

DEBRECENI EGYETEM
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
DOKTORI ISKOLA



**A részvényesi-érték maximalizálás szerepe
a nyilvános részvénytársaság hatékony működésének
biztosításában**

DOKTORI ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

Kárpáti Tibor János

Debrecen

2005.

„Az elmúlt két évtized folyamán a részvényesi-érték (shareholder value) ideológia uralkodó vállalatirányítási elvvé vált az USA és Nagy-Britannia részvénytársaságainál. Az elmúlt két-három év során a részvényesi-érték gondolata középpontba került az európai országok – mint például Németország, Franciaország, Svédország – vállalatirányítási vitáiban. A tavalyi évben a részvényesi-érték maximalizálása mellett szóló érvek még Japánban is igen nagy figyelmet kaptak. 1999-ben az OECD kiadott egy dokumentumot (Az OECD vállalatirányítási alapelvei), amely kihangsúlyozza, hogy a részvénytársaságokat elsősorban a részvényesek érdekei szerint kell irányítani....

A XXI. században ez egy megfelelő alapelve a fejlett gazdaságok részvénytársaságainak irányítására? Növeli-e a részvénytársaságok teljesítményét ennek az elvnek az alkalmazása?”

(Lazonick–O’Sullivan, 2000, 13-14. o.)

A kutatási téma bemutatása

A vállalatirányítás¹ kifejezés angol nyelvű megfelelője (corporate governance) az elmúlt három évtized szülötte, ekkor jelent meg, és terjedt el világszerte mind a vállalati, mind pedig az akadémiai közeg szóhasználatában (Zingales, 2000).

Olyan kérdések kerültek a középpontba, hogy kinek az érdekét kell szolgálnia a részvénytársaságnak, és hogyan lehet annak érvényesítését biztosítani. A kifejezés ilyen késői megjelenése igazán érdekes, ugyanis a részvénytársaságok már a múlt század elején is a gazdasági élet meghatározó szereplői voltak mind Amerikában, mind pedig Európában. Jelentőségük azóta csak növekedett, és mint vállalati forma hanyatlásáról még ma sem lehet beszélni annak ellenére, hogy Jensen (1989) már a 80-as évek végén megjósolta azt. Míg a kulcsszó csak rövid múltra tekint vissza, addig az alapvető problémákkal már jóval korábban szembesültek.

A neoklasszikus közgazdaságtan abból indult ki, hogy a gazdaságot az ármechanizmus koordinálja, ezért lényegében nem merült fel a vállalatirányítási problémakör. Azonban Coase már 1937-ben felismerte, hogy a gazdasági probléma leírása csak részleges. Az ármechanizmus nem elegendő a döntéshozatal koordinálására, a hierarchiák pótolhatatlan szerepet játszanak. Így került előtérbe a vállalatirányítás. Ebben az időben jelent meg Berle és Means közös könyve, amely elsőként kimondottan a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság sajátosságaival foglalkozott (Berle–Means, 1932). Sőt, ekkor bukkant fel a Harvard Law Review hasábjain egy még ma is megválaszolatlan tünő kérdés. Két szakértő – Berle (1931, 1932) és Dodd (1932) – vitatkozott azon, hogy mi is a nyilvános részvénytársaság célja, azaz kinek az érdekét kell szolgálnia. Már ekkor megjelent az a nézet, hogy a részvénytársaság kizárólagos célja a részvényesek számára történő „profitgyártás”, amit Berle képviselt. Ezzel a nézettel szállt szembe Dodd, aki a részvénytársaságot egy olyan társadalmi intézménynek tekintette, amelynek a profittermelés mellett társadalmi szolgáltatás² nyújtása is feladata. Az itt felvetett alapvető probléma további vizsgálata az elmúlt három évtizedben kapott hatalmas lendületet.

¹ Az angol corporate governance kifejezést vállalatirányításnak és vállalati kormányzásnak is szokták fordítani.

² Ez alatt a még biztosabb munkafeltételeket, a fogyasztók számára jobb minőségű termékeket és a közösség mint egész jólétéhez történő nagyobb hozzájárulást kell érteni.

A pénzügyi közgazdaságtan irányából az 1970-es években egy igen határozott ideológia jelent meg. A részvénytársaság hatékonyságának és a társadalom jólétének – egymással párhuzamosan és nem egymás rovására – legmagasabb szintje úgy érhető el, hogy a részvényeseknek járó profitot maximalizáljuk. Mivel a részvénytársaság irányítását nem a részvényesek végzik, így a fő feladat olyan intézményi környezet kialakítása, amely biztosítja, hogy a menedzserek a részvényesek érdekeinek megfelelően vezessék a részvénytársaságot. Minimalizálni kell a tulajdonosság és a kontroll elválásából fakadó veszteségeket. Ennek az elképzelésnek a megerősödése és uralkodóvá válása jellemezte az utóbbi húsz évet.

Ezzel párhuzamosan bukkant fel az érdekhordozói (stakeholder) elmélet³, ami alapvetően a társadalmi felelősség oldaláról közelíti meg a kérdést. Ebből következően a szerzőknek nem az a kimondott céljuk, hogy hatékonyabb működést biztosító vállalatirányítási elveket fogalmazzanak meg, hanem a részvénytársaság által termelt jövedelem igazságosabb, méltányosabb elosztására összpontosítanak. Másként értelmezik a részvénytársaságnak a társadalomban betöltött szerepét. Azonban vannak olyan úgynevezett instrumentális megközelítések, amelyek szerint az érdekhordozói szemlélet alkalmazása hatékonyabb vállalati működést tesz lehetővé annál, mint ami a részvényesi-érték (shareholder value) maximalizálással elérhető.

Napjainkban a vállalatirányítási kérdésekkel foglalkozók érdeklődésének középpontjában az előbb említett két megközelítés áll. Az angolszász gyakorlatban a részvényesi elsőbbség az uralkodó ideológia, ezt próbálja megtörni az érdekhordozói elmélet mint pillanatnyilag egyetlen lehetséges vetélytárs. A doktori értekezés keretei között e két irányzattól eltérő megközelítést alakítottam ki.

Az előbb említett uralkodó ideológia szerint a nyilvános részvénytársaság legfőbb célja a részvényesi-érték maximalizálása. Kiindulásként igen fontos tisztázni, hogy pontosan mit is kell érteni a részvényesi-érték és annak maximalizálása alatt.

Definíció: *A részvényesi-érték (shareholder value) „az az érték, amit a részvényes a részvénytársaságba eszközölt befektetése után képes megszerezni. Ez a tőkenyereségekből, a kifizetett osztalékokból, a részvény-visszavásárlási programokból és a részvényesek irányába történő egyéb kifizetésekből áll össze” (Investorwords, 2005)⁴.*

³ Az angol stakeholder szót érintettnek és érdekhordozónak is szokták fordítani.

⁴ http://www.investorwords.com/5960/shareholder_value.htm, 2005. 05. 11.

***Definíció:** A részvényes gazdagságának maximalizálása (shareholder wealth maximisation) pedig „a részvényesek vásárlóerejének maximalizálása. Egy hatékony piacon ez a részvények pillanatnyi árának a maximalizálását jelenti”⁵.*

A doktori értekezésben a részvényesi-érték maximalizálást mint vállalatirányítási vezérelvet alapvetően vállalatelméleti nézőpontból vizsgáltam. Lehet úgy érvelni, hogy ez a koncepció szorosan kapcsolódik a vállalati gyakorlathoz, és ezért inkább az alkalmazott pénzügy irányából lenne célszerű elemezni. Azonban az ebből az irányból közelítő szerzők nem igazán foglalkoznak a doktori értekezésben vizsgált kérdésekkel, mert a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaságokkal kapcsolatban implicit előfeltevésekkel élnek. Így eleve kizárják a problémakört, vagy csak néhány oldalon utalnak az alternatív szemléletmódra – pontosabban mondva a legismertebb alternatív megközelítésre –, az érdekhordozói elméletre. Bár vannak a megfogalmazott kutatási kérdéshez hasonlókat vizsgáló elméleti megközelítések, de a számuk igen kevés. Éppen ebből az okból kifolyólag választottam az elméleti nézőpontot, mert így a munkám sok olyan kérdéskört vizsgálhatott, amely nem igazán kerül a terület iránt érdeklődők figyelmének középpontjába.

A vizsgált vállalatelméletek többnyire általános megközelítések, ugyanis számos, egymástól sok tekintetben eltérő vállalati formára egységes állításokat fogalmaznak meg. Mivel itt csak a nyilvános részvénytársasággal foglalkoztam, így nem mindegyik vállalatelméleti leírás illeszkedett rá megfelelő mértékben. Növelte ezt az illeszkedési problémát, hogy az utóbbi két-három évtizedben bekövetkezett alapvető változásokat is figyelembe vettem.

A nyilvános részvénytársaságokon belül is kizárólag a szórt tulajdonúakat vizsgáltam. Így csak a tipikus angolszász részvénytársaságok irányítási kérdéseivel foglalkoztam. Az USA-ban, Kanadában és Nagy-Britanniában – a kontinentális Európával ellentétben – az általam vizsgált típushoz tartozik a legtöbb részvénytársaság. A szűkítés jelentőségét tovább csökkenti, hogy a világon lévő 40.000 nyilvános részvénytársaságnak 75%-a olyan országban van, ahol a részvénytársaság angolszász koncepcióját adaptálták.

