

# A vállalat értékteremtőinek empirikus vizsgálata a globális pénzügyi válság tükrében

## The empirical examination of firm value drivers regarding the global financial crisis

A. KISS

Debreceni Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet, kiss.anita@econ.unideb.hu

*Absztrakt. A tanulmány a vállalati értékteremtésre és az értékteremtő tényezőkre fókuszál. Az alapvető cél az értékteremtők azonosítása és csoportosítása. Mindezekon túl a másik fontos cél továbbá annak vizsgálata, hogy a 2007-2008-as globális pénzügyi válság hatását a vállalati értékre bemutassa. A tanulmány felépítése a következő. Az első rész felvázolja az értékteremtési láncot, az elsődleges és másodlagos tevékenységeket. A második rész a kulcs értékteremtőket jellemzi. A harmadik fejezet illusztrálja a 2007-2008-os globális gazdasági válságot, annak okait, legfontosabb eseményeit és pénzügyi vetületét. A negyedik az empirikus rész, amely az adatbázis körvonalazásával kezdődik, majd a panel regressziós modellen végzett elemzésekkel, azok eredményeinek közlésével folytatódik. Az adatbázis 18 európai ország, 10 szektorának 1553 vállalati adatait tartalmazza, 2004-2011 között időtartamban. Végül az ötödik szerkezeti részben a következtetések kerülnek megfogalmazásra. A vonatkozó, általam feldolgozott irodalmak és az elvégzett empirikus kutatások eredményei arra engednek következtetni, hogy a 2008-as év egyértelműen a válság évének tekinthető. Ebben az évben valamennyi magyarázó változó negatívan hatott az eredményváltozóra, a vállalatok üzleti értékére.*

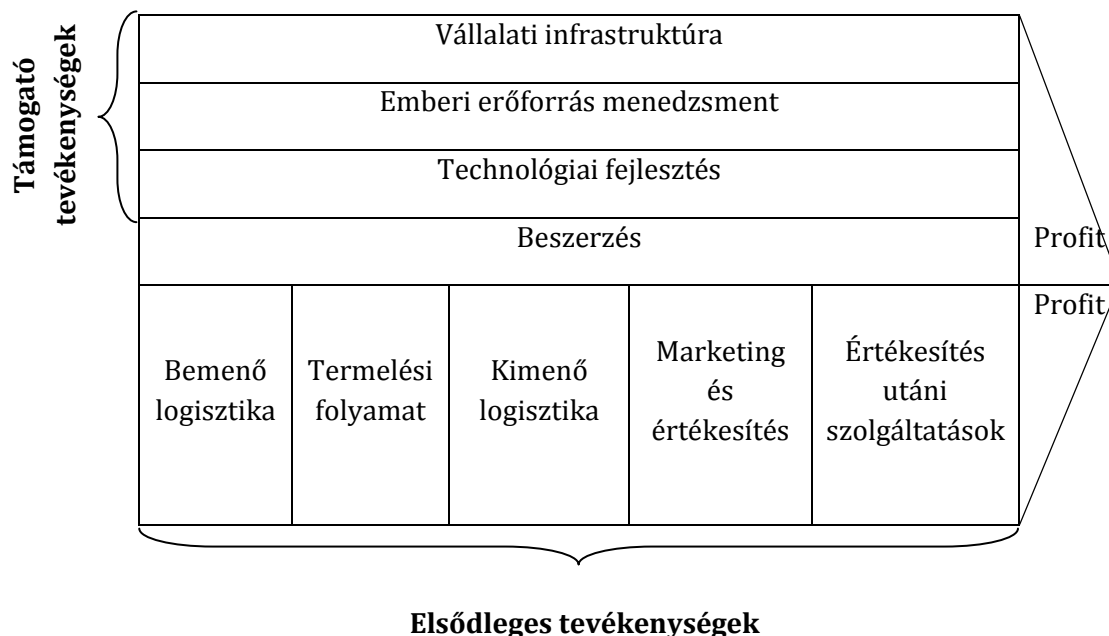
*Abstract. The article focuses the corporate value creation and the most important value drivers. The first goal of the paper is to classify the most relevant value drivers, and their function of the firms' value. Further objective of this study is to introduce the effects of the 2007-2008 global financial crisis. This article demonstrates the following. The first part presents the value chain and illustrates the primary and the support activities of the corporates. The second section briefly presents the 2007-2008 financial global economic crisis, introducing its causes, events and financial aspects. The third empirical part of the article analyses the database featuring data from 18 European countries, 10 sectors and 1553 firms in the period between 2004 and 2011. At the end, the fourth part contains conclusions. Based on the related literature reviewed and in the conducted empirical research it can be assessed that 2008 can be seen unambiguously as the year of the financial crisis. In this year, all predictors had a negative effect on the criterion variable, the firm value.*

