

KISS ANITA*

A VÁLLALAT ÉRTÉKÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK SZEREPÉNEK VIZSGÁLATA ANGOLSZÁSZ ÉS KONTINENTÁLIS VONATKOZÁSOKBAN

ANALYSIS OF THE ROLE OF THE COMPANY'S VALUE DRIVERS IN ANGLO-SAXON AND CONTINENTAL ASPECT

ABSTRACT

The study examines the value drivers and their influencing role in a regional perspective. The study is based on the theoretical equation emphasizing that the firm's value is determined by its ability to generate cash flow and the return of the invested capital. However, regarding the firm's value the management literature is not uniform. Differences between the Anglo-Saxon and Continental trends can be revealed in areas such as the financial system, the ownership structure of certain countries, the owner controls of various companies and the legal form of the concentration of capital resources. The main objective of this study is to identify the value drivers at a regional level. This study proceeds as follows. The first section presents the shareholder value theory and its practical implementation. The second part describes the stakeholder approach. The third part illustrates the Anglo-Saxon and Continental financial system and value concept. Finally, the fourth section includes concluding remarks.

1. A tulajdonosi értékmaximalizálás és gyakorlati megvalósulása

A tulajdonosi érték modellt az 1990-es évek előtt elsősorban a beruházások értékelésére és az akvizíciók árazására használták, és a számításokhoz a diszkontált cash flow módszert használták. Ma már azonban egyaránt beépítik a tervezésbe és a teljesítményértékelésbe is. A tulajdonosi érték modell szerint a piacgazdaságban a racionális szereplők az eszköz értékét a jövőben várható pénzáramlások kockázattal korrigált nagyságával becslik.

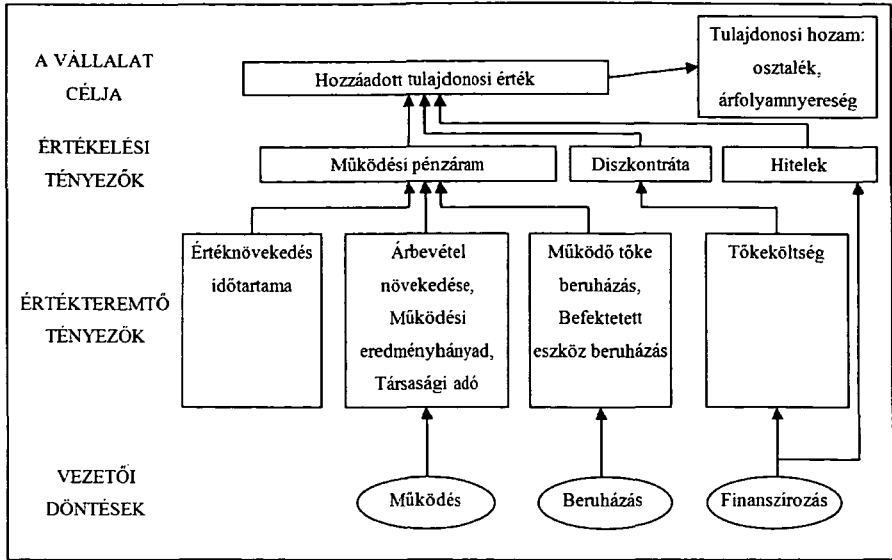
Black és szerzőtársai¹ szerint, akik szintén a tulajdonosi szemlélet fontosságát hangsúlyozzák, a vállalat által elért értéknek meg kell haladnia a lekötött tőke hozamelvárását. Ebben az esetben beszélhetünk tulajdonosi értékteremtésről, ami a tulajdonosok számára a részvények árfolyamnyereségében és a kifizetett osztalékban nyilvánul meg.

Rappaport² nézete szerint a vállalatvezetők elsődleges feladata a tulajdonosi érték növelése, amit stratégiaalkotással és az operatív teljesítménykritériumok meghatározásával tudnak elérni.