A doktori értekezés vállalatelméleti megközelítésével együtt járt a hatékonysági szemlélet, amit fontos hangsúlyozni. A kutatás fókuszában egyértelműen a hatékony

⁵http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=shareholder&iArticleID=951&definition=shareholder_wealth_maximisation, 2005. 05. 11.

működés, és annak a lehető legnagyobb mértékű fokozása állt. A hatékonyság elméleti szinten viszonylag egyszerűen meghatározható. Egy szervezet akkor hatékonyabb a másikhoz képest, ha ugyanazt az outputot kevesebb inputtal képes biztosítani, vagy adott inputtal több outputot tud előállítani⁶. A működés hatékonysága pénzben mérhető, tehát a hatékonyabb vállalat a realizált bevételek és a felmerült költségek (a saját tőke költségét is figyelembe véve) között nagyobb különbséget képes realizálni. Ha pedig nemcsak egy időszakban gondolkodunk, akkor a hatékonyabb vállalat esetén a jövőben realizált különbözetek jelenértéke nagyobb. Jól látható, hogy ez egy igen tiszta koncepció. Elméleti szinten a nehézségek ott kezdődnek, hogy az emberek viselkedésének mely vetületei azok, amelyek a minél nagyobb mértékű megvalósulását gátolják, illetve lehetővé teszik. Ráadásul a hatékonyság viszonylagos, ugyanis az ebből adódó következtetések eltérhetnek attól függően, hogy a vállalati szereplők, a vállalat vagy a gazdaság (társadalom) nézőpontjából vizsgáljuk azt.

A kutatás megalapozottságát jól mutatja, hogy a nyilvános részvénytársaság mint domináns nagyvállalati forma sajátosságai iránt egyre intenzívebb az érdeklődés. Több elméleti megközelítés próbálja bemutatni annak valódi célját, irányításának optimális módját és az eközben felmerülő legfontosabb problémákat. A fő gondolati áramot a pénzügyi közgazdaságtan nézetei jelentik, amelyek a szerződéses vállalatelméletekre építenek. Azonban számos ettől eltérő próbálkozás van folyamatban, amely vitatja, hogy a részvényesi-érték maximalizálással érhető el a legnagyobb vállalati teljesítmény. A választott téma megalapozottságának érzékeltetése céljából két ilyen tudományos műhelyt emelek ki. 1996-tól 2001-ig tartott a „Részvénytársaság újradefiniálása” (Redefining the Corporation) nevet viselő kutatás, amelyet az Alfred P. Sloan alapítvány finanszírozott⁷. A másik meghatározó kutatócsoport a teammunka koncepció irányából vizsgálja az amerikai társasági jogot, és próbálja meg újradefiniálni a vállalatirányítás feladatát⁸.

Manapság már az angolszász országok egész társadalma átérzi a hatékony működést biztosító vállalatirányítás fontosságát, mert nap mint nap szembesül a felsővezetők túlzott díjazásával, a számviteli csalásokkal és a sorozatos vállalati bukásokkal. Ezért

⁶ Azonban a vállalati gyakorlatban a működés hatékonysága nem határozható meg ilyen egyszerűen. A doktori értekezésben kitérek arra, hogy a legismertebb részvényesi-érték mérő koncepciók (EVA, SVA) azonos részvénytársaság esetén az egyes évekre vonatkozóan alapvetően eltérő részvényesi-értékeket határozhatnak meg.

⁷ Fő célkitűzéseiről, eredményeiről és az ezzel kapcsolatban megjelent publikációkról részletesen lehet olvasni a www.rotman.utoronto.ca/~stake/index.htm weboldalon.

⁸ Nézeteik és publikációik a www.teamproduction.us/index.htm weboldalon érhetők el.

erőteljes elmozdulás történik hatékonyabban működő igazgatóság kialakításának irányába. Ezt szolgálja az USA-ban a Sarbannes–Oxley törvény (2002) és Nagy-Britanniában a vállalatirányítási ajánlások (corporate governance codes). Ezek azonban inkább csak az igazgatóság tevékenységéhez kapcsolódó formai kérdésekkel foglalkoznak (pl. az igazgatók függetlensége), és nem helyeződik kellő figyelem a tartalmi kérdésekre. A doktori értekezés viszont ez utóbbi irányba indult el.

A dolgozat módszertanát az analitikus érvek verbális kifejtése jellemezte. Ez a megközelítés egyértelműen következett a megfogalmazott kutatási kérdés jellegéből. A munka a valóság jelenségeinek a mainstream elméletektől eltérő absztrakciójára törekedett. A felvázolt alternatívára inkább a megközelítés szóval utalok, mert nem jött létre egy matematikai igényességgel megkonstruált modell. De erre nem is volt szükség a kutatási kérdés megválaszolása érdekében.

A doktori értekezés áttekintése

A szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság társadalmi intézmény. A gazdasági fejlődés előrehaladtával, a specializáció fokozódásával számos komplex tevékenységet már nem lehet megfelelő hatékonysággal a hagyományos vállalat keretei között megszervezni. Másképpen fogalmazva az olyan vállalat mérete korlátozó tényező, ahol a tulajdonos részt vesz az irányításban és a tevékenység végzésében, és viseli is az annak működésével járó kockázat nagy részét. Számos szereplő összehangolt, erősen specializált tevékenységére van szükség. Ennek megvalósítása érdekében hozta létre a társadalom a nyilvános részvénytársaságot.

Ez a sajátos vállalati forma a teammunka koncepcióra épül, amely a felek egyenjogúságát hangsúlyozza. A szórt tulajdonnal rendelkező nyilvános részvénytársaságnak ugyanis a tipikus kapitalista vállalattól eltérően nincsen olyan szereplője, aki ellátná a gazdasági értelemben vett tulajdonosi szerepkört. Ezek a tevékenységek több vállalati szereplő között oszlanak meg, amelyek közül a részvényesek csak egy csoportot képeznek.

Természetesen ez a társadalmi intézmény nem úgy jön létre, hogy a leendő teamtagok a mindegyikük számára előnyös együttműködés mellett döntenek. A nyilvános részvénytársaság többnyire meglévő vállalatból alakul ki, amelynek tulajdonosa olyan idegen tőke igénybevételére kényszerül, ami a működés kockázatát is jelentős

mértékben viseli. Ennek több oka is lehet. A legmeghatározóbb az, hogy a vállalat tulajdonosa olyan – nagy tőkebefektetést igénylő – speciális projekteket valósíthat meg, amelyekkel a működés hatékonyságát és így jövedelmezőségét jelentősen képes növelni. Még ha lenne elég tőkéje, akkor sem érdemes azt egy vállalkozásba fektetnie, mert a hatalmas nyereség sem kárpótolja őt az óriási kockázat vállalásáért. Hasznossága szempontjából sokkal kedvezőbb, ha vagyontát diverzifikálja. Tehát a nyilvános részvénytársaság mint társadalmi intézmény azért jön létre, hogy a társadalom a nagymértékű specializációból adódó előnyöket realizálhassa, ha az ennek lebonyolításával járó kockázatot egyetlen piaci szereplő sem vállalja fel.

A szórt tulajdonnal rendelkező nyilvános részvénytársaság társadalmi intézményként azonosítása széles körben nem elfogadott nézet az angolszász gondolkodásban. Azonban fontos hangsúlyozni, hogy a doktori értekezésben bemutatott társadalmi intézmény koncepció teljes mértékben a hatékonyság talaján áll. Nem ugyanaz, mint az érdekhordozói elmélet szerzői által megfogalmazott társadalmi intézmény, mert az a társadalmi felelősségre épül. Tehát ez utóbbira vonatkozó heves bíráló nem illeszkedik a kialakított új megközelítésre.

Az uralkodó szemléletmód alapján a nyilvános részvénytársaság magánintézmény, aminek fő célja a részvényesek megtérülésének maximalizálása. Innen adódott a doktori értekezés központi témája: a részvényesi-érték maximalizálás mint vállalatirányítási elv vizsgálata. Alapvetően a következő kérdésre kerestem a választ:

Kutatási kérdés: *Az utóbbi három évtizedben a nyilvános részvénytársaságok működésében és környezetében bekövetkezett változások eredményeképpen milyen szerepet töltenek be a részvényesek a minél hatékonyabb vállalati működés biztosításában?*

A részvényesi elsőbbség – és ebből következően a részvényesi-érték maximalizálás – a szerződéses vállalatelméletek egybehangzó következtetése, amit különböző szerzők eltérő okokkal indokoltak. Az alapvető probléma abból fakad, hogy nem igazán veszik figyelembe az elmúlt két-három évtizedben a részvénytársaság működésében és környezetében bekövetkezett változásokat. Így az érvelések több tekintetben is inkább a stabil környezetben működő, kevésbé komplex technológiát alkalmazó vállalatokra illeszkednek jól. Ezekről azonban jelentősen különbözik a bizonytalansággal, folyamatos változásokkal jellemezhető környezetben működő szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság. A részvényeseknek tulajdonosokkal való azonosítása vitatható normatív jellegű állítás, pedig tekintélyes szerzők is érveltek ezzel (lásd Friedman, 1970).

A részvényeseket ezért inkább a részvényeik tulajdonosainak tekintetem. Az is támadható állítás, hogy a menedzsment és a részvényesek között megbízó-ügynök viszony áll fenn. Továbbá az sem igazán meggyőző, hogy a részvénytársaságnál kizárólag a részvényesek rendelkeznek reziduális követeléssel. Ebből az következne, hogy egyedül ők viselik a működéssel járó kockázatot, és ők kapják meg a(z) – explicit szerződések alapján – kifizetett díjazások után megmaradó teljes összeget.