## 1. Irodalmi áttekintés

### 1.1. A vállalat értékteremtése

„Az értékteremtő folyamat erőforrások beszerzése, kezelése és felhasználása abból a célból, hogy a fogyasztó részére értéket állítsunk elő.” [4] Ez a definíció a menedzsmentirodalom oldaláról, leginkább a termelés-menedzsment, a marketing és a vállalatgazdaságtan aspektusaiból ragadja meg az értékteremtés fogalmát és folyamatát, vagyis a vállalatot olyan szervezetként határozza meg, amely működése során értéket állít elő, és amely működésnek az alapvető célja a fogyasztói igények kielégítése.

Porter (1998) értéklánc elmélete az értékteremtésre fókuszál. Szerinte minden vállalat azért végez tevékenységeket, hogy értéket teremtsen. Ezek a tevékenységek két nagy csoportra bonthatók, az elsődleges és a másodlagos tevékenységekre. Az elsődleges tevékenységek a termék/szolgáltatás minőségét és az előállítási költségét befolyásolják, ide tartoznak a bemenő logisztika, a termelési folyamat, a kimenő logisztika, a marketing és értékesítés, az értékesítés utáni szolgáltatások. A másodlagos, támogató tevékenységek, amelyek az elsődleges tevékenységek hatékonyságát segítik elő, valamint a vállalati hatékonyságot javítják, ezek közé sorolhatók a vállalat infrastruktúrája, az emberi erőforrás menedzsment, a technológiai fejlesztés és a beszerzés.



### Elsődleges tevékenységek

1.ábra: Az általános értéklánc

(Forrás: [15])

A cikk megközelítésében azonban ennek oly módon kell megvalósulnia, hogy a tulajdonosi értéke is növekedjen a vállalatnak, vagyis a fogyasztói érték teremtése mellett tulajdonosi értéket is kell teremteni. Az értékteremtésnek ez a felfogása jól tükröződik többek között Chikán (2003) kettős értékteremtésről szóló munkájában is.

## 2. Az értékteremtők azonosítása

Rappaport (1998) nézete szerint a vállalatvezetők elsődleges feladata a tulajdonosi érték növelése, amit stratégiaalkotással és az operatív teljesítménykritériumok meghatározásával tudnak elérni.

Oláh – Popp (2016) szerint 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 tulajdonosi érték alapú elemzésnek az operatív vezetők számára az egyik legfontosabb eredménye az, hogy segítséget nyújt azoknak a tevékenységeknek a meghatározásában, amelyekre a vállalat működése során a legjobban oda kell figyelni. [20] Az üzleti érték 7 pénzügyi értékteremtő tényezője, amelyeket Rappaport (1998 p. 171) makroszintű értékteremtési tényezőknél 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.

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. [18] Copeland és szerzőtársai (1999) azt az álláspontot képviselik, hogy a vállalat értékét a cash flow termelő képessége, valamint a cash flownak a befektetésre vetített hozama határozza meg és az értéket meghatározó tényezőket, kulcsfontosságú értékteremtő tényezőknél nevezik. A vállalati teljesítménymutatók összehasonlításakor kiemelik, hogy két módszer létezik, az entitás DCF-modell és a több évre meghatározott gazdasági profit modell, amelyek megfelelnek a hosszú távú szemlélet megvalósításának és a tőkeintenzitás kritériumainak. Ennek fontosságát hangsúlyozza tanulmányában Tóth (2014) is.

