

# Vállalatértékelési kihívások és válaszok a globális gazdasági változásokra

SÁPI-DUDUK ILDIKÓ

Eszterházy Károly Katolikus Egyetem

Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar

Gazdaságtudományi Intézet, Vállalat-gazdaságtan Tanszék

Egészségház u. 4., Eger 3300

*duduk.ildiko@uni-eszterhazy.hu*

A tanulmány megvizsgálja és ismerteti az elmúlt évtizedek globális gazdasági változásaiban szerepet játszó főbb tényezőket, és bemutatja az ezek hatására létrejött gazdasági ciklusokat, amelyek újabb és újabb kihívások elé állították az üzleti világ szereplőit. A vállalatok érintettjei számára, de különösen a befektetők és tulajdonosok számára fontos megérteni, hogy milyen ciklikusság található a globális gazdasági életben, és hogyan lehetséges alkalmazkodni a változó gazdasági körülményekhez, amelyek hatással vannak a pénzügyi döntéseikre. A cikk bemutatja az egyes gazdasági ciklusok legkiemelkedőbb befektetőit, majd ismeretésre kerülnek az általuk alkalmazott befektetési stratégiák, vállalatértékelési eljárások. A vizsgálat rávilágít az értékelési eljárások összetevőire és az értékelés szerepének változására. Az elemzés megerősíti, hogy a pénzügyi és nem pénzügyi értékelések kiegészítik egymást, és csak együtt adhatnak megbízható információt egy vállalat értékéről. A kutatás alap gondolata volt, hogy a gazdasági változások hatására a vállalatértékelési stratégiák és módszerek változnak, és a gazdasági versenyhelyzetben a nem látható vagyon értékelésének szerepe felértékelődik.

**Kulcsszavak:** globális gazdasági változás, gazdasági ciklusok, vállalatértékelési módszerek és filozófiák, látható vagyon, nem látható vagyon

## 1. Bevezető

A globalizáció hozzájárul a gazdasági fejlődéshez a piacok megnyitásával, a technológiai transzfer előmozdításával és a közvetlen külföldi befektetések vonzásával, a szabad tőkeáramlással. A gazdasági változások különböző konjunkturális változásokat hoznak létre, és ebben a folyamatban megfigyelhető egy ciklikusság. A különböző gazdasági

ciklusok közös ismérve, hogy a gazdasági szereplőknek folyamatosan és rugalmasan kell alkalmazkodniuk a változásokhoz. A vezetői és a befektetési döntések során a tőkebefektetések alkalmával olyan vállalkozásokba érdemes befektetni, ahol további hozam és vállalatiérték-növekedés várható. A tanulmány célja, hogy megvizsgálja és összekapcsolja a világgazdaság átalakulásában szerepet játszó legfontosabb globális gazdasági változásokat, a gazdasági ciklusokat és a legelterjedtebb befektetési stratégiákat és vállalatértékelési módszereket. A gazdasági ciklusok elemzése, a különböző gazdasági fázisok megismerése, a kölcsönhatások megértése lehetővé teszi, hogy átfogó kép alakuljon ki a befektetők értékelési módszereiről és stratégiáiról. A vizsgálat a tudományos kutatásirodalom elemzésének, a kutatási információk összehasonlításának és összesítésének módszerével történik, nem törkeszik a teljességre, mert a vizsgálatba bevont szakirodalom fő célja a kutatási hipotézisek igazolása vagy elvetése. A szekunder kutatásnak és a szerző saját üzleti gyakorlatának eredményeként a tanulmány összekapcsolja a gazdasági változásokat, a kialakult gazdasági ciklusokat, és rávilágít a vállalatértékelési eljárások és értékelés szerepének változására. A téma aktualitását a világgazdaságban egyre erősödő vállalati verseny igazolja, hiszen az üzleti szervezetek legfontosabb célja, hogy a befektetett tőkével gazdasági előnyökre, nyereségre, pótlólagos hozamokra, versenyelőnyre, a vállalati értékek növelésére tegyenek szert, ezért nagy fontossággal bír a vállalatértékelési stratégiák elméleti és gyakorlati kombinációjának megismerése.

Kutatási hipotézisek:

H1: A különböző gazdasági ciklusok a globális gazdasági változások hatására jöttek létre, amelyekben eltérő vállalatértékelési eljárások és befektetési stratégiák kerülnek alkalmazásra.

H2: A vállalatértékelési eljárások összetevői az egymást követő gazdasági ciklusokban a látható vagyon számbavétele mellett egyre inkább a nem látható vállalati vagyon értékének meghatározására fókuszálnak.

## **2. Globális gazdasági változások, a világgazdaság átalakulásában szerepet játszó tényezők**

A globalizáció fogalmát a Globus kifejezéssel már régóta használják. A Globus, vagyis a földkerekség különböző részei között már a régmúltban is elindult különféle összekapcsolódás, emberek, állatok vándoroltak, növényfélések, technikák, szakismeretek, vallások, kultúrák, tudományos eredmények terjedtek el, és különböző országok, nemzetek, társadalmak kerültek politikai, katonai, illetve gazdasági függő viszonyba egymással (Szentés, 2005). Az általános definíció szerint a globalizáció nem más, mint az a folyamat, amelynek következtében a különböző országok gazdaságai egymással szorosan összekapcsolódnak, ami lehetővé teszi a termékek, a szolgáltatások, a tőke és

a tudás szabad áramlását (Csath, 2001). A globalizációt nagy átalakulásnak tekintjük, s tartalma nem más, mint a globális integráció (Palánkai, 2010). A globális integráció egy olyan komplex folyamat, amely jelen van a világ minden részén, és hatással van a társadalmi, kulturális, politikai és gazdasági területekre is. A globális piacok, a multinacionális vállalatok, a tőke szabad áramlása, a nemzetközi kereskedelem bővülése hozzájárulnak a világgazdaság összekapcsolódásához.

A globális gazdaság folyamatosan változik, és a változás tényezői sokféle formában jelentkeznek, és eltérő módon befolyásolják a világgazdaság globalizációját. Az egyik ilyen tényező a technológiai változás, amely magába foglalja az informatikai és kommunikációs technológiák, a közlekedés és szállítás, az innováció és kutatás-fejlesztés, az automatizáció és robotika fejlődését. A technológiai változások célja az egyre fejlettebb eljárások alkalmazása és a versenyképesség növelése. A technológiai előrelépések lecsökkentik a tér és idő szerepét, lehetővé teszik a gyors információáramlást, az új befektetések és beruházások indítását, a szabad tőkeáramlást. A szabad tőkeáramlásnak köszönhetően az üzleti élet szereplői diverzifikálják a portfólióikat és kockázataikat, mert a globális pénzügyi piacokon keresztül a tőke szabadon mozoghat, és a piac változásai miatt a befektetések értéke is változhat. A technológiai fejlődés és tőkeáramlás gyorsulásának eredményeként létrejönnek multinacionális vállalatok és nemzetközi tevékenységet folytató pénzügyi intézmények, amelyek tovább erősítik a globális gazdaság bővülését. A pénzügyi tényezők szorosan összefonódnak a gazdasági globalizáció más dimenzióival is, így élinkítik a kereskedelmi forgalmat is. A kereskedelem mint a világgazdaságban szerepet játszó tényező összekapcsolja a világ különböző pontjain lévő gazdaságokat. A globális nagyvállalatok kihasználják a helyi piaci lehetőségeket, az olcsóbb munkaerőt, az alapanyag-elérhetőségeket, és termékeik előállításával és értékesítésével piaci versenyt hoznak létre, a kereskedelem pedig biztosítja a termékek szélesebb piacát. A szállítási technológiák fejlesztésének eredménye, hogy egyre gyorsabb és költséghatékonyabb szállítási lehetőségek elérhetőek, amelyek hozzájárulnak a kereskedelem élénküléséhez. A technológiai, pénzügyi, kereskedelmi tényezők jelentős hatással vannak a globális gazdasági növekedésre (Szanyi, 1997; Csath, 2001; Szanyi, 2018; Bayer, 2022). A Világbank, az IMF és a WTO<sup>1</sup> intézményei globális pénzügyi és kereskedelmi szabályokat alkotnak és felügyeletet biztosítanak a gazdasági életben, és további támogatást adnak a szoros integrációhoz. A gazdasági életben azonban vannak konjunkturális változások, növekedések és visszaesések. A globális kereslet és kínálat változásai, az export és import mennyiségének változása, az árfolyam-ingadozások, befektetői kockázatok