A tulajdonosi érték megközelítés univerzálisnak tekinthető, használható nyilvánosan és zártkörűen működő részvénytársaságok, üzleti egységek, stratégiák és termékvonalak elemzésére. A stratégia és a tulajdonosi érték elemzés közötti közvetlen kapcsolatot az szemlélteti, hogy az üzleti stratégiát „átkonvertáljuk” az általuk létrehozott pénzmennyiségre. A folyamat közben azonosított értékteremtő tényezőket nevezük value drivereknek, amelyeknek a vállalat célrendszerébe való illeszkedését mutatja az 1. ábrán a tulajdonosi érték hálója.

* Kiss Anita, tanársegéd, Debreceni Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet.

1. ábra: A tulajdonosi érték hálója



Forrás: Rappaport (1998) 56.o.

A tulajdonosi érték a vállalat saját tőkéjének előrejelzéseken alapuló gazdasági értéke. Az értékteremtő tényezők becslésénél, valamint a maradványérték meghatározásánál a megfelelő módszer kiválasztása olyan előrejelzési tevékenység, aminek az elvégzése csak bizonyos képességek birtokában történhet, és ami különösen fontos az értékteremtés során.³

A működési döntések alapvetően az árbevétel növekedési ütemében, a működési eredményhányadban és a társasági adóban tükröződnek. A beruházási döntések a forgótőkébe és a befektetett eszközökbe történő beruházásban jelennek meg, a finanszírozási döntésekhez kapcsolódó, az értékteremtést befolyásoló tényező pedig a tőkeköltség. Az értéknövekedés időtartama, mint értékteremtő tényező vezetői becslésen alapul, ami azt a periódust jelzi előre, amíg az adott beruházás tőkeköltségen felüli hozamot ér el. Az értékteremtő tényezőkkel szemben támasztott követelmény, hogy lehetőség szerint mérhetőek legyenek és az értéktartományuk jól tervezhető legyen. Az értéket a hosszú távú, a kockázatot is beépítő, a pénzáramlásokban megjelenő teljesítmény határozza meg, és nem pusztán a rövid távú eredmények.

A tulajdonosi érték szemlélet alkalmazása a menedzsment számára azt jelenti, hogy a vállalat értékeli a stratégiai alternatívákat, és azt választja, amelyiknek a legnagyobb a hozzáadott tulajdonosi értéke. A vállalat úgy használja az eszközeit, hogy azok a lehető legtöbb értéket teremtsék, és a teljesítményértékelési- és ösztönző javadalmazási rendszernek a hozzáadott tulajdonosi érték vagy más hosszú távú értékmutató képezze az alapját. Végül, ha a vállalat már nem tud értékteremtő befektetéseket megvalósítani, akkor visszajuttatja a pénzt a tulajdonosoknak. Megfigyelhető, hogy egy vállalat esetében a szemlélet alkalmazásának sikere az első számú vezető elkötelezettségétől függ.

A tulajdonosi érték központú vállalatok rendszeresen végeznek becsléseket arra vonatkozóan, hogy mennyit ér a vállalat, majd ezeket az értékeket összevetik a részvényárfolyamban tükröződő elvárásokkal. Ez a folyamat az értékaudit, aminek fő célja az értékteremtés egészének nyomon követése és ellenőrzése. A tulajdonosok csak akkor érhetnek el az átlagnál magasabb hozamot, ha a tényleges teljesítmény meghaladja az árfolyamban megjelenő piaci várakozásokat.

A tulajdonosi érték alapú elemzésnek az operatív vezetők számára az egyik legfontosabb eredménye az, hogy segítséget nyújt azoknak a tevékenységeknek a meghatározásában, amelyekre az vállalat működése során a legjobban oda kell figyelni. Az üzleti érték 7 pénzügyi értékteremtő tényezője, amelyeket Rappaport⁴ makroszintű értékteremtési tényezőknek nevez, a következők:

1. az árbevétel növekedése,
2. a működési eredményhányad,
3. a befektetett eszközökbe és
4. a forgóeszközökbe történő pótlólagos befektetés,
5. a társasági adókulcs,
6. a tőkeköltés,
7. az értéknövekedési periódus hossza.

