

## ŞİRKETLERİN YAŞAM DÖNGÜSÜ VE ŞİRKET DEĞERLEMESİ

**Dr.Hasan Yalçın, YMM, E.Hesap Uzmanı**

Doğada her şeyin bir ömrü olduğu gibi tüm şirketlerin de kendilerine ait bir ömürleri vardır. Bu ömür çerçevesinde tüm ürünler, şirketler ve sanayiler yaşam döngüsü denilen bir dizi gelişme evrelerinden ve aşamalarından geçerler.<sup>1</sup> Bu gelişme evreleri ve geçirilen aşamaları basitçe kuruluş (doğuş), büyüme, olgunlaşma ve çöküş evreleri olarak sınıflandırmak mümkündür. Yani şirketler doğar, yaşar ve ölürlür.<sup>2</sup>

Bir şirketin değerlemesini yaparken, söz konusu şirketin kendi yaşam döngüsünün hangi aşamasında bulunduğu, şirketin gerçekleştirilen değerlemesinin sonucuna etki etmektedir. Bir şirketin yaşam evrelerindeki farklı aşamalar, değerlendirme yapabilmek açısından farklı zorluk derecelerine sahiptir. Bununla birlikte bir şirketi yaşam evresinin her aşamasında değerlemek mümkündür.<sup>3</sup> Zira her

şirketin, her aşamada belli bir değeri vardır.

Yaşam döngüsünden geçen şirketler, genç bir fikir şirketi olarak başlarlar, yüksek büyüme aşamasına geçerler, olgunlaşma evresine gelirler ve son olarak da düşüşü yaşarlar.



Yaşam döngüsünün farklı evrelerindeki şirketlerin değerlerini tahmin ederken kullanılan girdiler geniş bir değişkenlik

<sup>1</sup> Gup, B.E. (2010) "Two Frameworks for Understanding Valuation Models", *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners* (ed. Thomas, R. & Gup, B.E.) John Wiley & Sons, New York, s.6

<sup>2</sup> Warusawitharana, M. (2012) "Profitability and the Lifecycle of Firms", *Board of Governors*

*of the Federal Reserve System*, s.1

<http://missaka.marginalq.com/FirmLifecycle.pdf> (Erişim 12.01.2013)

<sup>3</sup> Damadoran, A. (2011) *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit*, John Wiley & Sons, New York, s.6

gösterdiğinden, yaşam döngüsünü beş aşamaya bölmek ve her aşamadaki zorluklar üzerine düşünmek yararlı olacaktır.

Bununla birlikte bu aşamaların her şirket tarafından farklı uzunluklarda yaşanabileceği akıllarda tutulmalıdır. Örneğin Google ve Amazon gibi şirketler erken dönemlerini çok hızla geçerek çabuk bir şekilde büyüme şirketlerine dönmüşlerdir. Coca-Cola'nın ise büyüme dönemi bir türlü dinmemektedir.

## Başlangıç

Her iş bir fikirle başlar. Bir işin piyasada filizlenmesi için, bir girişimcinin, o fikrin belli bir ihtiyacı karşıladığını görmesi (ya da gördüğünü sanması) gerekir. Çoğu fikir hiçbir yere gitmez fakat bazı bireyler, fikre yatırım yapmak için bir sonraki adımı atarlar. Şirketler için kurulum aşamasında gerekli olan yatırım öz sermaye ve borçlardan sağlanmaktadır.<sup>4</sup> Bu yatırım sermayesi genellikle kişisel fonlardan (birikimler, arkadaşlar ve aile), yatırım sermayesi sağlayan kurumlardan ya da yeni şirketler için sağlanan kamu desteklerinden elde edilir.<sup>5</sup>

Özellikle fon gereksinimine çok ihtiyaç duyulan erken dönemlerde, melek yatırımcıların rolü ve etkisi önemlidir.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Komisyon (2011) *Financing High-Growth Firms, The Role of Angel Investors*, OECD, s.9

<sup>5</sup> Dulleck, U. & Frieters, P. & Winter-Ebmer, R. (2006) "Reducing Start-up Costs for New Firms: The Double Dividend on the Labor Market", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol.108 (2), s.318

<sup>6</sup> Karabayır, M.E. & Gülşen, A.Z. & Çıfci, Z. & Muzaffar, H. (2012) "Melek Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Girişimci Odaklılığının Rolü: Türkiye'deki Melek Yatırımcılar Üzerine Bir Çalışma", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Vol.67 (2), s.70

