
ZSUPANEKNÉ DR. PALÁNYI ILDIKÓ*

A tulajdonosi értékelmélet kialakulása, megjelenése a vállalati stratégiaalkotásban és marketingben

The evolution and advent of the concept of shareholders' value in corporate strategic planning and marketing

Nowadays the concept of shareholders' value maximisation is gaining an increasing importance among the fundamental objectives of companies. Due to increasing competition company owners are no longer interested in short-term profit maximisation but in longer-term shareholders' value maximisation.

The concept of shareholders' value has become widely adopted by top managers for the last two decades first in the United States and later in the European Union. The advocates of the concept hold that by enhancing shareholders' value not only the objectives of the company owners but of all the stakeholders of the company (i.e. employees, managers, customers, suppliers etc.) may be realised. In my presentation I am going to describe the concept of shareholders' value, the historical background of its evolution as well as its influence on corporate strategic planning and marketing.

Az 1980-as évektől kezdődően a vállalatirányítási elvek közül uralkodóvá vált a *tulajdonosi (részvényesi)* értékelmélet, főként az USA-ban (ahol a tőkepiac az európaihoz viszonyítva sokkal hatékonyabban működik), illetve Nagy-Britanniában. Azóta Európa több országában is teret nyert ez az elmélet.

A tulajdonosi értékelmélet szerint a vállalat fő célja a tulajdonosi érték (*shareholder value*) maximalizálása. „Hosszú távon azok a vállalatok tudnak életben maradni, amelyek a fogyasztói igények maximális kielégítése közben a befektetett tőke után a tőkekölségnél¹ magasabb hozam elérésére törekednek, a részvényesi értéket maximalizálják.”²A fenti meghatározás is mutatja, hogy amíg az „általánosan” vállalati célként említett a nyereségmaximalizálás rövidtávú cél, addig a részvényesi érték maximalizálása „hosszú távú koncepció; tartósan növekvő vállalkozás felépítését jelenti.”³

Nézzük a tulajdonosi értékelmélet kialakulásának történeti hátterét!

Visszanyúlhatunk a *közgazdaságtan klasszikusaihoz*, akik a vállalatok fő céljának a profitmaximalizálást tartották. ADAM SMITH „Nemzetek gazdagsága...” c. művében (1776) már megfogalmazta „láthatatlan kéz elméletét”, mely szerint a piac önszabályozó mechanizmusa révén nemcsak az egyes gazdasági szereplők, hanem az egész társadalom legnagyobb jóléte elérhető. SMITH szerint minden szereplő önérdelkeit tartja szem előtt, ennek megfelelően cselekszik mégis az egész gazdaság érdekében tevékenykedik.

A *neoklasszikus iskola* átvette ezt a gondolatot, ami sokáig meghatározó volt a közgazdaságtudományban. Ezek a gondolatok olyan vállalatokra vonatkoztak, amelyekben a tulajdonos és a menedzser személye ugyanaz, a tőketulajdon és

* BGF Pénzügyi és Számviteli Főiskolai Kar Zalaegerszegi Intézete, főiskolai adjunktus.

¹ Tőkekölség: az a megkövetelt megtérülési ráta, amely kielégíti valamennyi tőkejuttató (hitelezők, tulajdonosok) igényét.

² Dorgai Ilona (2004).

³ Peter Doyle (2002) 11. old.

funkció nem különül el, a döntések következményei átláthatóak, tökéletes az informáltság és kisvállalkozói jelleg érvényesül.¹ A neoklasszikusok szerint a vállalat jogi egység, amely a racionalitás elve alapján, a profitmaximalizálás elveit követve dönt.