Damodaran (2006) az értékelésnek négy megközelítését azonosítja:

1. diszkontált pénzáramlás alapú értékelés, ami a várható jövőbeli szabad pénzáramlások jelenértékére koncentrál, és valamennyi értékelési módszer alapját jelenti;
2. a relatív értékelés, ami hasonló eszközök árát veszi a viszonyítás alapjául;
3. az opciós értékelés, ami az opciós tulajdonságokkal bíró eszközök értékének meghatározására szolgál; valamint
4. az eszközalapú értékelési modell, amihez a likvidációs érték és a pótlási érték tartoznak.

Fernandez (2007 p. 1) a következő vállalatértékelési módszereket különbözteti meg:

1. mérlegen alapuló, vagyonérték típusú eljárások;
2. eredménykimutatáson alapuló, jövedelem típusú eljárások;
3. goodwillen alapuló eljárások;
4. diszkontált pénzáramlás alapú értékelés;
5. hozzáadott érték típusú módszerek;
6. opciók.

Damodaran (2006 p. 406-407) a szabad cash flow levezetésének két módszerét mutatja be. Az egyik módszer szerint minden olyan pénzáramlást összeadunk, ami a vállalat finanszírozóit illeti meg, azaz a tulajdonosoknak járó saját tőkére jutó szabad pénzáramlásokat, a hitelezőknek járó tőketörlesztést, kamatkiadásokat és újonnan felvett hiteleket, valamint az elsőbbségi részvényeseknek járó elsőbbségi osztalékokat. A másik módszer szerint minden pénzáramlást összeadunk, még mielőtt felosztanánk azt a forrásbiztosítók között. Ez utóbbi változatnak a használata tűnik egyszerűbbnek.

$$FCFF = EBIT * (1 - T) + Amortizáció - Beruházások - \Delta Forgótőke$$

Damodaran (2006 p. 10) a diszkontált pénzáramlás alapú értékelést tekinti valamennyi értékelési módszer alapjának, amire az összes többi megközelítés épül. Ahhoz, hogy megértsük és használjuk akár a relatív, akár az opcióárazási modelleket, a DCF eljárással kell kezdenünk.

A fenti részek elméleti és gyakorlati tanulságait összefoglalva megállapítható, hogy Porter (1998) értéklánc elméletéből kiindulva – vagyis, hogy a vállalat működésének az a célja, hogy értéket teremtsen, tehát a vállalati értékteremtés forrása a működés –, Rappaport (1998) tulajdonosi érték hálóján és részvényesi értékmaximalizálásán keresztül – aminek segítségével az értékteremtők azonosíthatók –, Copeland és szerzőtársai (1999) kulcsfontosságú értékteremtőjén át – amelyek a vállalat cash flow generáló képességéhez szorosan kapcsolódó érték meghatározók –, Damodaran (2006) értékelési modelljéig – amelyek diszkontált pénzáramlás alapú, relatív és opciós értékelésűek, és az eszközalapú értékelési modellek –, fennáll a folyamatok logikai kapcsolata. Mindezen elméleti ismeretek alapján a vállalat értékteremtő tényezői az alábbiakban határozhatók meg:

- I. **FCFF** (Free Cash Flow to Firm): a vállalat szabad pénzáramlása, ami a cégbe befektető számára megjelenő pénzáramlás összege. Mivel ez összetett értékteremtő, ezért a következő tényezőkre bontható:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) - (Beruházások - Amortizáció) - \Delta Forgótőke$$

1. **EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes): kamat és nyereségadó fizetés előtti eredmény.
2. **Tax Rate**: adóráta, a társasági nyereségadó határadókulcsa
3. **Reinvestment** (újrabefektetés): az a pótlólagos befektetés, amely a nettó tőkeráfordításnak és a készpénz nélküli forgótőke változásának az összege.