1. tézis: A szervezeti gazdaságtan szerződéses vállalatelméletei a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság esetén nem támasztják alá minden kétséget kizáróan a részvényeseknek a többi vállalati szereplővel szembeni kiemelt pozícióját, és így a részvényesi-érték maximalizálás szükségességét. Ezeknek a hatékonysági koncepcióknak az állításai több szempontból sem igazán illeszkednek erre a speciális vállalati formára.

Az érdekhordozói elmélet szerzői másképp tekintenek erre a speciális vállalati formára. Szakítanak a részvényesi elsőbbséggel, ugyanis minden vállalati szereplő érdekét egyformán fontosnak tartják. A részvénytársaság irányítását végzőknek így az összes érdekhordozó érdekét figyelembe kell venniük. Az elméletnek van egy olyan irányzata (ún. instrumentális megközelítések), amely képviselői a részvénytársaságnak az érdekhordozóival szemben a méltányosság, az etikusság és a bizalom alapján kialakított kapcsolatai gazdasági hasznosságára hívják fel a figyelmet. Hatékonyabb működést tulajdonítanak az ilyen szemléletmódban irányított részvénytársaságnak. Ez a hatékonysági fölény a szerzők szerint többek között a részvényesi-érték nagyságában is tükröződik. Azonban az érdekhordozói elmélettel kapcsolatban két területen is alapvető hiányosságokba ütközünk. Egyrészt a nyilvános részvénytársasággal kapcsolatban megfogalmazott normatív magok (pl. tulajdonjogok modern értelmezése) erős bírálatoknak vannak kitéve. Másrészt pedig az érdekhordozói elmélet instrumentális ágának megközelítései is abból indulnak ki, hogy a vállalatirányításnak minden érdekhordozó érdekét figyelembe kell vennie, azaz nemcsak azokat, akik a vállalati működés hatékonyságát jelentős mértékben képesek befolyásolni. Ez pedig a társadalmi igazságossághoz és nem a gazdasági hatékonysághoz kapcsolódó állítás.

2. tézis: Az érdekhordozói elmélet által a részvénytársaságok számára kialakított normatív alapok a megtermelt érték „igazságos” elosztására összpontosítanak. Ez a megközelítés alapvetően nem a részvénytársaságok minél hatékonyabb működését akarja elősegíteni, hanem azokkal szemben a törvényeknél és az általános etikai elveknél magasabb etikai normákat fogalmaz meg, és ezek betartását akarja biztosítani. Ezért az ezekre a normatív alapokra építkező instrumentális érdekhordozói megközelítések következtetései nem meggyőzőek, hiába ígérik a részvénytársaság működési hatékonyságának növekedését.

A szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság kialakulásának oka, hogy az a gazdaság nagyobb mértékű specializációját teszi lehetővé. Erre már felhívtam a figyelmet. Azonban a szerződéses vállalatelméletek mégsem a specializáció színvonalát tekintik a részvénytársaság működésének hatékonyságát leginkább meghatározó tényezőnek. A hatékonyság növelésének elsősorban azzal a vetületével foglalkoznak, ami a vállalati szereplők opportunistáknak megnyilvánulásainak csökkentésével érhető el.

Nem fordítanak kellő figyelmet a termelési tudás sajátosságaira. Elfogadták a neoklasszikus közgazdaságtannak azt a feltételezését, hogy a működéshez szükséges ismeret jelentős költségek felmerülése nélkül könnyedén beszerezhető. Azaz a vállalatok közötti teljesítménykülönbségek elsősorban nem a – tágabb értelemben vett – termelési tudástól függenek. Azonban többször is felbukkant a specializáció fontossága⁹.

Az opportunisták viselkedésre való koncentrálással viszont megmagyarázhatatlan, hogy a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság miért uralkodó vállalati forma a nagyvállalatok körében, hiszen működése hatalmas ügynöki költséggel jár. Bár Fama-Jensen (1983) szerzőpáros cikke megpróbált erre választ adni a specializáció fontosságának felismerésével, de elemzésük nem volt kellő mélységű¹⁰. Elméletükön inkább a következő felismerés érződött. A részvénytársaság elterjedt nagyvállalati forma, de működése során mindig keletkezik ügynöki költség, így sikeressége kizárólagosan alapon csak a specializációból¹¹ fakadhat. Ez nem igazán győzhette meg Jensent, mivel már 1989-ben arra a következtetésre jutott, hogy a szórt tulajdonnal rendelkező nyilvános részvénytársaság számos szektorban hanyatlik, és más társasági formák veszik át a helyét. Viszont az azóta eltelt 15 évben nincs nyoma ennek a mélyreható változásnak.

Alternatív szemléletmódom kialakítása előtt három igen fontos változásra, a környezet bizonytalanabbá válására, az alkalmazottak humán tőkéjének felértékelődésére és a részvénytársaság – részvényesektől független – önálló intézmény jellegének erősödésére hívtam fel a figyelmet. A változások figyelembe-vétele következtében a gazdasággal és a

⁹ Alchian-Demsetz (1972, 793. o.) szerzőpáros a cikke végén utalást tesz arra, hogy a munkavégzést irányító és felügyelő, azaz a monitor a felhasznált erőforrások kombinálásával kapcsolatban jelentős információs előnnyel rendelkezik a piaci szereplőkhöz képest. Felvetik, hogy talán ez is lehet a vállalat kialakulásának oka, de az egész ennyiben marad. Williamsonnál (1985) a vállalat létrejöttében alapvető szerepet kap a vállalat-specifikus beruházás, de ő nem vizsgálja meg annak a sajátosságait, csak adottságként fogadja el azt. Lehetne folytatni a sort (pl. Fama-Jensen, 1983a,b; Hart-Moore, 1990), de inkább azt fontos kiemelni, hogy még Blair-Stout (1999) szerzőpáros sem foglalkozott a vállalat-specifikus beruházások sajátosságainak alaposabb megismerésével.

¹⁰ Megállt az információ centralizáltságából származó hatékonysági veszteség figyelembe vételénél.

¹¹ Ennek előnyei a korlátlan kockázatmegosztásból és a decentralizált döntéshozatalból származnak.

nyilvános részvénytársasággal kapcsolatban több olyan előfeltevést is megfogalmaztam, amelyek nincsenek összhangban a szerződéses vállalatelméletek látásmódjával. Elfogadtam a környezet folyamatos változását, a gazdasági szereplők pénzzel jól motiválhatóságát, a nagyvállalatok egyedi termelési tudását és a felhasznált erőforrásoknak kompetitív feltételek mellett történt beszerzését. A nyilvános részvénytársasággal kapcsolatban pedig abból indultam ki, hogy annak igazgatósága független szerv, a részvényeseket pedig csak az erőforrás-biztosítók egyik típusának tekintetem.

Az előbbi feltételekre épülő alternatív elméleti megközelítésben a gazdaságot a tranzakciók helyett az erőforrások irányából vizsgáltam. A kutatási kérdés megválaszolása mellett alapvetően két hipotézist akartam tesztelni logikai-spekulatív módon.

1. hipotézis: *Ha a részvénytársaság nyeresége növekszik, akkor a munkavállalók díjazása is növekedni fog. Igen hatékony működés esetén pedig az annak biztosításában központi szerepet játszó alkalmazottak díjazása jelentősen elválhat (nagyobb lehet) az eredetileg nyújtott tevékenységük piaci árától.*

2. hipotézis: *Ha a részvénytársaság hatékonysága jelentősen növekszik, akkor a részvényesek díjazása növekedni fog. Tevékenységük piaci áránál nagyobb díjazásban fognak részesedni annak ellenére, hogy a részvénytársaság működésének hatékonyságát nem ők határozzák meg.*

A környezet bizonytalansága következtében már nem állítható, hogy minden piaci szereplő azonos termelési tudással rendelkezik. Itt mindenki arra törekszik, hogy minél több ismeretre tegyen szert, mert az így kialakított erőforrás-kombinációi révén vállalkozói járadékot realizálhat. A piaci szereplők ezzel a vállalkozói tevékenységükkel egy igen fontos gazdasági funkciót is betöltenek, a piacokat folyamatosan az egyensúly irányába mozgatják. Csak az átlag feletti vállalkozói képességekkel rendelkező piaci szereplőket tekintetem vállalkozónak.

Itt a hagyományos allokatív hatékonyság mellett egy másik hatékonysági koncepció, az adaptív hatékonyság is középpontba került. A gazdaság optimális fejlődéséhez ugyanis nem elegendő a társadalom meglévő ismereteit maximálisan kihasználni, azaz minden gazdasági szereplőnek a pillanatnyilag leghatékonyabb input-output viszonyt alkalmazni (allokatív hatékonyság). Erőforrásokat kell fordítani még hatékonyabb input-output viszony kifejlesztésére is (adaptív hatékonyság). Ez azonban nem egyszerű tevékenység. Sokszor csak erőforrás-pazarlás az eredménye, mert nem mindig jár sikerrel. Azonban a profitlehetőségek megfelelő ösztönzést biztosítanak.

A piacok mellett két okból van szükség vállalatokra. Egyrészt esetükben olyan tranzakciók is megvalósulnak, amelyek a piaci szereplők között nem jönnének létre. Így emelik a gazdaság allokatív hatékonyságát. Másrészt pedig kereteik között olyan profitlehetőségek fedezhetők fel és valósíthatók meg, amelyeket a piaci szereplők nem is látnak. Ezzel pedig a gazdaság adaptívan hatékony működését idézik elő. Ezek a profitlehetőségek abból adódnak, hogy a vállalatok a piaci környezettől eltérő belső környezettel (pl. ösztönzési és kockázatmegosztási rendszerrel) és sajátos erőforrás-kombinációkkal rendelkeznek. Tehát a gazdaság adaptívan hatékony működéséhez is nélkülözhetetlenek a vállalatok, létezésük nemcsak az allokatív hatékonyság biztosításához szükséges. Viszont a profitlehetőségek észrevételéhez vállalkozókra is szükség van.