Tüm bu şartlar sağlanır, gerekli sermaye elde edilir ve ardından da olabilecek en iyi senaryo gerçekleşirse, bir ticari ürün ya da hizmet ortaya çıkabilmektedir. Bununla birlikte ortaya çıkan ürün ya da hizmetin başarılı olup olamayacağı henüz bilinmemektedir.<sup>7</sup>

Ortaya konulan ürün ya da hizmetin, hazır bir piyasa bulduğunu varsaysak bile, iş genellikle daha çok sermayeye erişmeyi gerektirecektir. Bu yeni sermaye ihtiyacı da genellikle yatırdığı paradan daha büyük geri dönüşler hedefleyen risk sermayedarları tarafından karşılanmak durumundadır.<sup>8</sup> Buradaki risk, şirketin etkin olamaması durumunda piyasadaki silinmesi ve kendisine yapılan tüm yatırımları da beraberinde yok etmesidir.<sup>9</sup>



<sup>7</sup> Gup, B.E. (2010) "Two Frameworks for Understanding Valuation Models", *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners* (ed. Thomas, R. & Gup, B.E.) John Wiley & Sons, New York, s.6

<sup>8</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.14

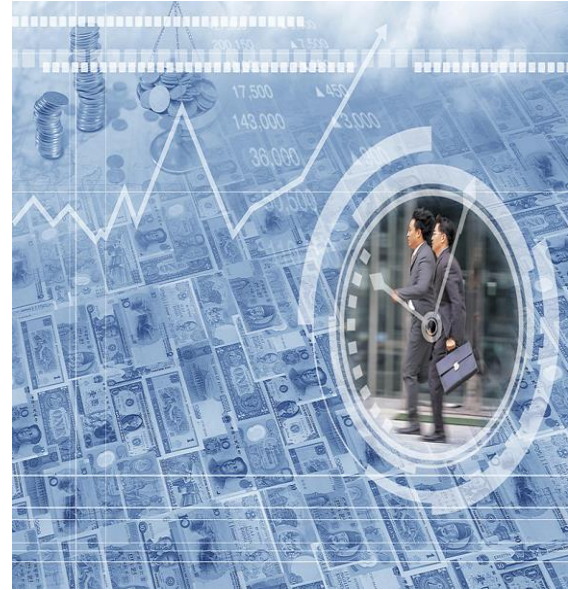
<sup>9</sup> Jovanovic, B. (1982) "Selection and the Evolution of Industry", *Econometrica*, Vol. 50 (3), s.649

Yeni giriş yapan firmaların büyük bir kısmı, küçük ve özellikle sermaye yoğun endüstrilerde optimum çıktı ölçeğinin altında faaliyet gösterme eğilimindedir. Bu nedenle, yeni firmaların hayatta kalmasına en büyük zarar ölçek ekonomilerinin önemli rol oynadığı piyasalardan gelecektir.<sup>10</sup>

Optimum düzeyin altında ölçeğe sahip yeni şirketlerin ilk dönemlerinde başarısız olma riskleri çok yüksektir ve bu nedenle sert rekabet ortamında ve piyasanın eleme sürecinde hayatta kalabilmek için büyümek zorundadırlar.<sup>11</sup> Bu nedenle şirketin değeri halen geleceğe ilişkin potansiyele bağlı olarak hesaplanabilmektedir. Dolayısıyla yatırımcıyı bu şirkete yatırıma güdüleyen şey, bu işin potansiyel değeridir.<sup>12</sup>

Fikrin bir işe dönüştürülerek hedeflenen ürünün ortaya çıkarılmasından sonraki aşama, bir işin biçimlendirilmesinden sonraki ilk aşamayı temsil eder. Ürün genellikle hala sınanmamıştır ve yerleşik bir piyasası yoktur. Böyle bir durumda şirketin gerçekleştireceği satış ve üreteceği değer hakkında bir tahmin üretilmelidir.<sup>13</sup> Fakat şirketin cari operasyonlar terimleriyle, operasyon tarihi ve karşılaştırılabileceği başka şirketler bulunmamaktadır. Bu şirketin değeri tamamıyla onun gelecekteki büyüme potansiyeline dayanmaktadır. Bu şirket

için değerlendirme yapmak en büyük meydan okuyuştur zira değerlendirme yapabilmek için pek az kullanışlı bilgi vardır. Girdilerin tahmin edilmesi gerekir ve bu tahminlerde hatırı sayılır miktarda hatalar barınır. Geleceğe ilişkin büyüme tahminleri genellikle var olan yöneticilerin yetkilerinin ve onların gelecek vadeden bir fikri, bir ticari başarıya dönüştürebilme kapasitelerinin varlıklarına bağlıdır.<sup>14</sup>