A gazdasági fejlődés, a specializáció fokozódása következtében eljutottak a gazdaságok ahhoz ponthoz, hogy a klasszikus vállalat keretein belül már nem lehetett megfelelő hatékonyságú termelést folytatni. Ekkor jöttek létre a nyílt részvénytársaságok. Szükség volt olyan idegen tőke igénybevételére, amely a működés kockázatát is jelentős mértékben viseli. Ezáltal lehetővé vált a nagymértékű specializációból származó előnyök realizálása, a kockázat megosztása. A részvénytársaságok kialakulásával és elterjedésével a korábbi helyzet megváltozott. Más gazdasági szereplő lett a vállalat tulajdonosa, más a menedzsere. A vállalatok vezetését már erre szakosodott vezetők látják el. „A gazdaság számos ágazatában a vezetés láthatatlan keze a helyébe lépett annak, amit ADAM SMITH a piaci erők láthatatlan kezének nevezett.” (ALFRED CHANDLER)²

E változásból adódóan kifejlődött a *megbízó-ügynök elmélet*. Fő képviselői között említhetjük meg ROSS (1973), STIGLITZ (1974) nevét. Az elmélet lényege, hogy a megbízó (tulajdonos) szerződtet egy ügynököt (menedzser), annak érdekében, hogy tulajdonosi érdekeit megvalósíttassa. Az ügynök feladatokat, döntési jogosítványokat kap, tevékenységéért ellenszolgáltatás illeti meg. A döntések nagyobb részét menedzsment hozza meg, a nyereség döntő része mégis a tulajdonosoké. A tulajdonosok nem tudják „megfelelően” ellenőrizni a vezetőket, az érdekek különbözőségének alapja az információs aszimmetria. Fő különbség a klasszikus mikroökonómiai szemlélethez képest, hogy ez az elmélet hierarchizálja a döntéshozatalt.

A tulajdonosi értékmaximalizálás elméletének kialakulására befolyással voltak a *modern pénzügyi elméletek*, így a portfólióelmélet, a tőkepiaci árfolyamok modellje (Capital Asset Pricing Modell – CAMP). Meg kell említeni MERTON, H. MILLER és FRANCO MODIGLIANI (1958) elméletét, mely szerint „a nyereségmaximalizálás és a piaci érték maximalizálás céljai csak a kockázatmentes világban egyenértékűek”³, bizonytalan világban nem. MILLER és MODIGLIANI szerint a vállalati döntéseknél a hangsúlyt arra kell helyezni, hogy az adott döntés következtében emelkedik-e a vállalat részvényeinek összértéke vagy sem. Ha igen, akkor az adott döntés jónak tekinthető. MILLER és MODIGLIANI révén vált meghatározóvá a vállalati beruházási döntések mérlegelésénél a diszkontált cash flow (DCF) és nettó jelenérték (NPV) számítás, melyet a tulajdonosi érték-elmélet is felhasznál

A tulajdonosi értékmaximalizálás elméletének képviselői szerint a piacgazdaságokban *minden érintett* akkor jár a legjobban, ha a vállalatvezetés a tulajdonosok érdekeit helyezi előtérbe. A vállalati működés érintettje minden olyan személy vagy csoport, aki/amely befolyásolhatja a szervezet működését és/vagy érdekelt annak következményeiben. Az érintetteknek két csoportját különíthetjük el:

¹ Ónodi Annamária (2004) 61. old. alapján

² Chandler A.(1977) 1. old.

³ Ónodi Annamária(2004) 61. old.

a) belső érintettek:

- tulajdonosok (tőkebefektetők);
- menedzserek (döntéshozók a működtetésnél);
- alkalmazottak (végrehajtók);

b) külső érintettek:

- fogyasztók – a szűk értelemben vett piac;
- versenytársak, akik a vállalatot innovációra ösztönzik;
- szállítók – a függés itt is kölcsönös, de nem szimmetrikus;
- hitelezők;
- stratégiai partnerek (horizontális kapcsolat, vertikális integráció), átmenetet képez a külső és belső érintettek között;
- állami intézmények, melyek közvetlenül vagy közvetve hatással vannak a vállalatra;
- helyi és önkéntes állampolgári közösségek, mai elnevezéssel a „civil szféra”;
- természeti környezet.