---

<sup>1</sup> A Világbank elnevezést a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank (IBRD), valamint a Nemzetközi Fejlesztési Társulás (IDA) jelölésére használják. IMF = Nemzetközi Valutaalap, WTO = Kereskedelmi Világszervezet.

befolyásolhatják a gazdasági eredményeket. A világgazdaság átalakulásában szerepet játszó tényezőknél tekintetbe kell venni még a demográfiai, politikai, környezetvédelmi változásokat is. Az előregedő népesség, a migráció, a vallási beállítottság, túlnépesedés, világjárványok, klímaváltozás, fenntarthatóság, kormányzati döntések hatással lehetnek a gazdaság egyéb területeire is (Csath, 2001; Gore, 2013). A globális gazdasági változások tényezői és a gazdaság szereplői komplex módon alakítják a globális gazdasági környezetet, együttesen hozzájárulnak ahhoz, hogy a világ egyre inkább összefüggővé váljon, és a vállalkozások, emberek és kormányok sikeresebben részt vegyenek a globális gazdaságban, amelyben egymást támogatva vagy egymással versenyben küzdenek nagyobb vállalatérték megszerzéséért, megteremtéséért.

### 3. A gazdasági változások által létrejött főbb gazdasági ciklusok

A globális gazdasági változások tényezői hozzájárulnak a gazdaság konjunkturális változásához. A gazdasági helyzet és aktivitás időbeli alakulásában ciklusos változás figyelhető meg, amelyet többféle megközelítésből lehet csoportosítani, de mindegyik felöllel egy időtávot. A gazdasági ciklus a gazdaság periodikus ingadozása. Ezekben a különböző periódusokban különböző egyensúlyi pontok vannak, amelyekre hatással vannak a fogyasztói és vállalati költségek, a kamatlábak és a monetáris politika, a munkanélküliség, az infláció, a háború, a természeti katasztrófák (Nellis–Parker, 1998; Kehl–Sipos, 2017). A gazdasági ciklusok csoportosítására a nemzetközi közgazdaságtanban számos módszer és nézőpont alakult ki. A Konratyev-ciklusok 1780-as évektől indulnak, 50 és 60 év körüli időszakot ölelnek fel, mert ez az elmélet figyelembe vette a hosszú élettartamú beruházásokat is, mint például a vasútvonalak, csatornaépítés. Juglar 1862-ben mutatott ki 7–11 éves befektetési ciklusokat. Kuznets 1930-ban 15–25 éves ciklusokat alakított ki, a nagy élettartamú egyedi jellegű létesítmények építésének mint az irodaépület és gyárépületek gazdasági szerepére való tekintettel. A periódusok kialakításánál úgy gondolta, hogy nem a termék élettartama határozza meg a gazdasági ciklust, hanem az azt előállító eszköz élettartama. A klasszikus konjunktúraciklus a XIX. sz. elején, 1824-ben jelent meg Angliában, hosszát hét és tíz év közé teszik (Mellár, 2015; Kehl–Sipos, 2017; Szanyi 2017, Katits–Pogátsa–Zsuzpanekné, 2018).

Gazdasági együttműködés és gazdasági fejlesztés céljából került sor az OECD megalakítására 1961-ben, tizennyolc európai ország, valamint az Amerikai Egyesült Államok és Kanada részvételével. Nellis és Parker (1998) szerint az OECD-tagállamok gazdasági fejlődésének nagyobb szakaszait, gazdasági ciklusait a bekövetkezett gazdasági események szerint a következő öt ciklusban lehet meghatározni: 1945–1959 (15 év), 1960–1973 (14 év), 1974–1989 (16 év), 1990–2006 (17 év), 2007–2023

(17 év). Az első ciklusban, 1944–1959 között a Bretton Woods-i Konferencia új nemzetközi monetáris rendszert hozott létre, amely az amerikai dollárhoz rögzítette az árfolyamokat, a dollárt pedig az aranyhoz kötötte. Ez a rendszer elősegítette a gazdasági stabilitást és a nemzetközi együttműködést. Az 1960–1973 közötti időszakban gazdasági fellendülés, növekedés, teljes foglalkoztatottság, a mezőgazdaságról az iparra és kereskedelemre való áttérés, az egyre szabadabb kereskedelem kibontakozása következett be. 1971-ben felfüggesztésre került a dollár aranyra válthatósága, és ez súlyosan érintette a gazdaság szereplőit. 1974–1989 között a gazdaság stagnált, és ez az OPEC-olajárak jelentős növekedését hozta magával. A fejlett országok túlnyomó részében alacsony növekedés volt a jellemző, növekedett a munkanélküliség. Felerősödött a gazdasági verseny a gazdasági szereplők között. Az 1990–2006 közötti ciklust a tőzsdei fellendülés és zuhanás időszakának lehet nevezni, globális pénzügyi dereguláció, lassuló gazdasági növekedés van jelen (*Nellis–Parker*, 1998). A 2007–2023 közötti ciklus két legjelentősebb eseménye a 2008-as gazdasági és pénzügyi világválság és a Covid néven ismert világjárvány. A 2008 válság főbb jellemzői az ingatlanlufi kipukkanása, a nyugdíjalapok, biztosítások válsága, lélektani és reáltényezők, ágazati válságok (építőipar), az olaj- és gázárak összeomlása. A világjárvány idején, 2020–2023 között, amely negatívan kihatott a gazdaságra is, jelentős visszaesések mutatkoztak számos iparágban.

A globális gazdasági változások és a gazdasági ciklusok közötti kapcsolat vizsgálataival megállapítható, hogy a globális gazdasági változások azok a tényezők, amelyek formálják a gazdasági folyamatokat. Ezekben a gazdasági folyamatokban vannak növekedések, csökkenések, stagnálások, amelyek alapján körvonalazódnak bizonyos gazdasági ciklusok. Ezek a ciklusok hatással vannak egymásra, fontos megérteni egy ciklus elemzése során, hogy mi történt az előtte lévő időszakban, és ez milyen változásokat hozott az új ciklusba. Ezért az egyes gazdasági időszakok meghatározása során tekintetbe kell venni a fellendülés és válság összefüggései mellett a vizsgálat célját is. A gazdasági ciklusok létrehozásával érthetővé és magyarázhatóvá válnak a lezajló gazdasági események, ezáltal a gazdasági ciklusok elemzése segíthet megérteni a gazdasági tényezők változásainak jellemzőit, ennek ismerete pedig lehetőséget teremt a következő periódusban bekövetkező változásokra való rugalmas és gyors reagálásra. Befektetői szemszögből az OECD gazdasági ciklusai teremtik meg a legalkalmasabb vizsgálati időszakokat, mert gazdasági és pénzügyi változások és a változásokkal együttjáró gazdasági szempontok alapján történt kialakításuk. Ezekben a sajátos gazdasági ciklusokban lehetővé válik a globális gazdasági élet változásával egyidejűleg a vállalatértékelési stratégiák és módszerek fejlődésének megfigyelése és elemzése, mert az üzleti világ érintettjeinek a gazdaságban bekövetkező változásokhoz alkalmazkodva kell meghozniuk döntéseiket.