**II. Befektetett tőke**

4. **Invested Capital** (befektetett tőke): az alaptevékenységbe fektetett tőkét jelenti.

$$\text{Befektett tőke} = \text{Nettó forgótőke} + \text{Nettó tárgyi eszközök} + \text{Nettó egyéb eszközök}$$

**III. Befektetett tőke megtérülése**

5. **ROIC** (Return on Invested Capital): befektetett tőkearányos megtérülés,

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}(1 - t)}{\text{Nettó forgótőke} + \text{Nettó tárgyi eszközök} + \text{Nettó egyéb eszközök}}$$

**IV. Eredményhányad**

6. **Net Margin**: eredményhányad, ami a nettó nyereség (adózott eredmény) és a bevétel hányadosa

$$\text{Eredményhányad} = \text{Nettó eredmény} / \text{Bevételek}$$

**V. Tőkeköltség**

7. **Market ROA**: eszköz arányos nyereség piaci értéken, amit helyettesítőként használok a WACC vonatkozásában

$$\text{MROA} = \frac{\text{Nettó eredmény}}{\text{Saját tőke piaci értéke} + \text{Adósságállomány piaci értéke}}$$

**VI. Növekedési ütem**

8. **dlnRev**: az árbevétel növekedési üteme

**3. A 2007-2008-as globális pénzügyi válság**

A 2007-2008-as pénzügyi/gazdasági válság nagy hordereje és összetettsége miatt a neves közgazdászok eltérő álláspontot képviselnek a válság okairól és a megoldási javaslatokról. Stiglitz (2009) írásában a nagy gazdasági világválság óta a legnagyobb gazdasági válságnak nevezi a 2007-2008-as válságot, továbbá az első globális recesszióknak az új globalizáció korában. Bokros (2009) a válságot szintén globálisnak nevezi, és számos olyan tulajdonságot azonosít, amelyben a világ országainak, nemzetgazdaságainak összefonódása figyelhető meg. Lámfalussy (2008) könyvében a 2007-2008-as válság kapcsán a nemzetközi pénzpiac mélyreható válságáról, a pénzügyi globalizációról és a pénzügyi rendszer sebezhetőségéről ír, továbbá elemzi a korábbi pénzügyi válságokat, és összehasonlítja azokat. Bélyácz (2014) cikkének bevezetőjében arról ír, hogy sok szerző megjegyzi, de ritkán hangsúlyozza a hasonlóságot, sőt a közös eredetet a nagy gazdasági válság és a 2007-2008-as globális pénzügyi válság között. A fő ok mindkét válság esetében a deregulált pénzügyi szabadpiac volt. A tanulmány további része a válság elméleti hátterét körvonalazza, kifejti a véletlen bolyongás pénzügyi piaci szerepét, az ergodikus axiómát, a piaci hatékonyságot és a bizonytalanság valós súlyát. Következtetései arra vonatkoznak, hogy a pénzügyi válság nem cáfolta meg a hatékony piac elméleteit, hanem rávilágított annak gyenge pontjaira. A probléma nem az előrejelezhetőségben van, hanem abban, hogy ha nem számolunk a bizonytalansággal, vagy abban, ha a pénzügyi piaci szereplők cselekedetével fokozzák a bizonytalanságot. Mellár (2010) tanulmányában a makroökonómia

továbbfejlődésének lehetséges irányait elemzi. Vajon az elmúlt 10-20 évben - az újklasszikus és újkeynesi iskolák közeledésének eredményeképpen - létrejött új neoklasszikus szintézis, folytatódik tovább vagy új irányzat születik. Sokan vélekednek úgy, hogy a válság kapcsán felmerült alapvető kérdéseket a makroökonómia nem tudta vagy nem is kísérelte meg megválaszolni, valamint a kilátásra sem tudott elméletileg megalapozott gyógymódot adni. A válság legnagyobb tanulsága az, hogy a hatékony piacok elméletébe vetett hit megdőlni látszik. A piaccal kapcsolatban meg kell találni a középutat, vagyis hogy nem tökéletes, viszont nélkülözhetetlen koordináló eszköz, amit mással nem lehet helyettesíteni. Hodgson (2009) szintén úgy vélekedik a válságról, hogy az az 1930-as évek világgazdasági válsága után a legsúlyosabb globális gazdasági válság. Ahogy akkor Keynes, úgy most a főáram közgazdászai is azon tűnődhetnek, hogy vajon a válság megújítja a tudományát azáltal, hogy kiterjeszti a jelenlegi gazdaságelmélet és -politika korlátait vagy sem. Cikkében egy ilyen megújulás kilátásait értékeli. Ehhez sorra veszi azokat az intő jeleket, amelyek nem kaptak kellő figyelmet. Krugman (2012) kritizálja a piaci mechanizmusok öngyógyító jellegének túlzott hangsúlyozását. Szerinte a válságra gyógyírt a keresletélénkítés jelent, aminek az állami kereslet növelésén keresztül kell megvalósulnia.