Az operatív döntések meghozatalában azok a mikroszintű értékteremtő tényezők segítenek, amelyeket az operatív vezetőknek kell meghozniuk az üzleti egységek szintjén, és amelyek befolyásolják a makroszintű tényezők értékét. Ezután azon értékteremtő tényezők azonosítására kerül sor, amelyek az értéket a legnagyobb mértékben növelik és a vezetők is közvetlenül tudják befolyásolni. Ezeknek a tényezőknek a segítségével történik a teljesítmény javítását célzó stratégia kiválasztása, amely a vezetők következő feladata. A stratégiaalkotás során a vezetők azokat a stratégiákat választják ki, amelyekkel a maximális tulajdonosi érték érhető el. Ennek megfelelően, a teljesítménymérési rendszer fő értékelési jellemzői társasági szinten a tulajdonosi hozamok, operatív szinten a hozzáadott tulajdonosi érték és az értékelőrejelzési mutatók, alacsonyabb szervezeti szinten pedig a kulcsfontosságú értékteremtési tényezők lesznek.⁵

A tulajdonosok rendelkezésére állnak azok a tőzsdei elemzések és rangsorok, amelyekből tájékozódhatnak a vállalatuk teljesítményéről és piaci megítéléséről. Évente jelenik meg a The Wall Street Journalban a LEK/Alcar Consulting Group közreműködésével a Shareholder Scoreboard, ami a befektetők számára nyújtott teljesítményre fókuszál. A részvénybefektetés a várakozásokkal való játéknak is tekinthető, mert azok a befektetők érnek el az átlagosnál magasabb hozamot, akik még a részvényárfolyamba való beépülése előtt észlelik azt.⁶

Rappaport⁷ létrehozott egy mutatót, amelyik a P/E rátánál jobban képes bemutatni azt, hogy milyen a részvény megítélése, alul- vagy felülértékelt. Ez az ERI mutató (Expectations Risk Index – a várakozások kockázat indexe), ami a részvényárfolyam jövőbeli növekedését is magában foglalja.

A nyilvánosan működő részvénytársaságok és a tőzsde folyamatos jelzéseket küldenek egymásnak. A piaci ár is egy ilyen jelzés, amit a piac küld a vállalat felé az elvárt teljesítményszintről, amit a tulajdonosok részvényekbe fektetett pénzének megtérüléséhez kell elérni, továbbá magában foglalja a többi szereplő jövőbeli várakozásait is. A vállalati vezetés és a piac várakozásait össze kell egyeztetni, különösen a kulcsfontossági döntések meghozatala előtt.⁸

A vállalati hozam azt a megtérülést jelenti, amelyet a vállalat ér el a reáleszközökbe való befektetéseivel. Amennyiben ez a hozam meghaladja a tőkeköltést, akkor a vállalat értéket termel. A tulajdonosi hozamot a tulajdonos éri el a vállalati részvényekbe való befektetéssel, ami akkor lesz nagyobb, mint a saját tőke költsége, ha a vállalat túlteljesíti a részvényárfolyamokban tükröződő várakozásokat. Ha a várakozásokban nincs változás, akkor a részvényesek pontosan az általuk elvárt hozamot realizálják.

Azt mondhatjuk tehát, hogy azok a befektetők érhetnek el az átlagosnál magasabb hozamot, akik még azelőtt észlelik a vállalat javuló kilátásait, mielőtt azok beépülnének az árfolyamba.

Az 1980-as évek közepétől, amikor a nagy, világhírű vállalatok növekedtek, a cégek megvizsgálták az üzletmenetüket vagy azok egy részét, és a következő kérdéseket tették fel maguknak:

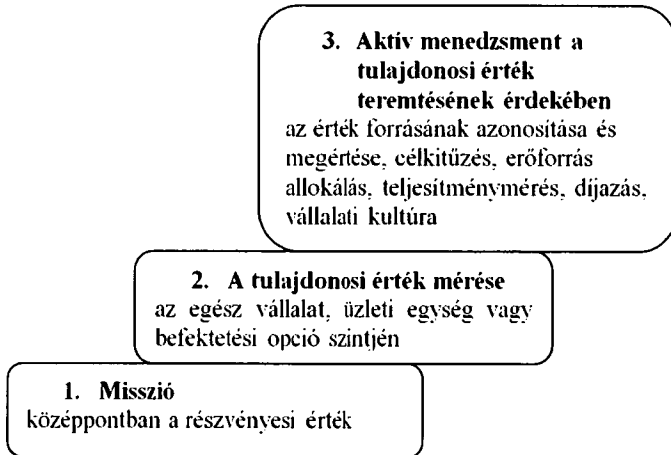
- Mekkora tőkét fektettek az üzletbe?
- Mekkora megtérülést generál a befektetőknek a vállalat?
- A használdozati költséget mennyivel haladja meg ez a megtérülés?