A tulajdonosi értékelmélet szerint valamennyi érintett illetve az egész társadalom érdeke teljesül akkor, ha a tulajdonosok érdeke érvényre jut. Például, ha a menedzserek nem a részvényesi érték maximalizálása érdekében hoznak döntést, akkor „*munkahelyük bizonytalanná, az egész üzlet kockázatosá és az új tőke megszerzése nehézkessé válhat*”.¹

A tulajdonosi értékelmélet képviselői között kell megemlíteni RAPPAPORT, a COPELAND – KOLLER – MURRIN szerzőhármast, illetve a STERN – STEWARD szerzőpáros nevét.

RAPPAPORT négy olyan tényezőt említ meg, amely „*a tulajdonosi szemlélet elfogadására ösztönzi a vezetőket*:

- *a viszonylag nagy tulajdonosi részesedés,*
- *a tulajdonosi hozamhoz kötött vezetői javadalmazás,*
- *a külső felvásárlás fenyegetettsége és*
- *a vállalatvezetők munkapiacán meglévő verseny.*”²

A *tulajdonosi érték elemzése (Shareholder Value Analysis – SVA)* szerint gazdasági érték akkor jön létre, ha a vállalati befektetések hozama meghaladja azok tőkeköltését.

Nézzük, hogyan határozható meg a tulajdonosi érték! Induljunk ki a vállalati érték meghatározásából!

Vállalati érték = hitelek értéke + részvénytulajdonosi érték.

Részvénytulajdonosi érték = előrejelzési időszak során a tulajdonosok számára szabad cash flow jelenértéke + maradványérték jelenértéke + a működéshez nem szükséges eszközök piaci értéke.³ Ez a mutatószám a tulajdonosi érték abszolút nagyságát fejezi ki.

Ettől el kell különíteni a *hozzáadott tulajdonosi értéket*, amely a tulajdonosi érték változását mutatja, vagyis „*az előrejelzett scenárió által teremtett értéket*”

¹ Peter Doyle (2002) 11. old.

² Rappaport, Alfred (2002) 18. old.

³ Részletes ismertetése: Rappaport, Alfred (2002).

jelenti”.¹ Ennek a vállalati stratégiák értékelésénél (lásd később) fontos szerepe lesz.

A tulajdonosi értékelmélet szempontjából központi szerepe van a *vállalat értékére ható tényezők*² azonosításának. Az ún. értékteremtő tényezők olyan változókat ölelnek fel, amelyek befolyásolják a vállalat értékét. E tényezőket HORVÁTH ÁGNES szerint három csoportba sorolhatjuk:

1) vállalattal szorosan összefüggő tényezők:

- funkcionális területek értékteremtése (márkanevek, szabadalmak, értékesítési hálózat kiépítettsége, termelési tényezőkhez való hozzáférés, minőség iránti elkötelezettség),
- humán erőforrásszervezet (tapasztalat, kulcsemberek, kultúra, tudás, szervezeti kreativitás),
- alkalmazotti lojalitás.

2) mikrokörnyezeti tényezők:

- piaci tényezők (piaci méret, relatív piaci részesedés, piac növekedési üteme, termékéletciklus),
- iparági tényezők,
- üzleti kapcsolatok,
- fogyasztói, befektetői lojalitás.

3) makrokörnyezeti tényezők:

- országjellemzők (politikai stabilitás, országkockázat, technológiai színvonal, gazdasági helyzet, kulturális környezet, tőkepiac fejlettsége, jogi környezet, makrogazdasági előrejelzések).

RAPPAPORT szerint az értékteremtő tényezők –a tulajdonosi érték növelése szempontjából – az alábbiak:

- árbevétel növekedési üteme,
- működési eredményhányad,
- társasági adókulcs,
- forgótőke-lekötés,
- befektetett eszközök lekötése,
- tőkeköltség,
- értéknövekedés időtartama.