A válság előzményeként események sorozatát lehet megemlíteni, amelyek közrejátszottak abban, hogy a 2007-2008-as válság ilyen világméretűvé vált.

A pénzügyi válság elsődlegesen azokat a piacokat érintette, amelyek közvetlen kapcsolatban voltak a strukturált termékekkel, illetve az amerikai jelzálogpiaccal, ezért a fejlődő országok pénzpiacait kevésbé érintette a válság. Azokban az országokban viszont, amelyek sérülékenynek bizonyultak, még akkor is, ha az ország a perifériához tartozott, a válság erőteljesebben éreztette hatását az egyre súlyosbodó likviditási feszültségeken, a volatilitás hirtelen emelkedésén, valamint az árzuhanásokon keresztül [10].

## 4. Anyag és módszer

### 4.1 Az adatbázis bemutatása

A cikk megírásának célja, annak megválaszolása, hogy a vállalat értékét befolyásoló tényezők hatásában milyen változások történtek a 2007-2008-as globális pénzügyi válság következtében.

Ennek érdekében 18 európai ország, 10 ágazatból és 1553 vállalatból álló adatbázisát vizsgálok meg 2004 és 2011 közötti időszakban, amely erősen kiegyensúlyozott panelnek tekinthető, kevés hiányzó megfigyelést tartalmaz. Az adatbázist Aswath Damodaran honlapjáról való, és számos átalakítást végeztem rajta [6].

A vállalati értéknél az üzleti érték (firm value) érték kategóriát használtam, ami a piaci kapitalizáció (market capitalization) – a saját tőke piaci értékének legjobb becslése – és az adósságállomány piaci értéken (market debt) vett összegét jelenti. A vállalati értéket – mint függő változót – befolyásoló tényezők a fent említett értékteremtők amelyek leginkább meghatározói a vállalati értéknek. Máté és szerzőtársai (2016) a tudás intenzív üzleti szektort vizsgálják cikkükben.

Az üzleti érték, az EBIT, az újrabefektetés és a befektetett tőke esetén a változók természetes alapú logaritmusát használtam, a növekedési ütemnél pedig az árbevétel természetes alapú logaritmusának változását, ugyanis a változók eloszlása így közel normális eloszlásúvá alakult.

## 4.2 Az alkalmazott többváltozós panel regressziós modell

Az empirikus kutatás folytatásaként a panelmodell specifikálására került sor. A panelmodell az idősor és keresztmetszeti adatok együttes felhasználásának legkiforrottabb módja, vagy más néven a longitudinális adatok elemzése. A panelmodell segítségével lehetőség nyílik ugyanazon vállalatok jellemzőinek (keresztmetszeti adatok) időbeli alakulását (idősort) megfigyelni, ugyanis a paneladatbázisok több időszakra és több egyednek (vállalat, iparág, ország) az adatait tartalmazzák táblaszerűen [17].

A következő lépés a többváltozós regressziós modell meghatározása:

$$\ln FV_{i,t} = \alpha + \beta_{\ln EBIT} \ln EBIT_{i,t} + \beta_{tax} tax_{i,t} + \beta_{\ln Reinv} \ln Reinv_{i,t} + \beta_{\ln InvC} \ln InvC_{i,t} + \beta_{ROIC} ROIC_{i,t} + \beta_{NetM} NetM_{i,t} + \beta_{MROA} MROA_{i,t} + \beta_{d\ln Rev} d\ln Rev_{i,t} + u_{i,t} + \varepsilon_i$$

## 4.3 Az empirikus elemzés és eredményei

Az elemzés a STATA 11 statisztikai program segítségével készült, amely program alkalmas statisztikai, ökonometriai számítások és grafikai megjelenítések megvalósítására.

A számítások eredményei összevontan kerülnek bemutatásra, a teljes időszakra (2004-2011) és az összes gazdasági ágazatra (10 szektor) vonatkozóan.