Ezek a kérdések a múlt teljesítménye vagy a jövőbeli tervek alapján válaszolhatók meg. A vállalatok ilyen irányú vizsgálata és az értékteremtők azonosítása nem tekinthető se forradalminak se különösen újnak. Az elmélyült alkalmazás az, ami a tulajdonosi értékszemléletű vállalatok esetében újdonságot eredményez.⁹

Az értékalapú vagy értékközpontú menedzsment kifejezés használatos erre a menedzsment megközelítésre, ami többet jelent a különféle menedzsment technikák egyszerű alkalmazásánál. Egy olyan szemléletmód, aminek keretei között az elsődleges célként a hosszú távú tulajdonosi érték maximalizálás valósul meg. A vállalat alapvető célját a saját rendszere, a stratégiája, a folyamatai, az analitikus technikái, a teljesítménymérői és a kultúrája együttesen szolgálják.

Az előzőekből következően a stratégiai és a pénzügyi döntéshozatal összehangolásának egyik lehetséges eszközzrendszere az értékalapú vállalatvezetés.¹⁰ Az értékalapú menedzsment három része a tulajdonosi értékre fókuszáló misszió, a tulajdonosi érték mérése és a tulajdonosi érték teremtésének növelésére irányuló tevékenység, amit a 2. ábra szemléltet.

2. ábra: Az értékalapú menedzsment három lépése



Forrás: Arnold (2007) 318.o.

2. Az érintett elmélet

A tulajdonosi értékelmélet állítása szerint a vállalat alapvető célja a tulajdonosi hozam maximalizálása a törvények betartásával. Ennek az elméletnek a menedzsment irodalomban megjelent alternatívájaként vagy cáfolataként született meg az érintett elmélet, amely magasabb erkölcsi normákat határoz meg a törvényeknél, és nagyobb társadalmi teljesítmény elérését garantálja. A vállalat alapvető célját az értékteremtésben fogalmazza meg, ami az érintettek együttműködésének és érdekeinek együttes figyelembevételével valósul meg.

Freeman 1984-es könyvének, a *Strategic Management*nek a megjelenése óta, ami az érintett elmélet alapjainak tekinthető, több mint száz cikk és több mint egy tucat könyv íródott a következő tíz évben, valamint a *Business Ethics Quarterly* és az *Academy of Management Review* folyóiratok 1994-es és 1997-es kiadványai is az érintett elméletről szölk. Ez az érdeklődés azóta is töretlen az akadémiai és menedzsment iskolák körében.¹¹

Ugyanakkor az is megállapítható, hogy az elmélet nem egységes, mert az egyes szerzők más-más magyarázatot használnak, más-más bizonyítékot alkalmaznak az elmélet állításainak alátámasztására. Már a fogalmának a definiálására is eltérő felfogások léteznek az irodalomban, nincs megegyezés abban a tekintetben sem, hogy pontosan kik tartoznak bele az érintett kategóriába, kiket tekintünk érintetteknek, illetve legitim érintetteknek.

A hazai irodalomban is már több szerző, köztük Ónodi,¹² Kárpáti¹³ és Kazainé¹⁴ foglalkozott az érintett elmélettel, valamint az érintett elmélet és tulajdonosi elmélet összehasonlításával, valamint az elméletek közötti választás lehetőségével.

A Stanford Kutatóintézet (Stanford Research Institute, SRI) 1963-as definíciója¹⁵ szerint az érintettek „olyan csoportok, akiknek a támogatása nélkül a szervezet nem tudna létezni”. A meghatározásból az következik, hogy a menedzsereknek a vállalat érintettjeit konstruktív együttműködésre kell rávenni ahhoz, hogy elérjék a céljaikat. A szerződéses vállalatelméletek szerint a legitim érintetteket az alapján a szerződés alapján lehet azonosítani, amely a vállalat és az érintettek között jött létre akár explicit, akár implicit formában.¹⁶

Freeman és McVea¹⁷ megfogalmazásában az „érintett minden olyan csoport vagy egyén, aki befolyásolhatja a szervezet célmegvalósítását vagy érintve van abban”.