#### 4. Vállalatértékelési filozófiák és stratégiák változásának megközelítése befektetői szempontból

##### 4.1. A vállalatértékelés kezdeti időszaka (1945–1959)

Az 1945–1959 közötti gazdasági ciklust a II. világháborút követő újjáépítés jellemezte. Elindult az európai integráció, az ázsiai gazdasági fellendülés, bővült a nemzetközi együttműködés, növekedett a gazdasági stabilizáció. A gazdasági szakemberek számára ez az időszak új lehetőséget teremtett új befektetések elindítására, amelyeket az erősödő technológiai színvonal, az új nemzetközi pénzüpiaci és tőkepiaci műveletek támogattak. A két világháború között a befektetések jutalék-, illetve osztalékalapúak voltak, mert a befektetők törekedtek a biztosnak vélt hozamok megszerzésére. T. Rowe Price volt az első ismertebb befektető, aki még a II. világháború előtt három másik kollegájával egy olyan befektetési alapot hozott létre, amely a megbízható osztalékfizetésen túl nagy hangsúlyt helyezett azokra a befektetésekre, ahol a vállalatoknak erős növekedési kilátásai voltak (Bond, 2019). A vállalatértékelés, értékbefektetés alapjait Benjamin Graham és David Dodd (1934) „Securities Analysis” című könyvével tették le, kialakították az értékalapú befektetési stratégiák elméletét és gyakorlatát, amelyek napjainkban is relevánsak a befektetési világban. Graham a befektetési alapelveiről szóló leghíresebb művét, az „Intelligent Investor”-t 1949-ben adta ki. Ez a könyv sok befektetési alapelvet tartalmaz, köztük a biztonságos értékpapírok kiválasztásának módszerét és a piaci pszichológia szerepét. Az egyik ilyen fontos alapelve, hogy egy értékpapír értéke a vállalat ténylegesen realizálható eszközeinek és a vállalat által kezelt költségeknek a különbsége, ami szerint a befektetőknek alaposan kell elemezniük a vállalatokat, és csak alulértékelt részvényekbe szabad a pénzüket befektetni (Graham-Dood 1934/2008; Graham, 1949/2009). Graham fő célja a befektetés megtérülésének maximalizálása volt, kisebb figyelmet fordított a jövőbeli növekedési lehetőségekre. Graham irányítása alatt a Graham–Newman társaság jelentős teljesítményt nyújtott a tőzsdén, részben az értékalapú befektetési stratégiáknak köszönhetően. Benjamin Graham minden idők egyik legsikeresebb befektetőjének, Warren Buffettnek is a mentora volt. Warren Buffett 1956-ban alapította meg a Buffett Partnership Ltd.-t. Buffet értékalapú beszerzési stratégiájában a hosszú távú részesedés megszerzésére törekedett jó minőségű, de alulértékelt vállalatok felvásárlásával. Befektetéseinél arra törekedett, hogy ismerje a vállalkozás tevékenységét, termékeit, és olyan vállalatokba fektetett, ahol a vezetés magas fokú kompetenciákkal rendelkezik (Cunningham, 2013). Az időszak szintén kiemelkedő befektetője volt John Templeton, aki a világ olyan részein keresett befektetési lehetőségeket, amelyek még nem voltak elterjedtek, ezért a globális befektetés úttörője volt. Létrehozta a Templeton Growth Fund befektetési alapot, amellyel nagy üzleti sikereket ért el. Befektetői stratégiájában szerepelt a hosszú távú gondolkodás, a diverzifikált portfóliók létrehozása. Philip Fisher már a két világháború között elkezdte kidolgozni a befektetési elveit, amelyeket 1958-ban jelentetett meg a „Common Stocks and Uncommon Profits”

című könyvében. Fisher vállalatértékelési stratégiáját azt jelentette, hogy nagy hangsúlyt helyezett a minőségi elemzésre, és olyan vállalatokba fektetett be, amelyek erős vezetői csapattal és jó növekedési kilátásokkal rendelkeztek (Fisher, 2003).

Az 1945–1959 közötti ciklus a vállalatértékelés kezdeti időszakának tekinthető, mert a befektetők a biztosnak tűnő, osztalékfizetésekkel együtt járó és a hosszú távú növekedési potenciállal rendelkező vállalati befektetéseket preferálták. Ezzel együtt a tőzsdék szabályozásának és megbízhatóságának fejlődése új lehetőségeket teremtett a befektetők számára, és elindította a modern portfólióelméleteket és vállalatértékelési eljárásokat. A vállalatértékelésben két szemléletmód alakult ki, amely a fundamentális és technikai elemzést indította el. A legsikeresebb befektetők a fundamentális elemzésre helyezték a nagyobb hangsúlyt, ennek keretében a vállalatértékelés során a hagyományos pénzügyi elemzési módszerek kerültek alkalmazásra. A statikus pénzügyi mutatók mellett vizsgálták a hosszú távú növekedési potenciált, egy jövőbeni vállalatérték elérésének lehetőségét, a vezetés minőségét, az iparági jellemzőket, a gazdasági és politikai körülményeket. A fundamentális elemzési szemléletmód mellett megjelent a technikai elemzés is. *Robert D. Edwards és szerzőtársai* (1948) „Technical Analysis of Stock Trends” című munkájukban a technikai elemzés alapköveit rakták le. A technikai elemzők rövid távon grafikonok, alakzatok és részvénytrendek elemzésével, a kereskedelmi volumen, a piaci pszichológia figyelembevételével döntenek a befektetéseikről, függetlenül a piaci információktól. A fundamentális elemzők hosszú távú, míg a technikai elemzők rövid távú döntéseket hoznak, de a két elemzési módszer egyes elemei a befektetők stratégiájától függően kombinálhatóak (Damodoran, 2010).

#### **4.2. A vállalatértékelés tradicionális időszaka (1960–1973)**

Az 1960-as évek elejét az új iparágak fejlődése, a gazdasági növekedés, a technológiai forradalom, az új vállalatok létrejötte jellemezte, és ez növelte a befektetési kedvet. Az 1970-es olajválság azonban komoly változásokat és nehézségeket hozott a gazdasági életbe. Az olajárak emelkedése inflációt, az infláció növekedése pedig gazdasági stagnálást hozott magával. Ezen változatos események együttesen jelentős befektetési kihívásokat és lehetőségeket teremtettek az érintett időszakban. A befektetőknek dinamikusan kellett alkalmazkodniuk az eseményekhez, figyelembe véve a geopolitikai és gazdasági változásokat a portfólióik kezelése során. Továbbra is az értékbefektetési elvek betartása, a hosszú távú perspektíva és az alulértékelt lehetőségek jellemezték a sikeres befektetők stratégiáját. Warren Buffett, korunk egyik legnagyobb befektetője az 1960-as évek elején megkezdte a Berkshire Hathaway részvényeinek felvásárlását, majd 1965-ben átvette a vállalat irányítását. Innentől kezdve a Berkshire Hathaway egyfajta befektetési birodalmává vált, amely számos iparágban szerzett jelentős részesedést. Warren Buffett befektetési stratégiája a hosszú távú értékberuházásra épült. Ezt azt jelenti, hogy olyan vállalkozásokba fektetett be, amelyeknek stabil alapjai voltak, és jó kilátásokkal rendelkeztek a hosszú távú növekedésre,

a vállalatérték maximalizálására. Meg kell még említeni Charlie Munger nevét is, aki Warren Buffett hosszú távú üzleti partnere, és akivel az értékbefektetésre és a hosszú távú perspektívára összpontosítottak. Fontosnak tartották a vállalatok gazdasági és kompetitív jellemzőinek együttes figyelembevételét (Cunningham, 2013). Philip Fisher nagy hangsúlyt helyezett a vállalatok elemzésére, pénzügyi mutatószámok mellett számos információt gyűjtött a vállalatoknál és a vállalatok érintettjei körében. Az innovatív befektetői stratégiájának köszönhetően olyan különböző tevékenységű nagyvállalatokban szerzett részesedést, mint a Motorola, amely a vezetékek nélküli kommunikáció és elektronikai termékek gyártója volt. A Motorola mellett részesedéssel rendelkezett a Texas Instruments amerikai félvezetőgyártó vállalatban, a Kodak elektronikai és a DuPont ipari és vegyipari termékeket gyártó cégekben. A befektetési portfóliójában törekedett a diverzifikációra, hogy a befektetések kockázatát csökkentse (Fisher, 2012). John Neff 1964-ben csatlakozott a Wellington Management vállalathoz, amelynek fő tevékenysége a befektetési tanácsadás volt, és több mint 30 évig támogatta a vállalat működését. Ezzel párhuzamosan 31 évig vezette a Windsor Befektetési Alapot, amely a nagyvállalati részvényekre fókuszál, és a célja a hosszú távú tőkeáttétel és a növekedés. Neff fundamentális elemző volt, olyan alulértékelt részvényeket keresett, amelyeknek a piaci ára alacsonyabb, mint a valós értékük, az alacsony ár-nyereség mutatókkal rendelkező és erős osztalékhozamú vállalatokra összpontosított, és kiemelt figyelmet fordított a sikeres iparágakba való befektetésekre (Neff, 2001). Soros György a 60-as években kezdte meg befektetői tevékenységét fedezeti alapkezelőként. 1969-ben Soros György és Jim Rogers megalapították az első hedge alapot Double Eagle Fund néven. Ez a kis alap később átalakult a Soros Fund Management vállalattá, és a Quantum Alaphoz kapcsolódott, amely hozzájárult Soros befektetési sikereihez és ahhoz, hogy a világ egyik legbefolyásosabb és leggazdagabb befektetőjévé váljon. Egyik legfőbb stratégiája volt, hogy hatalmas nyereséget érjen el a piaci mozgások kihasználásával (Soros, 1996).