A vállalatokon mint átfogó kategórián belül az egyes nagyvállalatok termelési tudása nemcsak más kisebb vállalatokétól, hanem a többi nagyvállalatétól is különbözik. A végzett tevékenységek komplexitása ugyanis megakadályozza, hogy tudásukat versenytársaik rövidtávon megszerezhessék. Másképpen fogalmazva az egyes nagyvállalatok eltérő erőforrás-kombinációkkal rendelkeznek. Ez viszont lehetővé teszi, hogy tevékenységüket eltérő hatékonysággal végezzék. Így a nagyvállalatok célja olyan speciális erőforrás-kombinációk, vállalati képességek létrehozása, amelyek számukra kompetitív előnyt biztosítanak.

A nagyvállalatok által igénybe vett erőforrások közös jellemzője, hogy azokat beszerzésükkor bármely versenytárs nem koncentrált piacon azonos feltételek mellett vásárolhatta meg (feltevés). Így az esetlegesen kialakuló vállalati képességek nem abból származnak, hogy a vállalat egyes erőforrásokhoz versenytársaihoz képest kedvezőbb feltételek mellett férhetett hozzá. Ezek az erőforrások „fejlődésének” eredményei. Mivel fejlődésre csak a humán tőke képes, ezért ez teszi lehetővé a kompetitív előnyt biztosító speciális erőforrás-kombinációk keletkezését. Pontosabban fogalmazva a vállalat-specifikus humán tőke biztosítja ezeket, mert csak ennek van meg az a sajátossága, hogy a versenytársak rövidtávon nem tudják beszerezni.

Azonban bizonytalan környezet esetén a vállalati képességet nem elég létrehozni, hanem azt folyamatosan meg is kell újítani, különben könnyen elavulttá válhat. Ezért a nagyvállalatok egymás közötti versenyében is központi szerepet töltenek be a vállalkozók, hiszen a felfedezett új lehetőségek alapján ők határozzák meg a speciális erőforrás-kombinációk továbbfejlesztésének irányát.

Jól látható, hogy a környezet bizonytalansága miatt egy új gazdasági funkcióra, a vállalkozói tevékenységre van szükség a gazdaság adaptívan hatékony működésének biztosításához. A vállalkozók feladata a profitlehetőségek felfedezése és a profit realizálásának megszervezése függetlenül attól, hogy ez eredményez-e innovációt vagy nem. Tevékenységük együttesen a piacoknak az egyensúly irányába történő elmozdulását eredményezi, de az innovatív vállalkozói tevékenységek önmagukban akár még nagyobb egyensúlytalanságot is eredményezhetnek. A vállalkozók ezt a tevékenységet vállalkozói járadék realizálása érdekében végzik.

Az alkalmazottak humán tőkéjének – pontosabban mondva a vállalatspecifikus humán tőkének és a vállalkozói adottságnak a – felértékelődése egy új kontroll tevékenység, az úgynevezett képességkontroll megjelenését hozta magával. Ennek kell biztosítania, hogy a munkavállalók rendelkezzenek a tevékenységük végzéséhez szükséges képességekkel, és mindennapi munkavégzésük során használják is ki azokat.

A gazdaságnak ez az új, erőforrás-alapú szemléletmódja igen átfogó jellegű. Itt nemcsak a komplex, hanem a kevésbé komplex tevékenységet végző nagyvállalatok esetén is keletkezhetnek speciális vállalati képességek. Kialakulásuknak kedvez, hogy rengeteg profitlehetőség fedezhető fel és valósítható meg a piacon, mert az innovatív profitlehetőségek mellett a környezeti tényezők változásából is sok adódik. A lehetőségek kihasználása pedig egy olyan mechanizmust eredményez, ami a piacokat az egyensúlyuk irányába mozgatja. Így ez a megközelítés jól leírja azoknak a nagyvállalatoknak a működését, amelyek piaca a két szélsőség – a tartós egyensúly és a tartósan igen nagy mértékű egyensúlytalanság – között helyezkedik el.

A legelterjedtebb nagyvállalati forma a nyilvános részvénytársaság. Ez egy társadalmi intézmény, mivel a részvényesek nem töltik be a gazdasági értelemben vett tulajdonosi szerepkört, csak a nagy kockázatot vállaló hitelezői tevékenységet végzik. A társadalom hozta létre ezt a speciális vállalati formát az erőforrások minél hatékonyabb felhasználása érdekében. A vállalatok tulajdonosai rendelkezésére álló erőforrások ugyanis bizonyos esetekben korlátozzák a specializáció mértékét. Kereteik között olyan erőforrás-kombinációk nem valósulnak meg, amelyek outputját a vevők a szükséges erőforrások értékénél sokkal többre értékelik.

Nyilvános részvénytársaság esetén a gazdasági értelemben vett tulajdonosi tevékenység több vállalati szereplő között oszlik meg, akik így csak erőforrás-biztosítóknak tekinthetők. Ebből kifolyólag ez a sajátos vállalati forma leginkább a teammunka

koncepcióval írható le, mivel minden vállalati szereplő egyenrangú. A teamtagok hatékony együttműködését az igazgatóság biztosítja. Elfogulatlanságát az teszi lehetővé, hogy a teamtagoktól függetlenséget élvez. Itt a részvénytársaság eszközei feletti reziduális jogokat maga a társadalmi intézmény birtokolja, és az igazgatóság dönti el, hogy kinek a követelését – és milyen mértékben – teszi reziduálissá. Más irányból nézve úgy is fogalmazhatunk, hogy a vállalatirányítás feladata az esetlegesen keletkező gazdasági járadék felosztása a teamtagok között. Ennek felosztása pedig meghatározza a kitermelésre kerülő gazdasági járadék nagyságát, azaz a vállalati működés hatékonyságát.

A részvénytársaságok a gazdaságnak mind az allokatív, mind pedig az adaptív hatékonyságát képesek növelni. A részvénytársaságok a gazdaság allokatív hatékonyságát azzal fokozzák, hogy méretüket, specializációjuknak mértékét nem korlátozzák a tulajdonosok anyagi lehetőségei, illetve egyéni céljai. Ennek következtében jóval nagyobb mértékű specializációt képesek megvalósítani. Azonban a részvénytársaságok manapság ennek olyan szintjére jutottak, amely következtében még a versenytársaihoz képest is eltérő erőforrás-kombinációkkal, azaz képességekkel rendelkeznek. Így működésük hatékonyságában is jelentős eltérések adódnak. A meglévő képességeiket pedig úgy fejlesztik tovább, hogy továbbra is eltérő hatékonysággal működjenek. Ez a társadalom számára igen kedvező, ugyanis egyesek olyan működési hatékonyságot valósítanak meg, amire más szereplő nem képes. A részvénytársaságok ezekkel a más részvénytársaságok által létre nem hozott sajátos erőforrás-kombinációkkal képesek növelni a gazdaság adaptív hatékonyságát. Ennek mértékét az erőforrás-kombinációkban megtestesülő vállalatspecifikus humán tőke színvonala határozza meg.

Az előbbi bekezdés alapján nyilvánvaló, hogy egyes részvénytársaságok speciális képességeikre építve gazdasági járadékot realizálnak. Ezek a képességek számos vállalati alkalmazott igen szoros kooperációját követelik meg, akik ennek biztosítása érdekében vállalatspecifikus beruházásokat végeznek. Ezek az alkalmazottak standard erőforrásukat azért specializálják a részvénytársaság igényeinek megfelelően, és azért vállalják az annak működésével járó bizonytalanságot, mert részesedni akarnak a tevékenységük eredményeképpen esetlegesen realizálódó kvázi gazdasági járadékból. Ebben az esetben díjazásuk nagyobb lesz, mint az eredetileg kínált erőforrásuk piaci ára. Nem megfelelő díjazás nyújtása esetén viszont tevékenységüket visszafogják, ami a részvénytársaság hatékonyságának csökkenését okozza. Az általuk nyújtott

szolgáltatások ugyanis a piacról azonnal nem pótolhatók. Azonban alkupozíciójukat – és így követelésük reziduális jellegét is – gyengíti, hogy meglévő képességeiket máshol nem tudják kihasználni.

A részvénytársaságoknál vállalkozókra is szükség van, akik tudatában vannak az egyedi képességeknek, és folyamatosan olyan profitlehetőségeket vesznek észre, amelyek csak ezeknek a képességeknek a felhasználásával, megújításával és továbbfejlesztésével realizálhatók. Tevékenységükkel biztosítható, hogy a vállalatspecifikus beruházást végzők folyamatosan a szükséges beruházásokat végezzék, és így a részvénytársaság megőrizze a gazdasági járadék termelő képességét. Ők alapvetően azért csatlakoznak a részvénytársasághoz, mert részesedni akarnak az esetlegesen keletkező vállalkozói járadékból. Úgy gondolják, hogy az itt rendelkezésre álló intézményi környezetet és sajátos erőforrás-kombinációkat kihasználva sokkal kedvezőbb profitlehetőségeket vehetnek észre, mintha a piacon tevékenykednének. Azaz nagyobb hasznosságot biztosít számukra az alkalmazotti viszony, mint az önálló piaci tevékenység.