Donaldson és Preston¹⁸ definíciója szerint „az érintetteket azokon a tényleges és lehetséges károkon és hasznokon keresztül lehet azonosítani, amelyeket a vállalat működésének vagy nem működésének következtében megtapasztalnak, vagy úgy gondolják, hogy megfognak tapasztalni”. Olvasatukban az érintettek a legitim érdekekkel rendelkező egyének vagy csoportok, megkülönböztetve az érintetteket a befolyásolóktól. Vannak olyan érintettek, akik képesek a vállalat működését befolyásolni, míg mások nem, ugyanakkor vannak olyan befolyásolók, akik nem érintettek.

Egy tipikus nagyvállalat érintettjei a tulajdonosok, a fogyasztói érdekvédelem, a vevők, a versenytársak, a média, az alkalmazottak, a politikai érdekcsoportok, a környezetvédők, a szállítók, a kormányzat és a helyi közösségek.¹⁹

Vannak olyan vállalatok, amelyek az érintettek széles körére értelmezik a definíciót, így azokat is az érintettjeik közé számítják, akik illegitimiek, mint például a terrorista csoportok. Ennek köszönhetően rendelkeznek viszont cselekvési alternatívával arra vonatkozóan, ha komolyra fordulna az ügy a terrorista csoporttal.

Az érintetti kör eltérő felfogásából, illetve azonosításból következik, hogy az egyes vállalatok által megvalósított érintett menedzsment is különböző. Azok a vállalatok, amelyek helyesen mérnek fel az érintettek erőterét, rendelkeznek azokkal a folyamatokkal, amelyek az érintettek érdekeit maximálisan figyelembe veszik a mindennapi működés során, valamint minden olyan tranzakciót megvalósítanak, amelyek összehangolják az érintettek érdekeit a vállalati célokkal, az érintett menedzsment legmagasabb fokával rendelkeznek. Az érintett menedzsmentnek a vállalat stratégiai menedzsment rendszerébe ágyazottan kell megvalósulnia.²⁰

Összegzésként megállapítható az érintett elméletről, hogy az egyik érintett érdekeit sem rendeli a részvényesek érdekeinek alá. Az elmélet értelmében a vállalat legitim érdekekkel rendelkező érintettjei ellenszolgáltatásra tartanak igényt, és nincs olyan érintett, akinek az érdeke és a kapott ellenszolgáltatás előrébbvaló lenne bármelyik másiknál. Ennek ellenére az instrumentális megközelítés mégis a tulajdonosi értékelmélet alkalmazásánál is nagyobb hozamot ígér a tulajdonosnak. Az állítás alátámasztására viszont nincsenek kielégítő empi-

rikus bizonyítékok és analitikus érvek, vagyis hogy a tulajdonosi értékelmélet teljes értékű alternatívája lehetne, tehát az érintettekre való koncentráció a tulajdonosok elsőbbsége helyett jobb vezérelv lenne a vállalati működés során. Donaldson és Preston²¹ is hivatkozik tanulmányában olyan empirikus kísérletekre, melyekkel azt próbálták igazolni, hogy az érintett elmélet alkalmazásával a vállalat eredményesebben fog működni, pénzügyi teljesítménymutatói javulni fognak. Ezekről a kutatásokról kiderült, hogy nem realizálható nagyobb gazdasági megtérülés, mint a tulajdonosi értékelmélet alkalmazásával.

Másik, az elmélettel kapcsolatban felmerülő probléma, hogyan hangoljuk össze az eltérő érdekű érintettek érdekeit. Léteznek olyan többdimenziós döntéstámogató módszerek, amelyek megoldanák a problémát, de az érdekek súlyozása, valamint a pénzben nem kifejezhető érdekek bevonása további nehézséget jelent. Ebből az érdekkonfliktusból következik a menedzserek önérdékkövető, értékromboló döntési magatartása, amely részükről mindig megmagyarázható bizonyos érdekek figyelembe vételével.