Jelen empirikus kutatásomban azt vizsgálom, hogy a 2007-2008-as pénzügyi válság hogyan hatott az üzleti érték és az értékteremtő tényezők kapcsolatára. Ehhez egy véletlen hatású panel regressziós modellt használtam olyan formában, hogy a magyarázó változók mellé az évek hatását is bevettem „idődummy” változóként a modellbe, valamint az egy évvel késleltetett függő változót is a független változók közé tettem, aminek segítségével az alkalmazkodást tudtam vizsgálni. A panel regresszió eredményeit az 1. táblázat tartalmazza.

	lnFirm_V		
	Koefficiens	z	P> z
<b>lnFirm_V L1.</b>	0.5638	17.59	0.000***
<b>lnEBIT</b>	0.3790	17.42	0.000***
<b>Tax_r</b>	-0.2425	-3.82	0.000***
<b>lnReinv</b>	0.0513	8.44	0.000***
<b>lnInv_C</b>	0.1784	12.07	0.000***
<b>ROIC</b>	0.0241	5.08	0.000***
<b>Net_M</b>	0.3400	2.32	0.021**
<b>MROA</b>	-2.2981	-6.84	0.000***

<b>dlnRev</b>	0.3055	14.57	0.000***
<b>2005. év hatása</b>	0.3830	18.53	0.000***
<b>2006. év hatása</b>	0.4268	21.04	0.000***
<b>2007. év hatása</b>	0.1968	10.00	0.000***
<b>2008. év hatása</b>	<b>-0.2094</b>	-10.56	0.000***
<b>2009. év hatása</b>	0.3080	15.48	0.000***
<b>2010. év hatása</b>	0.2080	7.82	0.000***
<b>2011. év hatása</b>	kollinearitás miatt kihagyva		
<b>_konstans</b>	1.4769	19.96	0.000***
<b>R<sup>2</sup> teljes</b>	0.9551		
<b>R<sup>2</sup> csoporton belüli</b>	0.7439		
<b>R<sup>2</sup> csoportok közötti</b>	0.9693		
<b>Wald (khí<sup>2</sup>)</b>	63 206.18***		
<b>Megfigyelések száma</b>	5 504		

Megjegyzés: A \*\*\* az 1 százalékos, a \*\* az 5 százalékos, az \* a 10 százalékos szignifikancia szinteket jelöli.

1.táblázat Az évek hatása a becsült együtthatók értékeire

A panel regressziós modell az üzleti érték varianciáját írja le az egyes évek hatásának figyelembevételével, a Wald-teszt alapján megbízhatónak tekinthető, a Wald-teszt p-statisztikája 5% alatti, a teljes R<sup>2</sup> 95,51%, a 16 független változó 1%-os, és 5%-os szignifikancia szinteken magyarázzák a függő változót.

A modell paramétereinek becsült értékei alapján elmondható, hogy az üzleti érték és a magyarázó változók korrelációjának irányában változás nem történt. Az EBIT-tel, az újrabefektetéssel, a befektetett tőkével, a befektetett tőke megtérülésével, az eredményhányaddal és az árbevétel növekedésével pozitív a korreláció. Negatív a korreláció az adóráta és az üzleti érték között, valamint továbbra is erősen negatív a kapcsolat a proxyként használt MROA és az eredményváltozó között. A 2004-es év hatása a konstans tagba van beleépítve, pozitív együtthatóval szerepel a modellben. A 2005., a 2006. és a 2007. év pozitívan korrelál az üzleti értékkel. A 2008-as évnél látszódik a válság hatása, ugyanis ez az év negatívan befolyásolta az üzleti értéket. A 2009. év és a 2010. év szintén azonos irányú változást indukálnak az üzleti értékben. A 2011. év kollinearitás miatt kihagyásra került.