A vállalati vállalkozók alkupozíciója sokkal erősebb, mint a vállalatspecifikus beruházást végzőké. Ők ugyanis az itt szerzett ismeretek birtokában fejleszthetik saját üzleti koncepciójukat, és így növelhetik a saját vállalkozás indításából várható hasznosságukat. Azaz tevékenységüknek többnyire van megfelelő alternatív felhasználási lehetősége. Másképpen fogalmazva a részvénytársaság hatékony működésében betöltött szerepük fontosságának növekedésével párhuzamosan a használdozati költségük is növekszik. Továbbá a vállalatspecifikus beruházást végzőkhöz hasonlóan ők is visszafoghatják a tevékenységüket, azaz nem megfelelő díjazás esetén csak menedzseri tevékenységet végeznek. Azonnal ők sem pótolhatók a piacról, mert tevékenységükhöz jól kell ismerni a részvénytársaságok sajátos képességeit.

Jól látható, hogy a vállalati vállalkozó a vállalatspecifikus beruházást végzőtől egy nagyon fontos tekintetben eltér. Az ő speciális képességének bizonyos mértékben van alternatív felhasználási lehetősége, mégpedig saját vállalkozás indítása. Így az ő reziduális követelése jobban kikényszeríthető. Viszont a vállalkozása indításához szüksége lehet a részvénytársaságnál alkalmazásban lévő, vállalatspecifikus képességekkel rendelkező munkavállalók tevékenységére is. Így az ők speciális tudásának is képes alternatív felhasználási lehetőséget biztosítani. Ez a mechanizmus a

vállalatspecifikus beruházást végzők díjazásának reziduális jellegét erősíti, mivel növeli a használdozati költségüket.

Az előbbi bekezdések alapján nyilvánvaló, hogy a vállalati vállalkozók és a vállalatspecifikus befektetést végzők nemcsak reziduális követeléssel rendelkeznek, hanem megfelelő hatalommal is érdekeik érvényesítéséhez. Így az esetlegesen kitermelésre kerülő gazdasági járadékból biztosan részesedni fognak.

Azonban más irányból nézve nemcsak a vállalati vállalkozók és a vállalatspecifikus beruházást végzők díjazása, hanem bizonyos mértékben az összes alkalmazott díjazása is ingadozik a részvénytársaság eredménye függvényében. A folyamatos változásokkal jellemezhető környezet esetén ugyanis nem határozható meg, hogy az egyes alkalmazottaknak pontosan mit kell tenniük a részvénytársaság minél sikeresebb adaptációja érdekében. Így színvonalas munkavégzésük csak megfelelő ösztönzésükkel biztosítható. Ezért kapnak ők olyan díjazást, amely nagysága a részvénytársaság eredményéhez van kötve. Ennek következtében ők a működés kockázatának egy részét is viselik, mivel az elért eredményeket nemcsak az egyéni teljesítményük határozza meg.

De ez a reziduális pozíció eltér a vállalati vállalkozók és a vállalatspecifikus beruházást végzők reziduális követelésétől abban a tekintetben, hogy az alkalmazottak csak a tevékenységük piaci árát kapják meg. A díjazás reziduális jellege arra vonatkozik, hogy ők ehhez nem minden évben, hanem több év átlagában jutnak hozzá. Tehát a csupán standard tevékenységet végző munkavállalók az esetlegesen kitermelésre kerülő gazdasági járadékból nem részesülnek. Alkupoziójuk erős, mert erőforrásaiknak mindig van alternatív felhasználási lehetősége. A részvénytársaság rögtön elveszíti őket, ha nem biztosítja számukra tevékenységük piaci árát, azaz a használdozati költségüket. A megfogalmazott következtetések az 1. hipotézis érvényességét igazolják.

3. tézis: *A munkavállalók díjazásának nagysága bizonyos keretek között a részvénytársaság eredményességével együtt változik, ami egyrészt azok megfelelő elkötelezettségének biztosításához, másrészt pedig a működési kockázat megosztásához kapcsolódik. Ha a részvénytársaság hatékonysága nagyobb a fennmaradásához minimálisan szükségesnél, akkor a versenyelőnyét okozó vállalati képességek kialakítását és továbbfejlesztését végző alkalmazottaknak növekszik a díjazása. A hatékony működés fenntartása érdekében nekik nagyobb díjazást nyújtanak annál, mint ami a megszerzett speciális tudásuk hiányában képességeik, végzettségük piaci ára lenne. Ilyen ösztönzés nélkül ugyanis a részvénytársaság elvesztené a kulcsfontosságú alkalmazottai elkötelezettségét, és így a piacról azonnal nem beszerezhető képességeit.*

Az eddigiekből adódik, hogy a társadalmi intézménynek van egy másik aspektusa is, nemcsak azért előnyös, mert a gazdaság számára hasznos. Lehetővé teszi azt is, hogy egyes teamtagok képességeik révén nagyobb hozamot realizáljanak, mintha azokat a piacon értékesítenék. Ez akkor elképzelhető, ha a team igen specializált tevékenységet végez.

Összegzésként megállapítható, hogy a szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaságok elemi érdeke minél több gazdasági járadék realizálása. Így ugyanis egyes tagok nagyobb mértékben részesedhetnek az elért nyereségből, ami növeli a teammunka fennmaradásának esélyét. Sőt, a gazdaság számára is előnyös, hogy egyes részvénytársaságok igen nagy profit kitermelésére képesek. Ez ugyanis annak a jele, hogy bizonyos területeken a versenytársaiknál is hatékonyabban kombinálják az erőforrásokat¹². Tehát képesek növelni a gazdaság adaptív hatékonyságát. Nélkülük ugyanis ezek az erőforrás-kombinációk nem jöttek volna létre. Természetesen ez a szemléletmód nem összeegyeztethető a piaci verseny neoklasszikus szemléletével, ugyanis az elfogadott előfeltevések következtében a vállalatok nincsenek birtokában a leghatékonyabb működést biztosító termelési tudásnak.

A szórt tulajdonú nyilvános részvénytársaság részvényesei is reziduális követeléssel rendelkeznek. Viszont ez bizonyos tekintetben eltér a munkavállalók reziduális követeléseitől. A részvényesek gazdasági értelemben nem tekinthetők a részvénytársaság tulajdonosainak, mert az ezzel járó feladatoknak csak egy részét végzik. A diverzifikáció kihasználásából következően pedig nem nyújtanak humán erőforrást a részvénytársaság hatékony működésének biztosításához. Az általuk végzett kockázatvállalás egy külön termelési tényezőnek tekinthető. Feladata olyan tőke biztosítása, amely hozama nem fix, hanem a részvénytársaság hullámzó teljesítményének (és esetleges bukásának) függvénye. Tehát a részvényesek a tőkebiztosítók egyik típusának tekinthetők. Hozamelvárásuk jóval nagyobb azokéhoz képest, akik ennél kisebb kockázatot vállalva a fix kamatot ígérő vállalati kötvény mellett döntenek. Viszont a teammunka szemszögéből nézve nem elfogadható az az állítás, hogy ez a tevékenység fontosabb a többi vállalati szereplő által végzett gazdasági tevékenységnél, és így díjazásának nincsen felső határa.

¹² A doktori értekezésben eltekintettem attól, hogy a gazdasági szereplők piaci pozíciójukkal, erőfölényükkel visszaélhetnek.

A piaci portfóliótól elvárt hozamszint a részvényesek tőkekínálata és a részvénytársaságok tőkekereslete alapján határozódik meg. Az egyes részvénytársaságok részvényeseinek díjazása pedig a piaci portfólió hozamából vezethető le. Az elvárt hozamráta azzal van arányban, ahogy az adott részvénytársaság részvényei a piaci portfólió kockázatához hozzájárulnak.

Az előbbi bekezdések alapján jól látható, hogy a részvényesek reziduális követelése azt jelenti, hogy a többi hitelezővel szemben használdozati költségüket csak több év átlagában kapják meg, vagy rosszabb esetben – a részvénytársaság bukása esetén – a befektetett tőkéjük egy részét vagy egészét is elveszítik. Az alkalmazottakkal ellentétben de a többi hitelezőhöz hasonlóan ők egyáltalán nem képesek a működés hatékonyságát befolyásolni, csak a kockázatot viselik. Ezért nekik nem kell a használdozati költségüknél nagyobb megtérülést biztosítani, mert már így is elvégeznék ugyanezt a gazdasági tevékenységet.

Számos elmélet pontosan abban különbözik egymástól, hogy a menedzsment és a részvényesek használdozati költségének biztosítása után az esetlegesen keletkező gazdasági járadék a különböző vállalati szereplők között hogyan kerül felosztásra. A szerződéses vállalatelméletek ezt az összeget a részvényeseknek juttatják. Viszont a doktori értekezés szemléletmódjából első ránézésre az következne, hogy ezt az összeget a vállalat-specifikus beruházást végzőknek és a vállalati vállalkozóknak kell juttatni. Egyrészt azért, mert az ők speciális tevékenységének eredménye ez a többletprofit, másrészt pedig az ebből való részesedés hiányában csökkentenék a részvénytársaság működésének hatékonyságát. Azonban a minimálisan elvártnál nagyobb hatékonysággal működő részvénytársaság esetén a kitermelt gazdasági járadéknak csak egy részét osztják fel a munkavállalók között. Ennek több oka is van.