## Genişleme

Şirketlerin başlangıç aşamalarının ardından gelen büyüme süreçleri, şirketler üretim hacimlerini arttırdıkça yeni yönetim ve örgütsel becerileri gerektirmektedir.<sup>15</sup> Zira şirketlerin yaşam döngülerinin genişleme aşamasında rekabet artmakta,

<sup>10</sup> Phillips, B.D. & Kirchoff B.A. (1989) "Formation, Growth, and Survival: Small Firm Dynamics in the U.S. Economy," *Small Business Economics*, Vol.1 (1), s.66

<sup>11</sup> Karagöz, M. & Demirgil, H. (2009) "Firma Büyüme Performansını Etkileyen Faktörler", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol.14 (2), s.49

<sup>12</sup> Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press, s.8

<sup>13</sup> Komisyon (2001) *İş Kurmak ve Yönetmek*, KOSGEB Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü, Ankara, s.9

<sup>14</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.14

<sup>15</sup> Karagöz, M. & Demirgil, H. (2009) "Firma Büyüme Performansını Etkileyen Faktörler", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol.14 (2), s.48

ürün fiyatları düşmekte ve sektör karlılıkları yükselmektedir.<sup>16</sup> Rekabet testinden geçmeyi başaran bazı fikir şirketleri, genç büyüme şirketlerine dönüşmeye başlarlar. Böyle şirketlerin ürünleri ve hizmetleri niş bir piyasa bulmuştur ve bu şirketlerin çoğu halk piyasasına geçiş yaparlar ve pek azı özel bir alanda kalır.

Gelir büyümesi genellikle yüksektir fakat pazar payını arttırmak için üstlenilen masraflar kayıplarla, eksi nakit akımlarıyla sonuçlanabilir. Fakat gelir büyümesi devam ettikçe, kazançlar artıya geçer ve genellikle ilk yıllarda büyüme katlanarak ilerler. Yani bir şirket bir kere müşterileri cezp etmeyi başardığında ve piyasada bir varlık göstermeye başladığında gelirleri hızla artar fakat hala bir miktar raporlama kayıpları söz konusudur.

Şirketin cari operasyonları fiyatlamada, karlılıkta ve büyüme beklentilerinde yararlı ipuçları sağlar fakat cari karlılıklar geleceğe yansıtılamaz. Şirketin operasyon tarihi hala sınırlıdır ve dönemden döneme büyük değişiklikler gösterir.<sup>17</sup>

Genişleme aşaması göz kamaştırıcı başarıların ve göz kamaştırıcı başarısızlıkların dönemidir. Bu aşamada yalnızca en iyi şirketler ayakta kalabilir.<sup>18</sup> Bu şirketin değerinin çoğu hala onun beklenen büyümesine dayalıdır. Bu aşamada değerlendirme biraz daha basitleşmiştir fakat bilgi hala sınırlı ve güvenilemezdir ve değerlendirme için

kullanılan girdiler zaman içerisinde büyük ölçüde değişkendir.

Karşılaştırmak gerekirse, büyüyen genç şirketleri değerlemek, yeni başlayan şirketlerden ya da fikir şirketlerinden biraz daha kolaydır. Ürünler ve hizmetlere ilişkin piyasalar daha açıkça belirlenmiştir ve cari finansal durumlar, gelecekteki karlılığa ilişkin bazı ipuçları sunmaktadırlar. Beş anahtar tahmin konusu hala değerlendirme belirsizliği yaratabilmektedir.



Bunların ilki gelir büyümesinin ne kadar iyi olduğudur. Başka bir deyişle, şirket büyüdükçe, şirketin gelir büyümesi ne hızda azalacaktır. Bu sorunun yanıtı şirketlere göre ve şirketlerin rekabet

<sup>16</sup> Gup, B.E. (2010) "Two Frameworks for Understanding Valuation Models", *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners* (ed. Thomas, R. & Gup, B.E.) John Wiley & Sons, New York, s.7

<sup>17</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New*

*Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.14

<sup>18</sup> Gup, B.E. (2010) "Two Frameworks for Understanding Valuation Models", *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners* (ed. Thomas, R. & Gup, B.E.) John Wiley & Sons, New York, s.7

avantajları ile hizmet ettiği piyasanın durumuna göre değişiklik gösterecektir.