A fenti tényezők változása hatással van a tulajdonosi értékre.

A tulajdonosi érték növelése miatt nagyon fontos, hogy a vállalat *fenntartható versenyelőnyt* alakítson ki. Ez fakadhat költségelőnyökből ill. a termékminőség-különbségből is. Egy vállalat számára növekedési lehetőséget jelenthet belső erőinek, képességeinek mozgósítása, de a külső környezet (a piac bővülése) is alapul szolgálhat a tulajdonosi érték növeléséhez. A tulajdonosi érték növekedéséhez szükséges a sikeres vállalati működés, a helyes vállalati döntések következménye a vállalati növekedés.

A továbbiakban a tulajdonosi értékelméletnek a vállalati stratégiára, illetve marketingre gyakorolt hatását vizsgálom.

¹ Rappaport, Alfred (2002) 65. old.

² Horváth Ágnes (2005).

A tulajdonosi értékelmélet megjelenése a vállalati stratégiaalkotásban

A vállalati stratégia meghatározza a vállalat hosszú távú céljait, illetve a célok megvalósításának lehetséges módjait. Az amerikai ANSOFF találó megállapítása szerint, amelyik vállalat nem tervezi meg a jövőjét, annak nem is lesz jövője. A megalapozottan kimunkált stratégia csökkentheti az üzleti kockázatot és a veszélyek elhárításában is fontos szerepe van.

HAYES-PISANO (1994) szerint egy vállalat akkor érhet el hosszú távon sikert, ha folyamatosan új utakat keres azért, hogy *versenytársaitól megkülönböztesse* magát.

PORTER (1996) szerint is a többi versenytárstól eltérő tevékenységek végzése vagy hasonló feladatok más módon történő végrehajtása a stratégia lényege. Ha megfelelő stratégiai pozíciót tud egy vállalat kialakítani, versenyelőnyhöz juthat, azáltal sikeresebb lehet a versenytársainál.

A stratégiai pozíció több tényezőtől származhat, így a vállalat termékválasztékából, a célcsoportból, amelynek az igényeit kielégíteni szándékozik, a termék vagy szolgáltatás elérhetőségéből stb. A vállalatnak meg kell határoznia, hogy a versenyképesség mely dimenziójában kíván a versenytársainál jobb lenni – termékminőség, költség, vevői igények kielégítésének, a termékfejlesztésnek a sebessége stb. – és a kiválasztott dimenziót mindig szem előtt tartani.

A vállalat jövője szempontjából fontos tehát a megfelelő vállalati *stratégia kialakítása* és a *stratégia értékelése*. Mára már elfogadottá vált, hogy a vállalati stratégia kialakításánál is a tulajdonosi érték növelését kell középpontba állítani.

A stratégia megalkotásánál lényeges feltérképezni az *iparág vonzerejét*, az iparágon belül a *vállalat által elfoglalt helyet* és a *vállalat versenyelőnyei*nek forrásait.¹Az *iparág vonzerejének* elemzésekor meg kell vizsgálni a vállalat piaci jellemzőit (a piac jövőbeni növekedési ütemét, a keresleti és kínálati jellemzőket, a technológiai változásokat), valamint az iparági szerkezetet befolyásoló tényezőket (résztvevők piaci részesedései, helyettesítő termékek veszélye, piaci verseny formái, belépési és kilépési korlátok). Az előbbieken felsorolt tényezők befolyásolják a tulajdonosi hozamokat (hatnak az árakra, eladási mennyiségre, költségekre, befektetésekre stb.) és így a tulajdonosi értékre (SVA) is hatással vannak. Az *iparágon belül elfoglalt hely* felmérésekor meg kell határozni, hogy a vállalat az adott iparág mely szegmensében kíván tevékenykedni, mivel az iparág egyes részei különbözhetnek egymástól jellemzőikben, így pl. a vevők típusaiban, tőkeintenzitásban, innovációs rátában stb. Ennek feltérképezése nélkülözhetetlen a vállalat versenypozíciója és a versenyelőny meghatározásához. A *vállalat versenyelőnyei* léte vagy nem léte megállapítható, ha az egyes stratégiák hosszú távú tulajdonosi értékének nagyságát (SVA) megvizsgáljuk. „A fenntartható értékteremtés (azaz a tőkeköltés feletti befektetések hosszútávon fennálló lehetősége) a versenyelőny létezésének végső mércéje”². Nem elég a ver-