A legfontosabb érv az, hogy a részvénytársaság társadalmi intézmény, így központi feladata a társadalom erőforrásainak hatékony felhasználása. Azt kell biztosítani, hogy a termékek és a szolgáltatások a lehető legkisebb ráfordítással legyenek előállítva. Ennek következtében a részvénytársaságok nyeresége jól tükrözi, hogy a gazdaság mely területei felé kell további erőforrásokatallokálni. Egyes részvénytársaságok igen eredményes működése azt jelzi, hogy bizonyos tevékenységeknél a fogyasztók, azaz a társadalom tagjai sokkal többre értékelik az outputot, mint az ehhez felhasznált erőforrások együttes értékét. A többi profitorientált vállalatnak érdemes képességeit ebbe az irányba fejlesztenie. Ennek következtében a társadalom erőforrásai ott lesznek

felhasználva, ahol leginkább képesek a fogyasztók hasznát, megelégedettségét növelni. Továbbá az ezeket a tevékenységeket végzők közötti verseny intenzívebbé válása a társadalom tagjai számára olcsóbb és/vagy jobb minőségű termékek megjelenését eredményezi.

Ebből az következik, hogy a gazdasági járadéknak csak akkora hányadát kell felosztani, ami már biztosítja a kulcsfontosságú alkalmazottak megfelelő elkötelezettségét. A speciális képességekkel és tudással rendelkező alkalmazottak irányából nézve két okot is fel lehet hozni, amelyek következtében nem szükséges nekik az összes gazdasági járadékot kifizetni. Egyrészt az általuk végzett tevékenység és a kitermelt gazdasági járadék nagysága között viszonylag laza a kapcsolat. Igen gyakran előfordul, hogy a kitermelt összeg feléért, tizedéért is elvégezték volna ugyanezeket a tevékenységeket. Továbbá az alkalmazottak hasznosságát a pénz mellett az önmegvalósítás, mások elismerésének elnyerése és a karrierlétra által nyújtott lehetőségek is növelik. Ebben a tekintetben a részvénytársaság igen sokoldalú lehetőségeket képes kínálni, amelyek segítségével jelentősen csökkentheti a kiosztani szükséges összeget.

Ha megbecsüljük a fel nem osztott gazdasági járadéknak (díjazásként ki nem fizetett összeg) a következő években várható nagyságait, és meghatározzuk ezek jelenértékét, akkor ennek változása jól mutatja a részvénytársaság hatékonyságának módosulását. Azonban ez nem elég, szükség van egy olyan vállalati szereplőre, aki ennek minél nagyobb értékére törekszik, azaz lehetővé teszi a társadalmilag hatékony működést. Ezt a szerepet az igazgatóság tölti be. Viszont előfordulhat, hogy tagjai nem rendelkeznek a tevékenységük végzéséhez szükséges képességekkel, és a részvénytársaság hatékonyságának erőteljes csökkenését idézik elő. Ennek elkerülése érdekében a teamtagok egyik csoportja megkapja a fel nem osztott gazdasági járadékot. Így ennek nem megfelelő nagysága esetén önérdékével együtt a társadalom „érdekét” is érvényesíti (az igazgatóság leváltása).

Ezt az összeget a részvényesek kapják. Korábban azért voltak a részvénytársaság központi szereplői, mert a tőke szűkös erőforrás volt, de sajátos pozíciójuk megfelelőnek bizonyult, hogy az új elvárásnak is megfeleljenek. Ezt az összeget ugyanis olyan teamtagnak kellett juttatni, aki szolgáltatásának van viszonylag objektív ára (aminél nem kell többet fizetni), aki a részvénytársaság bukásakor nagy veszteséggel szembesül, és aki közvetlenül nem vesz részt a teammunkában.

A részvényeseknek ez a többletdíjazása nem a teammunkában betöltött funkciójukból fakad, hanem a társadalmilag hatékony működés kikényszerítéséből. Tehát alapvetően külső okkal magyarázható a részvényeseknek a részvénytársaságon belüli, a többi erőforrás-biztosítóétól eltérő sajátos pozíciója, az nem a részvénytársaság működéséhez kínált erőforrásuk fontosságából adódik. Ezzel pedig eljutottam a 2. hipotézis elfogadásához.

4. tézis: A részvényesek – a többi erőforrás-biztosítóhoz hasonlóan – a nyilvános részvénytársaság működéséhez nélkülözhetetlen erőforrást nyújtanak. Azonban nem ők határozzák meg a működés hatékonyságának mértékét, mivel nem vesznek részt a vállalati képességek kialakításában és színvonaluk fenntartásában. Ennek ellenére tevékenységük piaci áránál, azaz használdozati költségüknél nagyobb díjazásban részesülnek, ha a részvénytársaság a fennmaradásához minimálisan szükségesnél nagyobb hatékonysággal működik. Többletdíjazásukat nem a részvénytársaság működéséhez nyújtott erőforrásaikért kapják, hanem a társadalmilag hatékony működés kikényszerítéséért.

Mivel a részvényeseket nemcsak a jelenleg fel nem osztott gazdasági járadék illeti meg, hanem a jövőben kitermelt gazdasági járadék fel nem osztott része is, ezért ennek jelenértéke is tükröződni fog a részvények árában. Továbbá az elvárt hozamráta nagysága azonos lesz a CAPM modell alapján kalkulált értékkel, mert így számításuk módja meg fog egyezni. A két modell közötti különbségek lényegében hangsúlybeli eltérésekre csökkennek le. Az itt kialakított megközelítés szerint a részvények árfolyamában az a hozamráta tükröződik, amit a rendelkezésre bocsátott tőke (ide kell érteni a ki nem fizetett profitot is) felett mindenképpen ki kell termelni a teammunka fennmaradása érdekében. A CAPM modell szemléletében pedig a meghatározott hozamráta a részvényesek használdozati költsége, amit nekik a ténylegesen befektetett tőkéjükre számítva ki kell termelni, hogy ők továbbra is finanszírozzák a részvénytársaságot. Ezt a hozamot ugyanis a piacon máshol megkaphatják.

Az eddigiek alapján azt a következtetést lehet megfogalmazni, hogy az itt kialakított megközelítés szerint is a részvénytársaságot a részvényesi-érték maximalizálás mint vállalatirányítási elv alapján kell vezetni, mert szükség van egy teljesítménymérési mechanizmusra. Azonban további pontosítás szükséges. Habár a részvénytársaság irányítását végzők a fel nem osztott gazdasági járadék minél nagyobb értékére törekednek, és ez az összeg a részvényeseket illeti meg, ennek ellenére ez nem ugyanazt jelenti, mintha a részvénytársaságot a részvényesek érdekeinek elsőbbsége – azaz a részvényesi-érték maximalizálás elve – alapján vezetnék. Ez azért nem állítható, mert a

részvényesek a részvénytársaság működésével kapcsolatban korlátozott felelősséget vállalnak, és többségük csak rövidtávon tulajdonolja a részvényeket.

Most már megválaszolható a kutatási kérdés. Az itt bemutatott szemléletmód alapján a részvénytársaság működésének hatékonyságát a részvényesek mint erőforrás-biztosítók nem tudják befolyásolni. Erre a vállalati vállalkozók és a vállalatspecifikus beruházást végzők képesek. Ezért kapják meg a kitermelt gazdasági járadék egy részét. A teljes összeg alapvetően azért nem lesz díjazásként kifizetve, mert ez nem biztosítaná az erőforrások társadalmilag hatékony felhasználását. A díjazásként kiosztani nem szükséges többletjövedelem nagysága ugyanis jól mutatja, hogy melyek azok a területek, ahol a fogyasztók az adott terméket sokkal többre értékelik az előállításához szükséges erőforrásoknál. Azonban biztosítani kell azt is, hogy az igazgatóság színvonalasan végezze a munkáját, azaz érje el az erőforrások társadalmilag hatékony felhasználását. Ezért kapják meg a részvényesek a gazdasági járadéknak felosztani nem szükséges részét. Így önérdükükből kifolyólag nyomon követik a részvénytársaság működésének hatékonyságában bekövetkezett jelentős változásokat. A hatékonyság erős romlása esetén pedig eltávolítják a feladatának elvégzésére alkalmatlan igazgatóságot. Azonban a fel nem osztott gazdasági járadék minél nagyobb jelenértékére való törekvés, és ennek a többletnek a részvényesek számára történő juttatása nem teljesen ugyanaz, mintha a részvénytársaság célja a részvényesi-érték maximalizálása lenne. A kettő elválik egymástól, mert a részvényesek korlátozott felelősséget vállalnak a részvénytársaság működésével kapcsolatban, és a többségük csak rövidtávon tulajdonolja a részvényeket. Így érdekeik nem esnek teljes mértékben egybe a társadalom érdekével.

