlerin bir göstergesidir.



5.5 Büyüme Sağlayan ve Gelir Sağlayan Hisse Senetleri

Kazanç-Fiyat Oranı (K/F):

Tüm durumlar için:

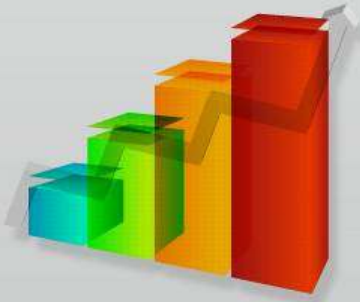
\$75'lık hisseye \$5 kar ile:

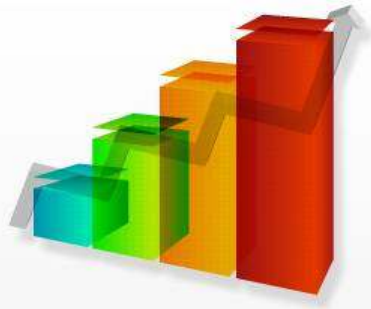
$$K/F = \$5 / \$75 = \%6,7$$

Büyüme fırsatlarının olmadığı durumda:

$$K/F = \$5 / \$41.67 = \%12$$

Eğer BFBD = 0 ise, K/F, beklenen getiriye eşittir. Eğer BFBD pozitifse, talep edilen getiri K/F oranından daha yüksektir.





SORULAR?