¹ Bővebben: Michael E. Porter (1993).

² Rappaport, A. (2002) 81. old.

senyelőny megállapítása, hanem fontos fenntarthatóságának becslése is. A versenyelőny fenntarthatósága szempontjából lényeges, hogy a vállalati output milyen élettartamú.

A termékek, szolgáltatások élettartamuk szerint¹ az alábbiak lehetnek:

- a) *rövid élekciklusúak*, amelyek csak rövidéletű versenyelőnyre tehetnek szert, emiatt fenntartható versenyelőnyről nem igazán beszélhetünk. Ilyen termékeknél veszélyt jelent, hogy a versenytársak a termékeket gyorsan lemásolhatják.
- b) *normál élekciklusúak*, melyeknél a versenyelőny megőrzése érdekében elengedhetetlen a vállalati folyamatok folyamatos megújítása. E nélkül a versenyelőny megkophat. E termékeknél már kiemelt szerepe van méretgazdaságosságnak (optimális üzemméret).
- c) *hosszú élekciklusúak*, amelyeknél egyfajta védettség van a versenytársakkal szemben. Ennek ellenére a vállalati értékteremtés miatt nélkülözhetetlen a termékek, gyártási folyamatok megújítása.

A többiektől való megkülönböztetést, s így versenyelőnyt jelent az *erőforrásra alapozott stratégia*, amely olyan vállalatok stratégiája lehet, amelyek „értékes” erőforrással bírnak. Az értékes erőforrásnak az alábbi tulajdonságokkal kell rendelkeznie: tartós legyen, nehezen másolható, kisajátítható, nehezen vagy nem helyettesíthető, a versenytárs erőforrásánál jobb legyen.

Ugyancsak versenyelőnyt jelenthet az *időre alapozott stratégia*, amelynek lényege a gyorsaságban rejlik. A vevők igényeinek gyorsabb feltérképezése, a termékfejlesztés idejének csökkentése, a termék vevőhöz eljuttatásának gyorsítása jelenti e stratégia lényegét.

A vállalati versenyelőny és a tulajdonosi érték növelése egymással szorosan összefüggő célkitűzés. RAPPAPORT szerint „amikor a részvénytársak azzal a meggyőződéssel árazza be egy vállalat részvényeit, hogy a vállalat hosszú távon képes lesz értéket teremteni, akkor ez a megítélés a hosszú távú termelékenységnek, illetve egyben megfelelően a fenntartható versenyelőnynek tudható be. Így a termelékenység jelenti azt a sarkalatos pontot, amitől mind a versenyelőny, mind a tulajdonosi érték függ.”²

A stratégia megalkotását követi a *stratégia értékelésének* folyamata, amelyben a versenyelőny megszerzésére irányuló stratégiai lehetőségeket értékelik. Ebben a folyamatban becsülik meg, hogy a különböző stratégiai lehetőségek várhatóan milyen hozzáadott tulajdonosi értéket képviselnek. Olyan stratégiai változatokra kell a figyelmet összpontosítani, amelyek az értékteremtő tényezők teljesítményét javítják. Azt a stratégiai változatot kell választani, amely a legmagasabb hozzáadott tulajdonosi értéket képviseli.

¹ Jeffrey R. Williams (1992).

² Rappaport (2002) 85. old.