Felhasznált irodalom

- ACA News (1999): More companies give stock options to broad number of employees. szeptember 9, 12.
- Addleman, R. (1994): Governing board, know thyself: A technique for self-assessment. *Trustee*, 47. évf., 10. szám, 24-25.
- Alchian, A. A. – Demsetz, H. (1972): Production, information costs, and economic organisation. *The American Economic Review*, 62. évf., 5. szám, 777-795.
- Alvarez, S. A. – Barney, J. B. (2002): Organizing rent generation and appropriation: Toward a theory of the entrepreneurial firm. Megjelent: *Journal of Business Venturing*, 19. évf., (2004), 5. szám, 621-635.
- Applebaum, E. – Berg, P. (2000): High-performance work systems: The historical context. In: *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*. szerk.: M. M. Blair és T. A. Kochan, Washington: The Brookings Institution.
- Argandona (1998): The stakeholder theory and the common good. *Journal of Business Ethics*, 17. évf., 1093-1102.
- Argyris, C. (1973a): Organization man: Rational and self-actualizing. *Public Administration Review*, 33. évf., 354-357.
- Argyris, C. (1973b): Some limits of rational man organizational theory. *Public Administration Review*, 33. évf., 253-267.
- Arnold, G. (2000): Tracing the development of value-based management. In: *Value-based Management: Context and Application*. szerk.: G. Arnold és M. Davies, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Arnold, G. (2002): *Corporate financial management*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Arrow, K. (1996): *The rational foundations of economic behavior*. New York: MacMillan.
- Bainbridge, S. M. (2002): Director primacy: The means and ends of corporate governance. UCLA, School of Law Research Paper, száma: 02-06, <http://ssrn.com/abstract=300860>.
- Bakacsi Gy. – Bokor A. – Császár Cs. – Gelei A. – Kováts K. – Takács S. (1999): *Stratégiai emberi erőforrás menedzsment*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- Baker, G. – Gibbons, R. – Murphy, K. J. (1997): Implicit contracts and the theory of the firm. NBER Working Papers, száma: 6177, <http://www.nber.org/papers/w6177>.
- Barney, J. B. (1986): Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32. évf., 10. szám, 1231-1241.
- Barney, J. (1988): Agency theory, employee stock ownership and a firm's cost of equity capital. nem publikált working paper, Texas A-M University, College Station.
- Barney, J. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17. évf., 1. szám, 99-120.
- Barney, J. (1995): Corporate culture as a source of sustained competitive advantage. konferenciaanyag, előadás helye: University of Illinois Center for Human Resource Management, Chicago.
- Barry, N. (2002): The stakeholder concept of corporate control is illogical and impractical. *The Independent Review*, 6. évf., 4. szám, 541-554.
- Barzel, Y. (1997): *Economic analysis of property rights*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Ben-Ner, A. – Jones, D. (1995): Employee participation, ownership, and productivity: A theoretical framework. *Industrial Relations*, 34. évf., 4. szám, 532-553.
- Berle, A. A. Jr. (1931): Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, 44. évf., 1049-1074.
- Berle, A. A. Jr. (1932): For whom corporate managers are trustees. *Harvard Law Review*, 45. évf., 1365-1372.
- Berle, A. A. – Means, G. C. (1932): *The modern corporation and private property*. Murray L. Weidenbaum és Mark Jensen új bevezetésével, New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, (1991).
- Berman, S. L. – Wicks, A. C. – Kotha, S. – Jones, T. M. (1999): Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and the firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42. évf., 5. szám, 488-506.
- Beyer, J. – Hassel, A. (2003): Die Folgen der Konvergenz. Der Einfluss der Internationalisierung auf die Wertschöpfungsverteilung in großen Unternehmen. In: *Vom Zukunfts- zum Auslaufmodell? Die deutsche Wirtschaftsordnung im Wandel*. szerk.: J. B. Wiesbaden, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Black, A. – Wright, P. – Bachman, J. E. – Davies, J. (1999): *Részvényesi-érték*. Budapest: KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
- Blair, M. M. (1999): Firm-specific human capital and theories of the firm. In: *Employees and Corporate Governance*. szerk.: M. M. Blair és M. J. Roe, Brookings Institution Press, <http://ssrn.com/abstract=167848>.
- Blair, M. M. (2003): Shareholder value, corporate governance and corporate performance: A post-Enron reassessment of the conventional wisdom. In: *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. szerk.: P. K. Cornelius és B. Kogut, Oxford University Press, <http://ssrn.com/abstract=334240>.
- Blair, M. M. – Stout, L. A. (1999): A team production theory of corporate law. *Journal of Corporation Law*, 24. évf., 4. szám, 751-806.
- Blake, A. (1999): *Dynamic directors: Aligning board structures for business success*. Basingstoke: Macmillan.
- Boatright, J. R. (1994): Fiduciary duties and the shareholder-management relation: Or, what's so special about shareholders? *Business Ethics Quarterly*, 4. évf., 4. szám, 393-408.
- Boettke, P. – Leeson, P. (2002): The austrian school of economics: 1950-2000. In: *Blackwell Companion to the History of Economic Thought*. szerk.: J. Biddle és W. Samuels, Oxford: Basil Blackwell.
- Boulton, W. R. (1978): The evolving board: A look at the board's changing role and information needs. *Academy of Management Review*, 3. évf., 4. szám, 827-836.
- Brandenburger, A. M. – Stuart, H. W. (1996): Value-based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 5. évf., 5-24.
- Brown, S. – Fakhfakh, F. – Sessions, J. (1999): Absenteeism and employee profit sharing: An empirical analysis based on French panel data, 1981-1991. *Industrial and Labor Relations Review*, 52. évf., 234-251.
- Burton, B. K. – Dunn, C. P. (1996): Feminist ethics as moral grounding for stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 6. évf., 2. szám, 133-148.
- Calomiris, C. W. – Ramirez, C. D. (1996): Financing the american corporation: The changing menu of financial relationships. In: *The American Corporation Today*. szerk.: C. Kaysen, New York: Oxford University Press.
- Carroll, A. B. (1991): The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons* 34. évf., 39-48.
- Case, J. (1995): *Open-book management*. New York: HarperBusiness.
- Charreaux, G. – Desbrières, P. (2001): Corporate governance: stakeholder value versus shareholder value. *Universite de Bourgogne, IAE Dijon/LATEC*, working paper.

- Clarkson, M. (1994): A risk based model of stakeholder theory. A tanulmány az érdekhordozói elméletről tartott második torontói konferencia keretében került előadásra, Toronto: Centre for Corporate Social Performance & Ethics, University of Toronto.
- Clarkson, M. (1995): A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20. évf., 92-117.
- Clendenin, W. D. (1972): Company presidents look at the board of directors. *California Management Review*, 16. évf., 3. szám, 60-66.
- Coase, R. H. (1937): The nature of the firm. In: *The nature of the firm: Origins, evolution, and development*. szerk.: O. E. Williamson és S. G. Winter, New York: Oxford University Press.
- Coase, R. H. (1960): The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3. évf., október, 1-44.
- Coff, R. W. (1999): When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science: A Journal of the Institute of Management Sciences*, 10. évf., 2. szám, 119-132.
- Coff, R. W. – Rousseau, D. M. (2000): Sustainable competitive advantage form relational wealth. In: *Relational wealth: The advantages of stability in a changing economy*. szerk.: C. R. Leana és D. M. Rousseau, 27-48, New York: Oxford University Press.
- Cohendet, P. – Llerena, P. – Marengo, L. (2000): Is there a pilot in the evolutionary firm? In: *New directions in economic strategy research*. szerk.: N. Foss és V. Mahnke, Oxford University Press.
- Coleman, J. S. (1993): Properties of rational organizations. In: *Interdisciplinary perspectives on organization studies*. szerk.: S. Lindenberg és H. Schreuder, 79-90, Oxford: Pergamon Press.
- Collins, J. C. – Porras, J. I. (2000): *Built to last. Successful habits of visionary companies*. London: Random House Business Books.
- Conyon, M. J. – Schwalbach, J. (1999): European differences in executive pay and corporate governance. In: *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*. szerk.: J. Carpenter és D. Yermack, Dordrecht: Kluwer.
- Cook, J. – Deakin, S. (2000): Stakeholding. In: *ESRC Centre for Business Research, Literature Survey on Factual, Empirical and Legal Issues*. 1. fejezet, az anyagok a DTI Company Law Review számára készültek.
- Core, J. – Quian, J. (2000): *Option-like contracts for innovation and production*. Boston: Boston College.
- Dallago, B. (2002): Corporate governance, governance paradigms, and economic transformation. A tanulmány előadásra került az *Institutional and Organisational Dynamics in the Post-socialist Transformation* elnevezésű konferencián, Amiens, január 25-26.
- Davies, A. (1999): *A strategic approach to corporate governance*. Aldershot: Gower.
- Davis, G. F. – Thompson, T. A. (1994): A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39. évf., 1. szám, 141-173.
- Davis, J. H. – Schoorman, F. D. – Donaldson, L. (1997): Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22. évf., 1. szám, 20-47.
- Deakin, S. – Hughes, A. (1997): Comparative corporate governance: An interdisciplinary agenda. In: *Enterprise and Community: New Directions in Corporate Governance*. szerk.: S. Deakin, és A. Hughes, Blackwell Publishers: Oxford.
- De Jong, H. (1997): The governance structure and performance of large European corporations. *Journal of Management and Governance*, 1. évf., 1. szám, 5-27.
- Demb, A. – Neubauer, F. F. (1992): *The corporate board: confronting the paradoxes*. Oxford: Oxford University Press.