4. Angolszász és kontinentális értékfelfogás és pénzügyi rendszer

Az elméletek gyakorlatbeli érvényesülésének okai között említik Copeland és szerzőtársai²² az országok eltérő tulajdonosi szerkezetét, a tulajdonosi ellenőrzés mikéntjét, a vállalatok jogi formáját, valamint a tőkeforrások koncentrációját. Az USA-ban a nyilvános részvénytársaságok esetében a teljesen szétaprózódott tulajdon jellemző, míg Európában több nagyobb vállalat, bank, család kezében van a tulajdon, a vállalatok zártkörűen működnek, és nem ritkák a vállalatok közötti kereszttulajdonlások sem.

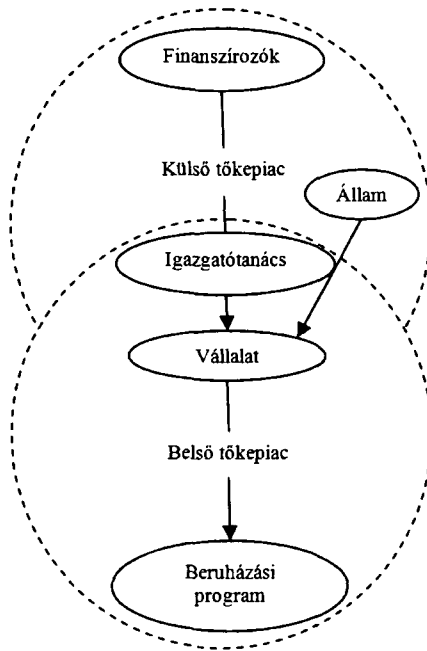
Meg kell különböztetnünk az angolszász és a kontinentális értékfelfogásokat. Az eltérések forrása elsődlegesen az eltérő pénzügyi rendszerből ered.²³

Vigvári²⁴ a különböző pénzügyi rendszerek kialakulását a 18-19. századra vezeti vissza. A különbözőség okát egyrészt a vállalati tevékenység finanszírozásában résztvevő külső és belső források részarányában, másrészt a finanszírozás módja által meghatározott vállalatirányítási eszközökben látja. A szakirodalom a vállalatirányítás két típusára a külső és a belső irányítási rendszer fogalmakat használja, a finanszírozás módjára pedig a közvetlen és közvetett finanszírozást. A közvetlen, vagyis az értékpapír-finanszírozás a külső irányítást jelenti, amely jellemzően az angolszász országokban domináns, itt a menedzsment fölött a befektetők a tőkepiacon keresztül gyakorolnak ellenőrzést. A belső irányítási rendszer, ahol a vezetőség feletti ellenőrzést a több belső érdekeltiséggel rendelkező érintett gyakorolja, és amelyre a közvetett, a bankokon keresztül megvalósuló finanszírozás a jellemző, többnyire a japán és kontinentális európai országok vállalatainál figyelhető meg. A vállalatirányítás pénzügyi vonatkozásai jól láthatók a 3. ábrán, ahol a két egymást metsző kör a finanszírozáson keresztül megvalósuló vállalatirányítás két elvi lehetőségét mutatja. A közös rész azt szemlélteti, hogy egyik irányítás sem létezik tiszta formában. A két szélső pont a makrogazdasági környezet és a vállalat tevékenységi területe, amelyek meghatározó tényezőt jelentenek a befektetések során. Fontos szerepe van még az államnak az adóztatás és a szabályozás valamint a támogatás területén.²⁵

Az 1990-as évek során annyira előrehaladt az értékpapírosítás folyamata, hogy az amerikai pénzügyi közvetítés „piacközpontú” lett, a kontinentális „bankközpontúval” szemben. A származtatott termékek piacának exponenciális növekedése a folyamatban meghatározó szerepet játszott. Az értékpapírosítás a bankok számára annyit jelent, hogy eszközeik között az értékpapírok jelentősége megnő, a banki eszközök jobban piacoshatók, a mérlegből mérlegén kívülre vihetők a banki kötelezettségek, és ezáltal a hitelező-adós kapcsolat stabilitása és átláthatósága csökken.²⁷