A tulajdonosi értékelmélet hatása a marketingre

A tulajdonosi érték maximalizálásának koncepciója a vállalati marketingben is változást hozott. A hagyományos marketing (vállalati cél a profitmaximalizálás) helyett az értékvezérelt marketing (kapcsolódva a tulajdonosi érték maximalizálásához) jut napjainkban szerephez. Az előbbinél a költségek (így sokszor a marketing költségek) csökkentése, a bevételek gyors növekedése kerül előtérbe. A rövid távú megoldások, a növekvő nyereség azonban könnyen elfedheti a tulajdonosi érték csökkenését, hisz figyelmen kívül hagyja a vállalati tevékenység jövőbeni következményeit. Ezzel szemben a tulajdonosi érték maximalizálásának koncepciója a növekedési lehetőségek meghatározását, a tartós versenyelőnyök kialakítását helyezi a középpontba, így éri el a tulajdonosok érdekeinek megfelelő eredményt. A két szemlélet más-más marketing eszköztárat igényel.

Ma a marketing PETER DOYLE szerint: „*az a vezetési folyamat, amely a részvényesi hozamok maximalizálására törekszik az értékes vásárlókkal való kapcsolatépítés és versenyelőny létrehozása révén.*”¹ Míg a nyereségmaximalizálást előtérbe helyező szemléletben a marketing a vállalat speciális tevékenységeként jelenik meg, addig a tulajdonosi érték koncepció szerint az általános vállalatirányítási folyamat szerves részét képezi.

A marketingnek fontos szerepe van a fogyasztói szükségletek elemzésében, a versenyhelyzet vizsgálatában, a fogyasztói preferenciák mérésében, alakításában. Ennek révén a marketing szerepe a tulajdonosi érték maximalizálásban lényeges. A marketing vagyonelemeinek – márka, piacismeret, vásárlói és partnerkapcsolatok – fejlesztése elengedhetetlen a vállalati értékteremtéshez. Az értékteremtésben központi szerepe van a marketing stratégia kidolgozásának. Noha a vállalat célját pénzügyi hajtóerők képezik, de ennek elérése függ a marketingstratégiától is. Ezen belül kiemelt szerep jut a piacok kiválasztásának, a célpiacon szegmentálásának, a megkülönböztető előnynek, a marketingmixnek. Az értékteremtés hosszú időtávja miatt fontos a pénzáramok jó prognosztikája. Mivel a jövő bizonytalan, fontos a jó ítélőképesség a jövőbeni értékesítési volumen, az árak, befektetési igények meghatározásában. A jövőbeni pénzáramok alakulása elsődlegesen attól függ, hogy a fogyasztói igényeket képes-e kielégíteni és képes-e tartósan megtartani fogyasztóit.

Összefoglalás

„*A múltbeli sikerek, illetve fejlődés nem garantálja a jövőbeni növekedést, illetve sikert. A sikeres vállalatok sem mentesülnek a különböző veszélyektől és a fejlődés esetükben is lelassulhat.*”²Csak azok a vállalatok képesek jó teljesítmé-

¹ Peter Doyle (2002) 58. old.

² Huszti Vera (2002) 7. old.

nyük stabilizálására, akik „ céltudatosan felkészülnek minden lehetőségre és rendszeres kockázatelemzést folytatnak.”¹

A napjainkban egyre elfogadottabbá váló tulajdonosi érték növelése nemcsak vállalati szinten fontos, hanem a makrogazdaság szempontjából is lényeges, mivel a foglalkoztatási lehetőségek javítása révén növeli az elkölthető jövedelmet, így a fogyasztást, ami újabb növekedési lehetőségeket, több részvényesi értéket teremt.²