Az 1960–1973 időszakot a vállalatértékelés tradicionális időszakának tekinthetjük, mert az értékelési módszerek elsősorban a hagyományos pénzügyi elemzésre támaszkodtak. Az elemzők főként a múltbéli teljesítményből, a megbízható pénzügyi adatokból vontak le következtetéseket, alakítottak ki trendeket a jövőre vonatkozóan, de megjelentek a jövőbeni vállalatérték becslésére vonatkozó módszerek is, amelyek a fundamentális befektetők körében nagyon népszerűek voltak (Damodaran, 2010). A 70-es években bekövetkező gazdasági változások eredményeképpen a befektetők egyre nagyobb figyelmet fordítottak a különböző szektorok és iparágak teljesítményére, az alulértékelt vállalatok és piacok megtalálására. Ezekben az években továbbra is népszerűek voltak a részvényekből származó osztalékfizetésen alapuló befektetések, de már megjelentek az indexalapú befektetések, kezdődött az opciós és hedge alapok kialakulása, megjelent a kötvények és részvények diverzifikációja. A befektetők vizsgálták a vállalati kompetenciákat és a nem látható vagyoni elemeket is, és kiemelt figyelmet

fordítottak az erős vezetői kompetenciával rendelkező vállalatok irányába. A gazdasági verseny fokozódásával növekedtek a befektetői kockázatok is, ezért különböző portfólióelméletek alakultak ki, hogy a befektetők hogyan tudják optimalizálni a kockázat és hozam közötti egyensúlyt azáltal, hogy különböző eszközöket kombinálnak egy portfólióban, akár iparági, akár földrajzi megfontolásokból kiindulva.

### **4.3. A modern vállalatértékelési időszak (1974–1989)**

Az 1974–1989 közötti időszakot a gazdasági változékonyság és a gazdasági súlypontok áthelyeződése mellett az infomatikai és kommunikációs technológiák fejlődése, a tőkeáramlás felgyorsulása jellemezte. Jelentős befektetési sikereket ért el Peter Lynch 1977 és 1990 között a Fidelity Magellan Fund vezetőjeként, de jelentős részesedésre tett szert olyan vállalatokban, mint az autógyártási tevékenységet folytató Ford, a lakáshitelezéssel foglalkozó Fannie Mae, a Disney, a Dunkin' Donuts, a Victoria's Secret és a Bath & Body Works. Lynch befektetési stratégiájában nagy figyelmet tulajdonított a növekedési potenciállal rendelkező, jól ismert és népszerű márkanévvel viselő részvények vásárlására, és portfólióját úgy építette fel, hogy több szektorban is legyenek érdekeltségei (Lynch, 2008). John Templeton sikereinek alapját a nemzetközi befektetések és a hosszú távú értéknövekedés stratégiája jelentette. John Templeton 1954-ben alapította meg a Templeton Growth Fundot, amely az 1970-es és 1980-as évekre kiemelkedő sikereket ért el, később pedig más Templeton-alappal együtt 1992-ben a Franklin Templeton Investments vállalatként a világ egyik vezető befektetési alapkezelőjévé vált. Templeton befektetési politikájára jellemző volt a széles körben való diverzifikáció, ami azt jelenti, hogy számos iparágban és különböző országokban rendelkezett befektetésekkel. Így például részesedéssel rendelkezett olyan technológiai vállalatokban, mint az IBM és a Microsoft, az energiaipari vállalatok közül Exxon Mobil- és Chevron-részvényeket vásárolt. Voltak érdekeltségei a gyógyszeripar és egészségügy területén, mint például a Pfizer, Johnson & Johnson vállalatokban (Nairn–Jonathan, 2012; Proctor–Phillips, 2012). Ray Dalio egyedi befektetési filozófiája szerint hosszú távú és globálisan diverzifikált portfóliókat kell létrehozni, hogy a befektetők csökkentsék a kockázatot és maximalizálják a hozamot. Ray Dalio 1975-ben megalapította a Bridgewater Associates alapot, amely olyan diverzifikált befektetéseket kínált, amelyekkel a piaci kockázat jelentősen csökkenthetővé vált. Dalio összefoglalta a számára legfontosabbnak tartott üzleti elveket, amelyek az élet és a munka világából származtak. Fontosnak tarotta az őszinteséget, az átláthatóságot, az adatokon és szavahihetőségen alapuló döntéshozatalt, az elemző gondolkodásmódot. Véleménye szerint nem csupán intuícióra vagy spekulációra alapozva kell befektetési döntéseket hozni, hanem elemzni szükséges a gazdasági ciklusokat, hogy ez segítsen megérteni és előre jelezni a piaci trendeket és az eseményeket. A fundamentális és a technikai elemzés kombinálásával dolgozott, hogy megtalálja a legjobb befektetési lehetőségeket, és csökkentse a piaci mozgásból eredő kockázatot (Dalio, 2019). Seth Klarman

befektetési stratégiájában a hosszú távú értékbefektetés kapja a legnagyobb szerepet. 1982-ben alapította a Baupost Group Befektetési Alapot. Fundamentális vállalatértékelési módszereket alkalmaz, és Benjamin Graham befektetési filozófiáját követve alulértékelt vállalatokat céloz meg, kedvezményesen vásárolja meg azokat, és egy kockázatmentes árrésre törekszik (*Klarman*, 1991). Carl Icahn aktivista befektető volt, ami azt jelenti, hogy olyan vállalatokba fektetett, amelyekben hitt, és amelyekben aktívan befolyásolhatta az üzleti stratégiát és vállalati döntéseket. Nagy részesedéseket szerzett alulértékeltnek tűnő vállalatokban, amelyekben növekedési lehetőséget látott, és amelyekről úgy gondolta, hogy a vállalati vezetők olyan intézkedéseket fognak tenni, amelyek a részvényesek érdekeit fogják szolgálni. A befektetési stratégiájának része volt a nyilvános szereplés és saját véleményalkotás azokról a vállalatokról, amelyekben részesedést vásárolt, ezzel pedig befolyásolta a részvények forgalmát (*Icahn*, 2018). John Clifton Bogle 1975-ben megalapította a Vanguard Group befektetési alaptársaságot, 1976-ban létrehozta az első indexalapot Vanguard 500 néven. Bogle alapgondolata az volt, hogy különbséget kell tenni a befektetés és a spekuláció között az időhorizont és a kockázat mértéke szerint. Indexbefektetési filozófiájában a befektetőket arra ösztönözte, hogy válasszák a hosszú távú és alacsony költségű indexalapot, mert így tudják minimalizálni a kockázatot és a költségeket (*Bogle*, 2000; *Bogle* 2021).

1974–1989 között a befektetők olyan eszközökbe igyekeztek a pénzüket befektetni, amelyek nagy valószínűség szerint értékmegőrzők és kevésbé kockázatosak. Ezért nevezhető ez az időszak egy biztonságorientált vállalatértékelési időszaknak, amelyben az elemzők hagyományos pénzügyi módszereket alkalmaztak, de létrejöttek újabb számítási és elemzési módszerek is, hogy a kockázati tényezőket csökkenteni tudják. Az értékbefektetői megközelítés továbbra is népszerű volt a befektetők körében, de kialakult egy modern portfólióelmélet, és a belső értéket meghatározó tényezők mellett megjelent a piaci tényezők vizsgálata is.