İkinci mesele, gelirler büyürken, zaman içerisinde kar paylarının nasıl evirileceğine karar vermektir. Üçüncü konu, gelir büyümesini sürdürülebilir kılmak için yeni yatırımlar üzerine yatırımların getirileri hakkında yargılar ile eş zamanlı olarak mantıklı varsayımlar yapmaktır. Dördüncü konu, zaman içerisinde gelir büyümesi ve kar payları değişirken, şirketin riskinin de aynı zamanda değiştiğini ve bu nedenle gelecekte riskin nasıl evirileceğini tahmin etme gerekliliğinin bulunmasıdır. Son mesele, büyüme şirketlerinde öz sermaye değerlendirirken, şirketin çalışanlarına zaman içerisinde verme ihtimali olan primler ve bu primlerin hisse başına değer üzerindeki etkisiyle yüz yüze gelmektir.<sup>19</sup>

## Yüksek Büyüme

Yüksek büyüme gösteren şirketleri değerlemek, yüksek belirsizliğe sahip olan şirketleri değerlemek anlamına gelmektedir ve bu bir meydan okuyuştur. Hatta bazı uygulamacılara göre bu umutsuz bir çabadır.<sup>20</sup>

Yüksek büyüme kavramı, piyasadaki şirketlerin çoğunluğuna göre daha yüksek bir oranla büyüyen bir şirkete işaret etmektedir.<sup>21</sup> Bu aşamada şirketin gelirleri hızla büyümekle birlikte kazançlar, gelirlerin biraz gerisinde kalma eğilimi

taşıdığından büyümeyi yüksek hızda tutabilmek için şirkete dışarıdan sermaye girişi sağlayabilmek önemlidir. Fakat genç şirketler için, özellikle de yenilikçi yüksek büyüme odaklı şirketler için borç almak özellikle zordur zira maddi varlıkları azdır ve bu nedenle borç karşılığı olarak gösterebilecekleri aynı teminatları yoktur ve risk profilleri daha yüksektir.<sup>22</sup>

Söz konusu aşama sırasında hem cari operasyonlar hem de şirketin operasyon tarihi, şirketi değerlemek için kullanılacak bilgileri içerir hale gelir. Bununla birlikte hızlı büyüme safhasındaki bir şirketin sunduğu tarihi veriler, onun gelecek beklentisi adına sınırlı bir açıklayıcılığa sahip olacaktır. Bu nedenle de bu tip şirketleri değerlemeye girişirken işe geçmişle değil, gelecekle başlamak daha uygun olmaktadır.<sup>23</sup>



Genellikle bu safhada, değerlemesi yapılan şirketle karşılaştırabilecek şirket sayısı en yüksek seviyededir. Bu şirketin varlıkları önemli bir değere ulaşmıştır fakat değer

<sup>19</sup> Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press, s.9, 10

<sup>20</sup> Koller, T. & Goedhart, M. & Wessels, D. (2010) *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley&Sons, New Jersey, s.717

<sup>21</sup> Komisyon (2008) *High Growth Firms in the UK: Lessons From an Analysis of Comparative UK Performance*, BERR, s.4

<sup>22</sup> Komisyon (2011) *Financing High-Growth Firms, The Role of Angel Investors*, OECD, s.19

<sup>23</sup> Koller, T. & Goedhart, M. & Wessels, D. (2010) *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley&Sons, New Jersey, s.718

halen büyük oranda gelecekteki büyümeden kaynaklanmaktadır. Bu aşamada genel olarak daha fazla bilgi mevcuttur ve girdilerin tahmini daha basit hale gelmiştir.<sup>24</sup>

## Olgun Büyüme

**Olgun bir şirketin büyüme beklentileri,** gelişen ve küçük şirketlere oranla daha kesin ve nettir, çünkü belirsizlik burada çok daha düşüktür. Olgun şirketler ne yaptıklarını, kimi çalıştırdıklarını ve piyasa koşullarını iyi bilmektedir.<sup>25</sup> Bununla birlikte büyüme şirketlerinin en iyileri bile, büyümenin onlara karşı çalışmaya başlayacağı bir noktaya ulaşırlar. Gelirlerindeki ve kazançlarındaki büyüme oranları, **ekonominin büyüme oranına** yaklaşır. Bu evrede, bir şirketin değerinin çok büyük bir bölümü var olan yatırımlardan kaynaklanır. Gelir büyümesi istikrarlıdır ve kar payları bir kalıba oturmuştur. Bu durum kazançları ve nakit akımlarını tahmin etmeyi kolaylaştırır.<sup>26</sup>

Böyle şirketlerde tahmin kolaylaşmakla birlikte, analistin potansiyel sorunları göz ardı etmemesi gerekir. Bu potansiyel sorunların ilki operasyon (gelirleri ve kazançları da içeren şekilde) sonuçlarının, şirketin var olan varlıklarını ne kadar faydalı kıldığını yansıtmadır.