Felhasznált irodalom

- ANDERSON, R. (1960): Financial Policies for Sustainable Growth. *Journal of Finance*, Vol. 15.
- ANDREW BLACK, PHILIP WRIGHT, JOHN E. BACHMAN, JOHN DAVIE (1999): *Shareholder Value*, KJK Budapest.
- ANSOFF IGOR (1965): *Corporate Strategy* McGraw Hill, New York.
- BABCOCK, G. C. (1970): The Concept of Sustainable Growth. *Financial Analysts Journal*, 108-114. old.
- BARNA GYÖRGYNÉ (2005): A vállalati növekedést meghatározó tényezők. *Vállalatirányítás*, 2005/6. 58-65. old.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (2001): *Befektetéselmélet*. Pécsi Tudományegyetem Kiadó.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (2002): Stratégiai megfontolások a tőkeberuházási döntésekben. *Vezetéstudomány*, 2002. 7-8.szám.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (1997): *Tőkeberuházási és finanszírozási döntések*. Pécs.
- BÉLYÁ CZ IVÁN (1999): *Vállalati tőkefinanszírozás*. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs.
- BREALEY/MYERS (1998): *Modern vállalati pénzügyek*. PANEM-McGraw-Hill. Budapest.
- CHANDLER A. (1977): *The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA, TheBelknap Press of Harvard University Press.
- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. (1999): *Vállalatértékelés*. Panem, Budapest.
- DORGAI ILONA (2004): A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere. *Vezetéstudomány*, XXXV. Évf.2004. 3. szám 3-17. old.
- HAYES, R. H., PISANO, G. P.(1994): *Beyond World-Class: The New Manufacturing Strategy*, in *Harvard Business Review*, január-február
- HORVÁTH ÁGNES (2005): A vállalati értékteremtés szubjektív tényezői. *E-tudomány* 2005/1. szám
- HUSZTI VERA (2002): Gondolatok a vállalati növekedésről. *Korszerű vezetés*, 2002/3. 3-13. old.
- JEFFREY R. WILLIAMS (1992): How Sustainable Is Your Competitive Advantage? *California Management Review*, vol. 34. no. 3.

¹ Kaposi Mária (2005) 23. old.

² Dorgai Iona (2004).

- KAPOSI MÁRIA (2005): A jó vállalati teljesítmény állandósításának feltételei. *Vállalatirányítás* 2005/6. 23-30. old.
- KATITS ETELKA (1996): Finanszírozható vállalati növekedés. *Pénzügyi Szemle*, 1996. 4. szám.
- KATITS ETELKA (1998): A vállalati tőkestruktúra. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó.
- KATITS ETELKA (2002): Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban. KJK-KERSZÖV, Budapest.
- KLEINEBECKEL (1993): Pénzügyi és likviditási irányítás. Saldo Bp.
- KOPÁNYI MIHÁLY (1993): Mikroökonómia. Műszaki Könyvkiadó-AULA, Bp.
- KOTLER, PHILIP (2004): Marketing menedzsment. KJK-KERSZÖV. Budapest.
- ÓNODI ANNAMÁRIA (2004): Kell-e választani? Tulajdonosi értékelmélet vagy érintett elmélet? *Vezetéstudomány* XXXV. évfolyam 2004. 7-8-szám. 60-72. old.
- PAUL MILGROM, JOHN ROBERT (2005): Közgazdaságtan, szervezetelmélet és vállalatirányítás. Nemzeti Tankönyvkiadó, Bp. 2005.
- PETER DOYLE (2002): Értékvezérelt marketing. A részvényesi értéket és a vállalati növekedést támogató marketingstratégiák. Panem Könyvkiadó Kft. - John Wiley & Sons Ltd., Budapest.
- PORTER, MICHAEL (1993): Versenysztratégia. Akadémia Kiadó.
- PORTER, MICHAEL (1996) What is strategy? in: *Harvard Business Review*, november-december.
- RAPPAPORT, ALFRED (2002): A tulajdonosi érték. Alinea Kiadó, Budapest.
- TAKÁCS ANDRÁS (2004): A vállalati méret és a termelési stratégia viszonya. *Vezetéstudomány*, 2004. 2. szám.