#### **4.4. Az újgenerációs vállalatértékelési időszak (1990–2006)**

Az 1990-es évektől a 2000-es évek elejéig tartó időszakban az informatikai és kommunikációs technológiák fejlődése egy újgenerációs technológiai forradalmat robbantott ki, az internet elterjedése újabb lehetőségeket teremtett a vállalkozások terjeszkedésében, a kereskedelmi és pénzügyi folyamatok kiszélesedésében és a világgazdaság globalizációjában. Warren Buffettnek, a pénzügyi világ egyik legsikeresebb és legismertebb befektetőjének stratégiája a hosszú távú és értékalapú befektetéseken alapult, ami azt jelentette, hogy olyan alulértékelt befektetési lehetőségeket keresett, amelyekben hosszú távon növekedési potenciál van. Buffett befektetési döntései előtt alaposan tanulmányozta a vállalatok vezetését és üzleti modelljét, és amelyeknek termékei ismertek voltak, mint például a Coca-Cola, American Express, Gillette, Wells Fargo, Procter & Gamble (*Hangstrom*, 2000), *Hangstrom* 2007, *Tier*, 2008). Soros György, ellentétben Warren Buffett fundamentális

filozófiájával, a sikeres spekulatív befektetéseiről ismert, főként árfolyamnyereségek révén kívánt kiemelkedő nyereségre szert tenni. 1992-ben jelentős mennyiségű részvényt vásárolt angol fontban, majd amikor az angol font árfolyama emelkedni kezdett, akkor eladta ezt a nagy mennyiségű befektetést, és hatalmas nyereségre tett szert. Ismertek voltak még oroszországi, ázsiai, és a feltörekvő piacokon való befektetésesei. A földrajzi, illetve piaci diverzifikáció mellett stratégiai megfontolásból nagy technológiai vállalatokba is jelentős befektetéseket eszközölt, mint például az Amazon és a Google (Soros, 1995; Tier, 2008). Bill Gross volt az 1990 és 2006 közötti az időszakban a világ egyik legnagyobb fix kamatozású befektetési társaságának, a Pacific Investment Management Co.-nak a társalapítója. Gross befektetési stratégiájára az volt jellemző, hogy államkötvényekbe, vállalati kötvényekbe, fix kamatozású értékpapírokba fektette a pénzét. Gross úgy gondolta, hogy a kötvények stabil hozamot kínálnak, ezért nagy fontossággal bírnak a befektetési portfóliókban (Gross, 1997). James Harrison Simons, ahogyan az üzleti világban ismerik, Jim Simons amerikai matematikus és a világ egyik legsikeresebb befektetője. A Simons által alapított Renaissance Technologies egy befektetési alap, amely matematikai modellek és algoritmusok felhasználásával kereskedik a pénzügyi piacokon. Simons a pénzügyi szakemberek mellett matematikusokat, statisztikusokat alkalmaz a pénzügyi piacok elemzéséhez, amelyhez alkalmazzák a matematikai modellek és algoritmusok, a statisztikai analízis, a mesterséges intelligencia módszereit, hogy a legeredményesebb befektetési döntéseket hozzák (Zuckerman, 2019). Carl Icahn az 1990-es évek és a 2000-es évek eleje során számos olyan különböző iparágban végzett befektetéseket és vállalatfelvásárlásokat hajtott végre, mint az RJR Nabisco, a Trans World Airlines, a Motorola, a Blockbuster videókölcsönző vállalat, az Arican Railcar Industries. Carl Icahn jelentős részesedésre tett szert különböző vállalatokban, és azok irányításában és működésben vagy azok átalakításában jelentősen részt vett (Parish, 2018). Jim Rogers 1998-ben megalapította a Rogers Internation Commodity Indexet, a közvetlen befektetések jellemezték, szívesen fektetett be részvényekbe, kötvényekbe, ingatlanokba. A fundamentális elemzés támogatója volt, alaposan tanulmányozta a befektetési lehetőségeket és azok hosszú távú valószínűsíthető nyereségét (Tier, 2008; Rogers, 2012).

A gazdasági növekedés, a vállalati versenyképesség növelése, a pénzpiacok globalizációja, a befektetési lehetőségek kiszélesedése, az újabb iparágak létrejötte új típusú vállalatértékelési stratégiát kívánt az üzleti szereplőktől. A nagy mennyiségű és szerteágazó üzleti információk leghatékonyabb kezelése hozta létre az újgenerációs értékelési megközelítést, amelynek alapja az értékmérők alkalmazása és a vállalati kompetenciák vizsgálata újszerű matematikai és informatikai eljárások kombinációjával. Az értékmérők, így például az Economic Value Added (EVA) és a Market Value Added (MVA) szerepe felerősödött, amelyek az értékteremtés és a tőkeallokáció hatékonyságát értékelték. A pénzügyi mutatók elemzésén túl vállalati kompetenciák is vizsgálatra kerülnek, így a vállalat piaci pozíciója, innovációs képessége, a vevői elégedettség, a vezetés minősége, a partneri kapcsolatok.

Az értékelésben a befektetők egyre gyakrabban veszik figyelembe a nem pénzügyi tényezőket, a nem látható vagyont is, amelyek nem jelennek meg a pénzügyi kimutatásokban. Ide tartoznak például a vállalat vezetése, a piaci pozíciója, a technológiai előnyei, az innovációs képességei, a szellemi tőke, a márkanév, a szabadalmak, a licencszerződések, szoftverek, az ügyfélkapcsolatok, eszközök. A nem látható vagyon értékelése komoly kihívást jelen, mivel ezek az eszközök nyilvános adatokból nem mérhetőek és értékelhetőek. Ezért a befektetők egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek az adatbányászat, a hálózatelemzés és különböző informatikai lehetőségek alkalmazására a sikeres döntéshozatal érdekében.

#### ***4.5. Holisztikus vállalatértékelési időszak (2007-2023)***

Az 2007–2023 közötti időszak pénzügyi piacaira és befektetéseire számos esemény volt hatással. Az egyik ilyen jelentős esemény a 2007–2008-as válság, amely ingatlanpiaci és banki összeomláshoz és gazdasági válsághoz vezetett. A másik jelentős esemény, amely hatással volt a globális gazdasági és pénzügyi életre, a 2019-ben elindult Covid19-járvány volt, amely hatással volt egyes iparágak szerepvállalásának csökkenésére, illetve növekedésre. Tovább folytatódott a technológiai forradalom, amelynek köszönhetően megnövekedett az érdeklődés az okoseszközök, a felhőszolgáltatások, az e-kereskedelem és a mesterséges intelligencia iránt. Bill Ackman, a Pershing Square Capital Management alapítója és vezérigazgatója, aktivista befektető és fedezeti alapok kezelője. Üzleti filozófiájának fő jellemzője, hogy olyan koncentrált portfóliókat kezel, amelyekben nagy hangsúlyt kaptak kulcsfontosságú befektetések, amelyekkel kompenzálni lehetett a kockázatos befektetéseket. Fontosnak tartotta, hogy aktívan részt vegyen a befektetett cégek irányításában és stratégiájának alakításában. Ackman többféle befektetési stratégiát alkalmaz, beleértve az értékalapú befektetéseket, a spekulatív rövid pozíciókat, valamint a vállalati átalakításokra és restrukturálásokra fókuszáló stratégiákat is. Elon Musk tudós, feltaláló, üzletember, különböző iparágakban számos vállalkozás tulajdonosa és vezetője. Musk két legismertebb technológiai vállalkozása az űrkutatóval foglalkozó SpaceX és az elektromos járművek gyártásával foglalkozó Tesla Motors. Ezek az innovatív vállalkozások jelentős befektetéseket vonzanak, és Musk számára lehetővé tették, hogy a világ leggazdagabb emberei között tartsák számon. Elon Musk sikeres üzleti döntéseinek köszönhetően akkora vagyonra tett szert, hogy 2022-ben meg tudta vásárolni a Twitter közösségi platformot, amely lehetővé tette számára, hogy hagyományos médiaközvetítőkön kívül kommunikálhasson a Twitter felhasználóival. Az éghajlatváltozás elleni küzdelem fontosságát hangsúlyozva Musk olyan vállalkozásokat is támogatott, amelyek az alternatív energiák felhasználására és a környezetvédelemre összpontosítanak (Vance, 2015; Higgins, 2021). Larry Page és Sergey Brin, a Google alapítói és korábbi vezetői, a Google sikere után számos befektetést és kezdeményezést támogattak általa, hogy saját vagyonukból befektettek vagy alapítottak vállalkozásokat. Page és Brin befektettek az Elon Musk által alapított a Tesla Motorsba