3. ábra: A befektetések meghatározói

Makrogazdasági környezet



Projekt-specifikus feltételek

Forrás: Porter [1992] 68.o.²⁶

Az Egyesült Államokban és Angliában nagy és likvid tőkepiacokat találunk, a befektetők túlnyomó többsége intézményi befektető, a piacokon a verseny nagyon fontos, a finanszírozásban nem a bankoké a kulcsszerep, hanem a tőkepiacé. A vállalat így annyit ér, amennyiért a piacon gazdát cserél. A reális piaci ár kategóriája a meghatározó, ami megfelelő informáltság mellett kialakul. Olvasatukban is létezik a belső érték kategóriája, ami nem mindig egyezik meg a piaci értékkel, mivel a piacnak nincs teljeskörű információja. Az eltérés csak rövid távon létezik, hosszú távon a belső érték és a piaci érték megegyeznek.²⁸

A kontinentális Európában és Japánban a tőkepiacok kisebbek és kevésbé likvidek, a részvények többsége a bankok, a kormányzatok és a családok kezében koncentrálódik. Az üzleti életben a bankok és a vállalatok között kialakult bizalmi kapcsolatnak, szakmai tapasztalatoknak van nagy szerepe. Az erőteljes állami szerepvállalás miatt a német rendszer felülről vezérelt, ami úgy jelenik meg a vállalatértékelésben, hogy a piacnak kevés szerep jut az értékelés során.²⁹

A kontinentális Európában a vállalatértékelést kizárólag könyvvizsgáló cégek végzik, míg az angolszász országokban tanácsadó cégek szakosodtak erre a feladatra.

A számviteli és az adószabályozás szintén oka az eltérésnek. A német vállalatok esetében az óvatosság elve a meghatározó, az angolszászok esetében pedig az igazságosság és a méltányosság. A német szabályozás megengedi a csendes tartalékok képzését, aminek hatására a vállalati nyugdíjalap a cég forrása marad, szerepel a saját tőkében, növelve annak értékét, érintve a vállalatértékelést. Az angolszászok így alacsonyabb saját tőkével rendelkeznek, míg a tartalékok nélkül az angolszász saját tőke aránya a magasabb. A két nézet közeledik egymáshoz, viszont a különbségek nem tűnnek el teljesen.³⁰

5. Következtetések

A tulajdonosi értékelmélet és az érintett elmélet vizsgálata kapcsán megjegyezhetjük, hogy nem két ellentétes irányzatról van szó. A tulajdonosi értékelmélet nem tagadja a többi érintett létezését és figyelembe vételét a gazdasági döntéshozatal során, hanem úgy gondolja, hogy a legnagyobb megtérülés akkor valósul meg, ha a tulajdonosi értéket maximalizáljuk.

A tulajdonosi értékelmélet széles körű elterjedésének a világon, számos okát tudjuk megkülönböztetni. A piacok fokozódó liberalizációja, a magántőke térhódítása és az információs forradalom együttesen hozzájárultak az elmélet elterjedéséhez és széles körű alkalmazásához.³¹

Az USA-ban teljesen elfogadottá vált, hogy a vezetők maximalizálják a tulajdonosi értéket. Európában és Japánban viszont valamennyi érintettre vagyis, a tulajdonosokra, a fogyasztói érdekvédelemre, a vevőkre, a versenytársakra, a médiára, az alkalmazottakra, a politikai érdekcsoportokra, a környezetvédőkre, a szállítókra, a kormányzatra és a helyi közösségekre is nagy hangsúlyt fektetnek az elemzések és értékelések során.³² Ezekben az országokban az érintett elmélet dominanciája jelenik meg a tulajdonosi elmélettel szemben.