## 5. Következtetések

A tanulmány célja a vállalati értékteremtés, az értéklánc és az értékteremtő tényezők bemutatása. Ezekon túl a másik fontos cél annak a kérdésnek a megválaszolása, hogy a vállalat értékét befolyásoló tényezők hatásában milyen változások történtek a 2007-2008-as globális pénzügyi válság következtében. A tanulmány felépítése a következő. Az első rész felvázolja az értékteremtési láncot, az elsődleges és másodlagos tevékenységeket. A második rész a kulcs értékteremtőket jellemzi. A



harmadik fejezet illusztrálja a 2007-2008-os globális gazdasági válságot, annak okait, legfontosabb eseményeit és pénzügyi vetületét. A negyedik az empirikus rész, amely az adatbázis körvonalazásával kezdődik, majd a panel regressziós modellen végzett elemzésekkel, azok eredményeinek közzétételével folytatódik. Az adatbázis 18 európai ország, 10 szektorának 1553 vállalati adatait tartalmazza, 2004-2011 között időtartamban. Végül az ötödik szerkezeti rész a következtetéseket tartalmazza, amely tanulságok a cikkből leszűrhetők, összegezve a fent bemutatott empirikus vizsgálatok eredményeit. A 2007-2008-as pénzügyi válság hatására az értékteremtő tényezők kapcsolatában bekövetkezett változások vizsgálatai arra engednek következtetni, hogy a 2008-as év egyértelműen a válság évének tekinthető. Ebben az évben az eredményváltozóra, a vállalatok üzleti értékére valamennyi magyarázó változó negatívan hatott, mely magyarázó változók a következők: EBIT, Reinvestment, Invested Capital, Return on Invested Capital, Net Margin, Sales Growth Rate, Tax Rate and Market Value of Return on Asset (MROA).

## Hivatkozások

- [1] Bélyácz, I. (2014): Pénzügyi válság, véletlen bolyongás, piaci hatékonyság. *Gazdaság és Pénzügy* 1(1), 8–32.
- [2] Bokros, L. (2009): Lehet-e világgazdasági válság? *Közgazdász Fórum* 12(3), 31–38.
- [3] Chikán, A. (2003): A kettős értékteremtés és a vállalat alapvető célja. *Vezetéstudomány*, 34(5), 10–12.
- [4] Chikán, A., & Demeter, K. (2006): *Az értékteremtő folyamatok menedzsmentje*. Budapest: Aula Kiadó
- [5] Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1999): *Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés*. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc.
- [6] Damodaran Database (2014): <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Letöltve: 2014. 01. 31.
- [7] Damodaran, A. (2006): *A befektetések értékelése. Módszerek és eljárások*. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc.
- [8] Fernandez, P. (2007): *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. <https://notendur.hi.is/~ajonsson/kennsla2006/Valuation.pdf> Letöltve: 2012. 09. 20.
- [9] Hodgson, G. M. (2009): The Great Crash of 2008 and the Reform of Economics. *Cambridge Journal of Economics* 33(6), 1205–1221.
- [10] Király, J., Nagy, M. (2008): Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok. *Hitelintézeti Szemle* 7(5), 450–482.
- [11] Krugman, P. R. (2012): *Elég legyen a válságból! MOST!* Budapest: Akadémiai Kiadó
- [12] Lámfalussy, S. (2008): *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Budapest: Akadémiai Kiadó

- [13] Máté, D., Kun, A. I., & Fenyves, V. (2016): The Impacts of Trademarks and Patents on Labour Productivity in the Knowledge-Intensive Business Service Sectors. *Amfiteatru Economic* 18(41), 104-119.
- [14] Mellár, T. (2010): Válaszút előtt a makroökonomia? *Közgazdasági Szemle* 57(7-8), 591–611.
- [15] Porter, M. E. (1998): *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance: with a New Introduction*. New York: The Free Press
- [16] Oláh, J., Popp, J. (2016): Lean Management, Six Sigma and Lean Six Sigma: Possible Connections. *Óbuda University E-Bulletin* 6(2), 25-31. <http://www.uni-obuda.hu/e-bulletin/issue8.htm>
- [17] Ramanathan, R. (2003): *Bevezetés az ökonometriába alkalmazásokkal*. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft.
- [18] Rappaport, A. (1998): *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2nd ed., New York: The Free Press
- [19] Stiglitz, J. E. (2009): The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory. *Eastern Economic Journal* 35(3), 281–296.
- [20] Tarnóczy, T., Fenyves, V., & Bács, Z. (2015): Real Options in Business Valuation. *Acta Oeconomica Universitatis Selye* 4(2), 41-52.
- [21] Tóth, K. (2014): A számviteli elvek átalakulása és a pénzügyi kimutatások hasznossága a globalizálódó világgazdaságban. *Controller Info* 4(2) 28-33.