és a SpaceX űrkutatási vállalatba. Elon Muskhoz hasonlóan a mesterséges intelligencia szerepének nagy jelentőséget tulajdonítottak, ezért megvásárolták a DeepMind Technologies vállalatot a Google számára, amely egy mesterséges intelligencia startup volt. De számos más vállalkozásba eszközöltek befektetéseket, mint például az Airbnb, a világ egyik vezető szálláskiadó platformja, a Facebook, a Palantir Technologies nevű szoftvercég, kockázatitőke-befektető alap. Larry Page és Sergey Brin a hosszú távú befektetési stratégiájukban az értéktéremtésre összpontosítanak. Az általuk támogatott vállalkozásokat és projekteket nem csupán pénzügyi hozam alapján választják ki, hanem figyelembe veszik az innováció, a társadalmi haszon és a fenntarthatóság szempontjait is (Brandt, 2011; Thiel–Masters, 2015). Jeff Bezos az Amazon vállalat alapítója és vezetője, befektetési stratégiájának fő jellemzője a hosszú távú gondolkodás, az új, innovatív ötletek támogatása, a diverzifikáció és az ügyfélközpontú szemléletmód, kiemelten kezelte azokat a projekteket, amelyeknek a célja az emberiség előrehaladása és a technológiai fejlődés előmozdítása volt. Ezért számos technológiai és egészségügyi vállalkozásba fektetett be pénzt, mint például az űrkutatás vagy a Twitter, Google, Unity Technologies. 2013-ban megvásárolta a The Washington Post hírlapot, hogy a digitális médiában is szerepet kapjon (Bezos, 2022).<sup>2</sup>

2007-től napjainkig a befektetői magatartásból jól látszik, hogy a vállalatértékelési és befektetési stratégiák terén szerteágazó és komplex értékelési modellek és megközelítések térnyerése figyelhető meg, új stratégiák, módszerek és technikák kerülnek alkalmazásra. Egyre több befektető ismeri fel, hogy a hagyományos pénzügyi elemzések nem elegendőek egy vállalat értékének megállapításához. Napjainkra kiemelkedő szerepet kapott a nem látható vagyon, a vállalati kompetenciák, a fenntarthatóság (társadalmi és környezeti kihívások) a jövőbeli kilátások számbavétele. A vállalatértékelés holisztikus térnyerését az adatbányászat, a mesterséges intelligencia és számos informatikai megoldás alkalmazása segítik, amelyek összetettebb értékelési modellek alkalmazásával próbálják a kockázatot kizárni a befektetési döntések meghozatalánál.

2007 és 2023 között a fenntarthatóság fogalma a vállalatértékelésekben jelentősen kibővült, és kiterjedt a környezeti, társadalmi és irányítási (ESG) dimenziókra is. Ezt a tendenciát olyan globális keretek katalizálták, mint a Párizsi megállapodás, az ENSZ fenntartható fejlesztési céljai, és olyan szabályozási fejlemények, mint a fenntartható tevékenységek EU-taxonómiája. Ezek a kezdeményezések a fenntarthatósági teljesítményt a vállalati értékelések kritikus mérőszámává alakították át. A vállalati fenntarthatósági teljesítmény növeli a vállalat értékelését azáltal, hogy csökkenti a kockázatokat, felszabadítja a növekedési lehetőségeket, és igazodik az ESG elveivel kapcsolatos piaci

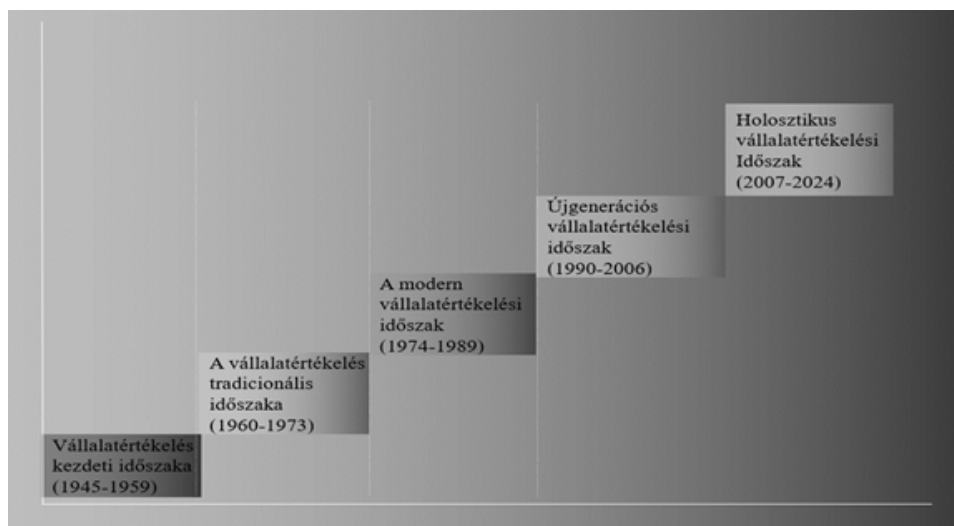
---

<sup>2</sup> Glen Arnold „The great investors. Lessons on investing from master traders” című könyve támogatta a 3. fejezetben bemutatott legsikeresebb befektetők kiválasztását, melynek fő célja az volt, hogy megismerhetővé váljanak az általuk alkalmazott vállalatértékelési módszerek és eljárások.

elvárásokhoz. Ahogy a befektetők és a szabályozók továbbra is a fenntarthatóságot helyezik előtérbe, a CSP és az értékelés közötti kapcsolat valószínűleg tovább fog erősödni.

## 5. Konklúzió, javaslatok

A tanulmány 1945-től napjainkig az OECD által alkalmazott gazdasági ciklusokban, öt különböző időszakban jelentős üzleti sikereket elért befektetőket és az általuk alkalmazott vállalatértékelési stratégiákat és módszereket foglalta össze. A tanulmány által bemutatott személyek csak néhány példa a sok sikeres befektető közül, akik reprezentálják az elmúlt több évtizedben bekövetkező vállalatértékelési módszerek változását. A tanulmány egyik legfontosabb eredménye, hogy megállapította, hogy a globalizáció és a gazdasági élet változásainak hatásaira újabb és újabb gazdasági ciklusok jöttek létre az elmúlt évtizedekben, amelyekhez eltérő vállalatértékelési módszerek és eljárások kapcsolhatók (1. ábra). A különböző vállalatértékelési módszerek és stratégiák meghatározott gazdasági ciklusokra történő alkalmazásának újdonsága abban rejlik, hogy feltárta az egyes időszakok különböző pénzügyi és gazdasági összefüggéseit, amelyek befolyásolják a vállalati érték meghatározását. A befektetők és a menedzserek megalapozottabb döntéseket hozhatnak, ha megértik, hogyan ingadozik a vállalat értéke a különböző gazdasági körülmények között, lehetővé téve az időben történő befektetéseket, elidegenítéseket vagy stratégiai kiigazításokat.



*Forrás: saját szerkesztés*

1. ábra: A vállalatértékelési ciklusok idősoros diagramja (1945–2024)

Összességében elmondható, hogy az elmúlt hat évtizedben a befektetői stratégiák sokszínűek voltak, és alkalmazkodtak az egyes ciklusok gazdasági, technológiai és társadalmi kihívásaihoz. A globális gazdasági változásokkal szembeni vállalatértékelés proaktív és rugalmas megközelítést igényelt a befektetőktől (1. táblázat).