Operasyon etkinliğindeki değişimlerin kazançlar ve nakit akımları üzerinde yakın

dönemde bile büyük etkileri olabilir. İkinci sorun olgun şirketlerin zaman zaman yeniden büyüme potansiyeli yaratmak için, devralmalara yönelmesidir. Devralmaların çapını ve sonuçlarını öngörmek, organik ya da iç yatırımları tahmin etmekten çok daha zordur. Üçüncü sorun, olgun şirketlerin değerlerini arttırmak için daha çok finansal yeniden yapılanmaya eğilim göstermeleridir. Son mesele de olgun şirketler bazen oylama ve kontrol haklarında farklılıklar taşıyan mülkiyet belgeleri (equity claims) dolayısıyla da farklı değerler içerebilirler.<sup>27</sup>



Şirketlerin yalnızca başlangıçta çeşitli engeller değil olgunluk döneminde de çeşitli engelinden olumsuz etkilendiği ve başarısızlık oranlarının yaş ile tersine çevrilmiş U biçiminde bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir.<sup>28</sup> Bununla birlikte,

<sup>24</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.14, 15

<sup>25</sup> Karagöz, M. & Demirgil, H. (2009) "Firma Büyüme Performansını Etkileyen Faktörler", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Vol.14 (2), s.50

<sup>26</sup> Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press, s.10

<sup>27</sup> Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, FT Press, s.11

<sup>28</sup> Levinthal, D.A. & Fichman, M. (1988) "Dynamics of Interorganizational Attachments: Auditorclient

Relationship", *Administrative Science Quarterly*, Vol.33 (4), s.347

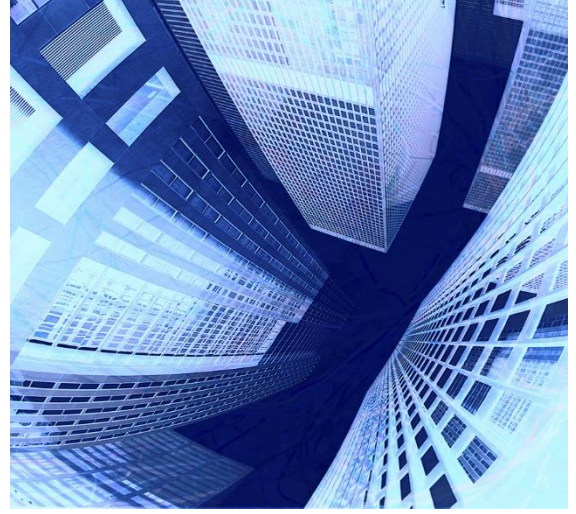
olgunlaşmanın yararlı etkileri de uzun dönemde başarısızlık oranlarını azaltmaktadır.<sup>29</sup>

Dolayısıyla **şirketlerin büyümeleri yataylaşmaya başladıkça**, genellikle iki durumla karşılaştıkları söylenebilir. İlk durum kazançlar ve nakit akımların geçmiş yatırımları yansıtarak hızla artmaya devam etmesi, ikinci durum ise ve yeni projelere yatırım yapma gereksiniminin düşmesidir. Bu aşamada şirketin geleceği yansıtan cari operasyonları, şirketin piyasaları hakkında temel bilgiler veren bir operasyon tarihi ve yaşam döngüsünün aynı aşamasında yer alan ve karşılaştırılabilir olan çok sayıda şirket vardır. Varolan varlıklar, **şirketin değerine, beklenen büyümeye göre** daha çok katkı yapar ve değerlendirme girdileri istikrarlıdır.<sup>30</sup>

## Düşüş

**Yaşlı şirketler**, kendilerini verimsiz kılan ve dışsal çevredeki değişimlere yeterince ayak uyduramayan durağan bir yapıya sahiplerdir.<sup>31</sup> Bu şirketler kendi yaşam döngülerinde, var oldukları piyasalarda büzüşürler ve daha az karlı hale gelirler ve gelecek tahminleri de aynı şekilde daha düşük getiri beklentilerinden oluşmaktadır. Bu şartlar altında bu şirketler, değerlerini tamamıyla var olan varlıklarından sağlarlar ve bu değer de zaman içerisinde daralması beklenir. **Yaşam döngüsündeki bu son aşamaya düşüş adı verilmektedir.**