JEGYZETEK

1. Black, A.–Wright, P.–Bachman, J. E.–Davies, J. (1999): Részvényesi érték: az értékközponitú vállalatirányítás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
2. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York
3. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York, 13-31. o.
4. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York, 171.o.
5. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York
6. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York, 180-188.o.
7. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York
8. Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York, 100-111.o.
9. Arnold, G. (2007): Essentials of Corporate Financial Management. Pearson Education Limited, Harlow, 316.o.
10. Titman, S.–Keown, A. J.–Martin, J. D. (2011): Financial Management: Principles and Applications. Pearson Education, Inc., Boston, 562-577.o.
11. Jones, T. M.–Wicks, A. C. (1999): Convergent Stakeholder Theory. The Academy of Management Review, 24. évf., 2. szám, 206-221.o.
12. Ónodi Annamária (2004): Kell-e választani? – Tulajdonosi értékelmélet vagy érintett elmélet? Vezetéstudomány, 35. évf., 7-8. szám, 60-72.o.
13. Kárpáti Tibor (2005): Az érdekhordozói elmélet hatékonyságnövelő szerepének vizsgálata. Vezetéstudomány, 36. évf., 11. szám, 11-26.o.
14. Kazainé Ónodi Annamária (2010): Értékválasztás, etikai dilemmák. Vezetéstudomány, 41. évf., 7-8. szám, 33-42.o.
15. Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, 20. évf., 1. szám, 65-91.o.
16. Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, 20. évf., 1. szám, 65-91.o.

17. Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207.o.
18. Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, 20. évf., 1. szám, 65-91.o.
19. Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207.o.
20. Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207.o.
21. Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, 20. évf., 1. szám, 65-91.o.
22. Copeland, T.–Koller, T.–Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
23. Black, A.–Wright, P.–Bachman, J. E. – Davies, J. (1999): Részvényesi érték: az értékközpontú vállalatirányítás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. – Sulyok-Pap Márta (1998): Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban? Megjelent: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben, Nemzetközi Bankárképző Rt., 411-416.o.
24. Vigvári András (2011): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest
25. Vigvári András (2011): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest, 160-163.o.
26. Vigvári András (2011): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest, 68.o.
27. Lámfalussy Sándor (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest, 85-86.o.
28. Ligeti Sándor–Sulyok-Pap Márta (szerk.) (2006): Banküzemtan. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest
29. Ligeti Sándor–Sulyok-Pap Márta (szerk.) (2006): Banküzemtan. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest
30. Copeland, T.–Koller, T.–Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
31. Black, A.–Wright, P.–Bachman, J. E. – Davies, J. (1999): Részvényesi érték: az értékközpontú vállalatirányítás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. – Marján Attila (2004): Euró, pénzügyek, globalizáció. Az európai pénzügyi szektor metamorfózisa és az euró. Savaria University Press, Szombathely
32. Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207.o.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Arnold, G. (2007): Essentials of Corporate Financial Management. Pearson Education Limited, Harlow, 316. o.
- Black, A.–Wright, P.–Bachman, J. E.–Davies, J. (1999): Részvényesi érték: az értékközpontú vállalatirányítás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Copeland, T.–Koller, T.–Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Donaldson, T.–Preston, L. E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. The Academy of Management Review, 20. évf., 1. szám, 65-91. o.
- Freeman, R. E.–McVea, J. (2005): A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A.–Freeman, R. E.–Harrison J. S. (ed.) (2005): The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207. o.
- Jones, T. M.–Wicks, A. C. (1999): Convergent Stakeholder Theory. The Academy of Management Review, 24. évf., 2. szám, 206-221. o.

- Kárpáti Tibor (2005): Az érdekhordozói elmélet hatékonyságnövelő szerepének vizsgálata. Vezetéstudomány, 36. évf., 11. szám, 11-26. o.
- Kazainé Ónodi Annamária (2010): Értékválasztás, etikai dilemmák. Vezetéstudomány, 41. évf., 7-8. szám, 33-42. o.
- Marján Attila (2004): Euró, pénzügyek, globalizáció. Az európai pénzügyi szektor metamorfózisa és az euró. Savaria University Press, Szombathely
- Lámfalussy Sándor (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest
- Ligeti Sándor–Sulyok-Pap Márta (szerk.) (2006): Banküzemtan. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft., Budapest
- Ónodi Annamária (2004): Kell-e választani? – Tulajdonosi értékelmélet vagy érintett elmélet? Vezetéstudomány, 35. évf., 7-8. szám, 60-72. o.
- Rappaport, A. (1998): Creating shareholder value: a guide for managers and investors. 2nd ed., The Free Press, New York
- Sulyok-Pap Márta (1998): Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban? Megjelent: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben, Nemzetközi Bankárképző Rt., 411-416. o.
- Titman, S.–Keown, A. J.–Martin, J. D. (2011): Financial Management: Principles and Applications. Pearson Education, Inc., Boston, 562-577. o.
- Vigvári András (2011): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, Budapest