Vállalatértékelési ciklusok	Sikeres befektetők	Befektetési stratégiák és módszerek
<b>A vállalatértékelés kezdeti időszaka (1945–1959)</b>	W. Buffett, J. Templeton, P. Fisher, B. Graham, T. R. Price	Értékalapú befektetések Fundamentális és technikai elemzés A vállalatvezetés minőségének vizsgálata Fegyelmezett és türelmes befektetői megközelítés
<b>A vállalatértékelés tradicionális időszaka (1960–1973)</b>	W. Buffett, C. Munger, P. Fisher, J. Templeton, G. Soros, J. Neff, B. Graham	Hosszú távú értékalapú befektetés Nemzetközi befektetések Pénzügyi mutatószámok értékelés trendszámításokkal Kompetenciavizsgálatok Befektetési alapok
<b>A modern vállalatértékelési időszak (1974–1989)</b>	W. Buffet, P. Lynch, J. Templeton, R. Dalio, P. T. Jones, S. Klarman, C. Icahn, J. C. Bogle, P. Tudor	Kereskedelmi stratégiák és spekulatív befektetések Portfóliók, diverzifikáció Iparági teljesítmények vizsgálata A változó környezethez való alkalmazkodás
<b>Az újgenerációs vállalatértékelési időszak (1990–2006)</b>	Warren Buffet, G. Soros, J. Templeton, B. Gross, J. Simons, R. Merton, P. A. Fisher	Algoritmuskereskedés és kvantitatív modellalkotás Kockázatsökkentő módszerek Belső értéket meghatározó tényezők azonosítása Értékálló befektetések
<b>Holisztikus vállalatértékelési időszak (2007–2023)</b>	W. Buffet, G. Soros, R. Dalio, E. Musk, C. Icahn, B. Ackman, L. Pagl, S. Brin, J. Bezos	Aktivista befektetés Vállalkozói kockázatvállalás Technológiai innováció Társadalmi felelősségvállalás Vállalati kompetenciák

*Forrás: saját összeállítás a tanulmányban szereplő szakirodalmi hivatkozások alapján*

*1. táblázat: Vállalatértékelési időszakok és sikeres befektetők*

A különböző gazdasági ciklusokban lezajló folyamatok új vállalatértékelési, diverzifikációs lehetőségeket és kockázatkezelési eszközöket kínálnak, hogy figyelembe vegyék az új és gyorsan változó globális gazdasági környezet jelentette kihívásokat. Ezáltal a kutatási hipotézisek elfogadásra kerültek, melyek szerint a különböző gazdasági ciklusok a globális gazdasági változások hatására jöttek létre, amelyekben

eltérő vállalatértékelési eljárások és befektetési stratégiák kerülnek alkalmazásra. A vállalatértékelési eljárások összetevői az egymást követő gazdasági ciklusokban a látható vagyon számbavétele mellett egyre inkább a nem látható vállalati vagyon értékének meghatározására fókuszálnak. Az elemzőknek és befektetőknek ezekhez a változásokhoz hozzá kell igazítaniuk az értékelési módszereiket és kockázatértékelési technikáikat annak érdekében, hogy a legmegfelelőbb üzleti döntéseket tudják meghozni.

## Hivatkozások

- ARNOLD, G. (2010): *The great investors. Lessons on investing from master traders*. Pearson Education Limited. Financial Times Series. London.
- BAUMOL, W. (1959): *Business Behavior, Value, and Growth*. New York, Macmillan.
- BAYER JÓZSEF (2022): Merre tart a globalizáció? *Educatio*, 31 (4), 531–54. DOI: 10.1556/2063.31.2022.4.1
- BEKKER ZSUZSA (2005): *Közgazdasági Nobel-díjasok 1969-2004*. KJK-Kerszöv. Budapest.
- BÉLYÁZ IVÁN (1997): *Tőkefinanszírozási számítások*. Janus Pannonius Tudományegyetem, Pécs.
- BÉLYÁZ IVÁN (2013): *A befektetések és a tőkepiac*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- BENJAMIN GRAHAM (2011): *Az intelligens befektető*. T.bálint Kiadó, Törökbálint.
- BENNINGA, S. Z. – SARIG, O. H. (1997): *Corporate finance. A valuation approach*. The McGraw-Hill Companies, Inc., New York.
- BEZOS, J. (2022): *Találd fel és engedd el*. Jaffa Kiadó, Budapest.
- BODA GYÖRGY – SZLÁVIK PÉTER (2005): *Kontrolling rendszerek*. KJK Kerszöv, Budapest.
- BODIE, Z. – KANE, A. – MARCUS, A. (2005): *Befektetések*. Aula Kiadó, Budapest.
- BODIE, Z. – MERTON, R. C. – CLEETON, D. L. (2011): *A pénzügyek közgazdaságtana*. Osiris Kiadó, Budapest.
- BOGLE, J. C. (2021): *Vagyonépítés befektetési alapokkal*. T.bálint Kiadó, Törökbálint.
- BOGLE, J. C. (2000): *John Bogle on Investing: The First 50 Years*. John Wiley & Sons. Hoboken. New Jersey.
- BOND, C. C. (2019): *T. Rowe Price: The Man, The Company, and The Investment Philosophy*. Wiley, Baltimore.
- BRANDT, R. L. (2011): *The Google Gys. Inside the Brilliant Minds of Google Founders Larry Page and Sergey Brin*. Portfolio 2011.
- BREALEY-MYERS (2005): *Modern Vállalati Pénzügyek*. Panem Kiadó. Budapest.
- COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J. (1999): *Vállalatértékelés, értékmérés és értékmaximaló vállalatvezetés*, McKinsey & Company Inc. – Panem – John Wiley & Sons, Inc., Budapest.

- CUNNINGHAM, A. L. (2013): *Warren Buffett jelenti. Leckék befektetőknek és vállalatvezetőknek*. T.bálint Könyvkiadó, Törökbálint.
- CSATH MAGDOLNA(2001): *Kiút a globalizációs zsákutcából*. Kairosz Kiadó, Budapest.
- DALIO, R. (2018): *Principles for Navigating Big Debt Crises*. Bridgewater. Connecticut.
- DALIO, R. (2019): *Elvek. Élet és munka*. A4C Books, Budapest.
- DAMODARAN, A. (2010): *A befektetések értékelése*. Panem Kiadó, Budapest.
- EDWARDS, D. R. – MAGEE, J. – BASSETTI W. H. C (1948): *Technical Analysis of Stock Trends*. CRC Press Taylor & Francis Group. Abingdon.
- FISHER, P. A. (2012): *Közönséges részvények – rendkívüli profitok*. T.bálint Kiadó. Törökbálint.
- FÓNAGY-ÁRVA PÉTER – ZÉMAN ZOLTÁN – MAJOROS GYÖRGY (2003): Értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata. *Pénzügyi Szemle*, 4, 380–403.
- GORE, A. (2013): *A jövő. A globális változás hat mozgatórugója*. HVG Kiadó, Budapest.
- GRAHAM, B. – DOOD, D. (2018): *Securities Analysis*. McGraw-Hill, New York.
- GRAHAM, B. (2018): *Intelligent investors*. HarperCollins, London.
- GROSS, B. (1997): *Everything You've Heard About Investing Is Wrong!: How to Profit in the Coming Post-Bull Markets*. Published by Crown Business.
- HANGSTROM, R. G. (2000): *Warren Buffett portfólió*. Panem, Budapest.
- HANGSTROM, R. G. (2007): *A Warren Buffett módszer. A milliárdos üzletember döntési stratégiái*. Alexandra, Pécs.
- HIGGINS, T. (2021): *Elon Musk és az évszázad fogadása*. Central Könyvek, Budapest.
- HODGSON, G. M. (2009): The great crash of 2008 and the reform of economics. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, 1205–1221.
- JUHÁSZ PÉTER (2018): *Vállalatértékelési számítások*. Budapesti Corvinus Egyetem.
- KATITS ETELKA (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában*. KJK Kerszöv. Budapest.
- KATITS ETELKA – POGÁTSA ZOLTÁN – ZSUPANEKNÉ PALÁNYI ILDIKÓ (2018): *A nemzetgazdasági konjunktúraciklusok és vállalati életciklusok*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- KEHL DÁNIEL – SIPOS BÉLA (2007): *Évszázados trendek és hosszú ciklusok az Amerikai Egyesült Államokban, Kínában és a világgazdaságban*. *Hitelintézeti Szemle*, 6(3), 248–282.
- KLARMAN, S. A. (1991): *Margin of Safety*. Harper Business Books. New York.
- KOHN, M (1998): *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok*. Osiris Kiadó. Nemzetközi Bankárképző. Budapest.
- LEFÉVRE, E. (2014): *Egy spekuláns feljegyzései*. T.bálint Kiadó, Törökbálint.
- LYNCH, P. (2008): *Sikerrel a tőzsdén*. Alinea Kiadó. Budapest.
- LYNCH, P. – ROTHCHILD, J. (1999): *Beating the Street*. Simon&Schuster. London.
- LYNCH, P. – ROTHCHILD, J. (2012): *Learn to Earn. A Beginner's Guide to the Basics Of Investing and Business*. Simon&Schuster, New York.