Bu evredeki şirketlerin hem gelirleri hem de kazançları işleri olgunlaştıkça düşmekte ve yeni rakipler onları ele geçirmektedir. Var olan yatırımlar nakit akımı sağlamaya devam etse de, bu düşen bir hızda gerçekleşmektedir ve şirketin yeni yatırımlara gereksinimi azdır. Şirketin karşılaştırılabileceği şirketler bu evrede azalmaya yüz tutar ve karşılaştırılacak şirketler de ya olgun büyüklüğe erimiş ya da düşüş aşamasına geçmişlerdir.<sup>32</sup>



Şirketlerin düşüş aşamalarında sıklıkla görülen bu gibi iç sorunlar şirketlerin önemli bir oranının **ömrünü tamamlaması** yolunda önde gelen faktörlerdendir. Bu sorunlar yanlış yönetimin veya aşırı risk almanın sonucu olabildiği gibi, söz konusu şirketlerin uzun süredir sorunları olan veya değişmekte olan pazar koşullarına

<sup>29</sup> Fichman, M. & Levinthal, D.A. (1991) "Honeymoons and Liability Adolescence: A New Perspective on Duration Dependence in Social and Organizational Relationship", *Academy of Management Review*, Vol.16, s.451

<sup>30</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.15

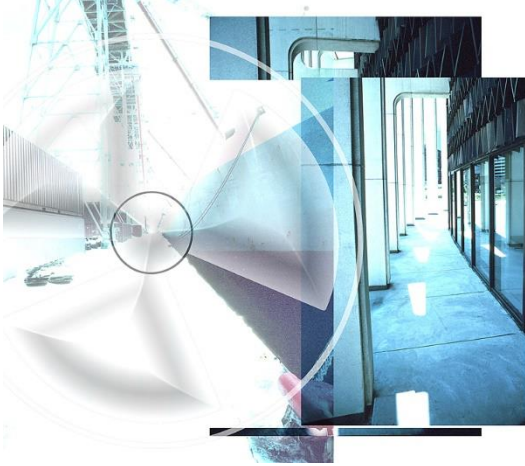
<sup>31</sup> Thornhill, S. & Amit, R. (2003) "Learning from Failure: Organizational Mortality and the Resource-Based View", Analytical Studies Branch Research Paper Series, Statistics Canada No. 202, s.4

<sup>32</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.15

kendilerini adapte edemeyen kuruluşlar olduğu görülmektedir.<sup>33</sup>

Düşüş aşamasında olan bu şirketleri değerlemek, zaman içerisinde elden çıkarılacak varlıklar ve şirkette bırakılacak varlıkların karlılığı hakkında yargılarda bulunmayı gerektirir. Elden çıkarılacak bu varlıklardan elde edilecek nakitin ne kadar olacağı ve bu nakitin nasıl kullanılacağı (temettü dağıtımı, hisse geri alımı, emeklilik borcu) şirkete ilişkin değeri etkiler.

Düşüş evresindeki bazı şirketlerin sahip oldukları önemli borç yükümlülükleri sıkıntı kaynağı olabilmektedir. Bu sorun yalnızca düşüş safhasındaki şirketlere özgü değildir fakat daha çok onlarda daha çok görülmektedir.



Karşılaştırma yapılmak istenirse, bir şirketin son evresinde değerlendirme yapmak, genellikle aynı şirketin ilk evresinde değerlemeye yapmaya oranla daha zordur. Bununla birlikte değerlemeyi oluşturan ilkeler, farklı evreler arasında değişiklik göstermemektedirler.

Değerleme yapmak bir yaşam döngüsünün erken dönemlerinde açık bir şekilde daha zor bir meydan okuyuştur ve değer tahminleri başlangıç ve yüksek büyüme dönemlerinde daha çok hata payı içermektedir.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> Komisyon (?) "İflas Durumunda Yeniden Yapılandırma: Yakın Zamanlı Ulusal Vaka Örnekleri", Avrupa Yaşama ve Çalışma Koşullarını İyileştirme Vakfı, s.2  
<http://www.eurofound.europa.eu/pubdocs/2009/1031/tr/1/EF091031TR.pdf> (Erişim 08.11.2012)

<sup>34</sup> Damodaran, A. (2001) *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall, New Jersey, s.15