- MELLÁR TAMÁS (2015): *Szemben az árral. Rendhagyó közgazdasági előadások*. Akadémia Kiadó, Budapest.
- MILLER, J. C. (2016): *Warren Buffett's Ground Rules Words of Wisdom from the Partnership Letters of the World's Greatest Investor*. Harper Collins Publishers. New York.
- MODIGLIANI, F. – MILLER, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 18(3), 261–297.
- NAIRN, A. – JONATHAN, D. (2012): *Templeton's Way with Money: Strategies and Philosophy of a Legendary Investor*. Gildan Audio and Blackstone Publishing. Los Angeles.
- NARKUNIENĖ, J. – ULBINAITĖ, A. (2018): Comparative analysis of company performance evaluation methods. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6 (1), 125–138. [https://doi.org/10.9770/jesi.2018.6.1\(10\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2018.6.1(10))
- NEFF, J. (2001): *John Neff on Investing*. Wiley. Hoboken. New Jersey.
- NELLIS, G. J. – PARKER, D. (1998): *A közgazdaságtan alapjai*. Panem Kiadó, Budapest.
- PALÁNKAI TIBOR (2010): Nemzet és globalizáció. Globalizáció mint „Nagy átalakulás” és integráció. In: Magas István–Kutasi Gábor (szerk.) *Változó világgazdaság. Tanulmányok Simai Mihály 80. születésnapjára*. Budapest Corvinus Egyetem, Budapest.
- PARISH, P. (2018): *Carl Icahn : Earn Your First Billion Dollars Using The Proven Methods of The World's Greatest Investors*. Independently published. Austin.
- PROCTOR, W. – PHILLIPS, S. (2012): *The Templeton Touch*. Templeton Press. USA. Radnor.
- RÉTYI, A. (2017): George Soros A multimilliárdos globális hálózata és az általunk ismert világ vége. Pestisrácok.hu, Media Vivantis Műsorszolgáltató Zrt.
- SCHWAGER, J. D. (2015): A piac varázslói 1-2. T.bálint Kiadó. Törökbálint.
- SINKOVICS ALFRÉD (2002): *Pénzügyi kontrolling*. KJK Kerszöv, Budapest.
- SOLIMANO, A. (2020): *Nagy gazdasági visszaesések a hosszú huszadik században*. Pallas Athené Kiadó, Budapest.
- SOROS GYÖRGY (1996): *A pénz alkímiája. A piac gondolataiban olvasva*. Európa Kiadó. Budapest .
- SOROS, G. (1995): *Soros on Soros. Staying of the Curve*. John Wiley & Sons. New York.
- SZANYI MIKLÓS (1997): Elmélet és gyakorlat a nemzetközi működőtőke-áramlás vizsgálatában. *Közgazdasági Szemle, XLIV. évf.*, június, 488–508.
- SZANYI MIKLÓS (2018): Műszaki fejlődés és hosszútávú gazdasági ciklusok. Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet Műhelytanulmányok 122. 1–48. 2018. január.
- SZENTES TAMÁS ÉS MUNKAKÖZÖSSÉGE (2005): *Fejlődés, versenyképesség, globalizáció I*. Akadémiai Kiadó. Budapest.
- TEMPLETON, J. (1998): *The Humble Approach: Scientists Discover God*. Templeton Press.
- TEMPLETON, J. (2013): *21 steps to Personal success and Real Happiness*. Templeton Foundation.

- TÉTÉNYI ZOLTÁN – GYULAI LÁSZLÓ (1994): *Vállalkozásfinanszírozás*. Saldo, Budapest.
- THIEL, P. – MASTERS, B. (2015): *Nulláról az egyre. Gondolatok startupokról, avagy hogyan teremtsünk jövőt*. Gabo Kiadó, Budapest.
- TIER, M. (2008): *A gazdaggá válás útja. Buffet, Icahn és Soros, avagy a világ legsikeresebb befektetőinek vagyongyarapítási titkai*. Alexandra, Pécs.
- TUDOR, J. P. (1992): *The Chain of Kindness*. August House Pub Inc. Atlanta.
- VANCE, A. (2015): *Elon Musk. Tesla, SpaceX és a fantasztikus jövő feltalálása*. HVG Könyvek, Budapest.
- VÉGH RICHÁRD (2018): Tudatos tőzsdei befektetés. In.: Pál Zsolt (szerk.): *Pénzügyi kultúra*, Miskolci Egyetemi Kiadó, Miskolc.
- ZÁDOR MÁRTA (2004): A nemzetközi gazdasági kibontakozás strukturális feltételrendszere. *Statisztikai Szemle*, 82(4), 345–369.
- ZUCKERMAN, G. (2019): *The Man Who Solved the Market*. Portfolio Penguin. New York.

### Internetes források

- AKERLOF, G. A. – KLENOW, J. (2009): Why Doesn't Capitalism Flow to Poor Countries? Comments and Discussion. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2009. pp. 322–332. <https://doi.org/10.1353/eca.0.0061>
- ASWHAT DAMODARAN (2018): INVESTMENT VALUATION. <https://suhaplanner.files.wordpress.com/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>
- ICAHN, C. (2018): Earn Your First Billion Dollars Using The Proven Methods of The World's Greatest Investors. [https://pdfkeys.com/download/5828464-Carl\\_Icahn\\_Life\\_Lessons\\_For\\_Ultimate\\_Success\\_In\\_Business\\_And\\_Life\\_Investment\\_Investor\\_Carl\\_Icahn\\_Investor\\_Stockbroker\\_Businessman.pdf](https://pdfkeys.com/download/5828464-Carl_Icahn_Life_Lessons_For_Ultimate_Success_In_Business_And_Life_Investment_Investor_Carl_Icahn_Investor_Stockbroker_Businessman.pdf)
- RICHARD, C. S. (2010): Confidence Game: How Hedge Fund Manager Bill Ackman Called Wall Street's Bluff. [https://ztcprep.com/library/Cryptocurrency/Confidence\\_Game\\_How\\_a\\_Hedge\\_Fund\\_Manager\\_Called\\_Wall\\_Strees\\_Bluff/Confidence\\_Game\\_How\\_a\\_Hedge\\_Fund\\_Manager\\_Called\\_Wall\\_Strees\\_Bluff\\_\(www.ztcprep.com\).pdf](https://ztcprep.com/library/Cryptocurrency/Confidence_Game_How_a_Hedge_Fund_Manager_Called_Wall_Strees_Bluff/Confidence_Game_How_a_Hedge_Fund_Manager_Called_Wall_Strees_Bluff_(www.ztcprep.com).pdf)
- STEINBERG, J. (2015): Carl Icahn – Life Lessons For Ultimate Success In Business And Life (Investment, Investor, Carl Icahn Investor, Stockbroker, Businessman). <https://www.goodreads.com/book/show/25529137-carl-icahn--life-lessons-for-ultimate-success-in-business-and-life>