- Demsetz, H. (1973): Industry structure, market rivalry, and public policy. *The Journal of Law & Economics*, 16. évf., 1. szám, 1-10.
- Demsetz, H. (1997): The firm in economic theory: A quiet revolution. *American Economic Review*, 87. évf., 2. szám, 426-429.
- Demski, J. – Feltham, G. (1978): Economic incentives in budgetary control systems. *Accounting Review*, 53. évf., 336-359.
- Dess, G. G. – Ireland, R. D. – Zahra, S. A. – Floyd, S. W. – Janney, J. J. – Lane, P. J. (2003): Emerging issues in corporate entrepreneurship. *Journal of Management*, 29. évf., 351-378.
- Dimma, W. A. (1997): Corporate governance. *Executive Excellence*, 14. évf., 7-8.
- Dodd, E. M. Jr. (1932): For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, 45. évf., 7. szám, 1145-1163.
- Donaldson, L. (1990): The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15. évf., 3. szám, 369-381.
- Donaldson, L. – Davis, J. H. (1994): Boards and company performance – research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2. évf., 151-160.
- Donaldson, T. (1999): Making stakeholder theory whole. *Academy of Management Review*, 24. évf., 2. szám, 237-241.
- Donaldson, T. – Dunfee, T. W. (1999): *Ties that bind*. Boston: Harvard Business School.
- Donaldson, T. – Preston, L. E. (1995): The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20. évf., 1. szám, 65-91.
- Doucouliaagos, C. (1994): A note on the volution of homo economicus. *Journal of Economic Issues*, 3. évf., 877-883.
- Dreze, J. H. (1985): (Uncertainty and) The firm in general equilibrium theory. *Economic Journal*, 95. évf., 1-20.
- Drucker, J. – White, G. (1997): Constructing a new reward strategy. *Reward management in the British construction industry*. *Employee Relations*, 19. évf., 2. szám, 128-146.
- Drucker, P. F. (1974): *Management: Tasks, responsibilities, practices*. New York: Harper and Row.
- Drucker, P. F. (1980): *Managing in turbulent times*. New York: Harper and Row.
- Drucker, P. F. (1994): The age of social transformation. *The Atlantic Monthly*, november, 77.
- Dulbecco, P. – Garrouste, P. (1999): Towards an austrian theory of the firm. *The Review of Austrian Economics*, 12. évf., 1. szám, 43-64.
- Dulewicz, V. – Herbert, P. (2004): Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? *Corporate Governance: An International Review*, 12. évf., 3. szám, 263-280.
- Duncan, W. J. – Ginter, P. M. – Rucks, A. C. – Jacobs, T. D. (1988): Intrapreneurship and the reinvention of the corporation. *Business Horizons*, május-június, 16-21.
- Dunning, J. H. – Stilwell, F. J. B. (1978): Theories of business behaviour and the distribution of surplus profits. *Kyklos*, 31. évf., 4. szám, 601-623.
- Du Plessis, J. J. (2004): The german two-tier board and the german corporate governance code. *European Business Law Review*, 15. évf., 5. szám, 1139-1164.
- Ehrbar, A. (1998): *EVA Gazdasági hozzáadott érték. Kulcs az értékteremtéshez*. Budapest: Panem Könyvkiadó Kft.

- Eisenhardt, K. M. (1985): Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31. évf., 2. szám, 134-149.
- Eisenhardt, K. M. (1989): Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14. évf., 1. szám, 57-74.
- Elbert, N. F. – Karoliny M. – Farkas F. – Poór J (2000): Személyzeti / emberi erőforrás menedzsment kézikönyv. Budapest: KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
- Evan, W. M. – Freeman, R. E. (1988): A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In: *Ethical theory and business*. szerk., T. Beauchamp és N. Bowie, Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Evan, W. M. – Freeman, R. E. (1993): A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism. In: *Ethical Theory and Business*. szerk., T. L. Beauchamp és N. E. Bowie, Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Fama, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88. évf., 2. szám, 288-307.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. (1983a): Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26. évf., 2. szám, 301-326.
- Fama, E. F. – Jensen, M. C. (1983b): Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, 26. évf., 2. szám, 327-349.
- Ferrante, C. J. – Rousseau, D. M. (2001): Bringing open book management into the academic line of sight: Sharing the firm's financial information with workers. In: *Trends in organizational behaviour*. C. L. Cooper és D. M. Rousseau, Chichester: Wiley.
- Finkelstein, S. – Hambrick, D. C. (1996): Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations. Minneapolis/St Paul: West Publishing Co.
- Finkelstein, S. – Mooney, A. C. (2003): Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. *Academy of Management Executive*, 17. évf., 2. szám, 101-113.
- Fisher, C. D. – Schoenfeldt, L. F. – Shaw, J. B. (1999): *Human Resource Management*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Floyd, S. W. – Wooldridge, B. (1999): Knowledge creation and social networks in corporate entrepreneurship: The renewal of organizational capability. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23. évf., 3. szám, 123-143.
- Formaini, R. L. (2001): The engine of capitalist process: Entrepreneurs in economic theory. *Economic and Financial Review*, 4. negyedév.
- Foss, N. J. (1997): On the foundations of the strategic theory of the firm: Should we rely on governance, capabilities, or both? Department of Industrial Economics and Strategy, Copenhagen Business School, IVS/CBS Working Papers, 97-8.
- Foss, N. J. (1997): Equilibrium vs. evolution in the resource-based perspective: The conflicting legacies of Demsetz and Penrose. *Druid Working Paper*, 97-10.
- Foss, N. J. (1998): Firms and the coordination of knowledge: Some austrian insights. *DRUID Working Papers* 98-19, Copenhagen Business School.
- Foss, K. – Foss, N. (2001): Assets, attributes and ownership. *International Journal of the Economics of Business*, 8. évf., 1. szám, 19-37.
- Foss, N. J. – Knudsen, T. (2000): The resource-based Tangle: Towards a sustainable explanation of competitive advantage. *Institut for Industriøkonomi og Virksomhedsstrategi, Working Paper* 2000-1.
- Freeman, R. E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E. (1994): The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4. évf., 4. szám, 409-421.

- Freeman, R. E. (1999): Divergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24. évf., 2. szám, 233-236.
- Freeman, R. E. – Evan, W. M. (1990): Corporate governance: A stakeholder interpretation. *Journal of Behavioral Economics*, 19. évf., 4. szám, 337-359.
- Freeman, R. E. – Reed, D. L. (1983): Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25. évf., 3. szám, 88-106.
- Freeman, R. E. – Wicks, A. C. – Parmar, B. (2004): Stakeholder theory and „The corporate objective revisited”. *Organization Science*, 15. évf., 3. szám, 364-369.
- Friedman, M. (1970): The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, szeptember 1, In: *Ethical Theory and Business*. szerk.: T. L. Beauchamp és N. E. Bowie, Englewood Cliffs: Prentice Hall, (1996).
- Frooman, J. (1999): Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24. évf., 2. szám, 191-205.
- Garratt, B. (1996): *The fish rots from the head: The crisis in our boardrooms: Developing the crucial skills of the competent director*. London: Harper Collins Business.
- Ghoshal, S. – Bartlett, C. A. (1997): *The individualized corporation: A fundamentally new approach to management*. New York: HarperCollins.
- Goodpaster, K. E. (1991): Business ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly*, 1. évf., 1. szám, 53-73.
- Grossman, S. J. – Hart, O. D. (1986): The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94 évf., 4. szám, 691-719.
- Golden, B. R. – Zajac, E. J. (2001): When will boards influence strategy? Inclination × power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22. évf., 12. szám, 1087-1111.
- Goldenberg, P. (1998): IALS company law lecture - Shareholders vs. stakeholders: The bogus argument. *The Company Lawyer*, 19. évf., 2. szám, 34-39.
- Gorton, G. – Schmid, F. (2002): *Class struggle inside the firm: A study of german codetermination*. Federal Reserve Bank of St. Louis, working paper 2000-025B, 2002-ben módosítva.
- Harell-Cook, G. – Feeris, G. R. (1997): Competing pressures for human resource investment. *Human Resource Management Review*, 7. évf., 3. szám, 317-340.
- Harris, M. – Raviv, A. (1979): Optimal incentive contracts with imperfect information. *Journal of Economic Theory*, 20. évf., 231-259.
- Hansmann, H. (1996): *The ownership of enterprise*. Cambridge: Harvard University Press.
- Harper, D. (2005): Understanding Economic Value Added. Investopedia.com, <http://www.investopedia.com/university/EVA>.
- Harrison, J. S. – Freeman, R. E. (1999): Stakeholders, social responsibility, and performance: Empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of Management Journal*, 42. évf., 5. szám, 479-485.
- Hart, O. – Moore, J. (1990): Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98. évf., 6. szám, 1119-1158.
- Hasnas, J. (1998): The normative theories of business ethics: A guide for the perplexed. *Business Ethics Quarterly*, 8. évf., 1. szám, 19-42.
- Hebert, R. F. – Link, A. N. (1982). *The entrepreneur: Mainstream views and radical critiques*. New York: Praeger.

- Heery, E. (1996): Risk representation and the new pay. paper for the BUIRA/EBEN conference, Ethical Issues in Contemporary Human Resource Management, Imperial College, London, április 3.
- Helmer, H. W. (1996): A director's role in strategy. *Directors and Boards*, 20. évf., 22-25.
- Hendry, J. (2001): Missing the target: Normative stakeholder theory and the corporate governance debate. *Business Ethics Quarterly*, 11. évf., 1. szám, 159-176.
- Hendry, K. – Kiel, G. C. (2004): The Role of the Board in Firm Strategy: Integrating agency and organisational control perspectives. *Corporate Governance*, 12. évf., 4. szám, 500-520.
- Herman, E. S. (1981): *Corporate control. Corporate power.* Cambridge: Cambridge University Press.
- Hill, C. W. L. – Jones, T. M. (1992): Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29. évf., 2. szám, 131-154.
- Hill, S. (1995): The social organisation of boards and directors. *British Journal of Sociology*, 46. évf., 2. szám, 245-278.
- Hirsch, P. – Michaels, S. – Friedman, R. (1987): „Dirty hands” versus „clean models”. *Theory and Society*, 16. évf., 317-336.
- Holcombe, R. G. (1998): Entrepreneurship and economic growth. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2. szám, 45-62.
- Holcombe, R. G. (2003): Information, entrepreneurship, and economic progress. *Austrian Economics and Entrepreneurial Studies Advances in Austrian Economics*, 6. évf., 173-195, Elsevier Science Ltd.
- Homstrom, B. (1979): Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10. évf., 74-91.
- Holmstrom, B. (1982): Moral hazard in teams. *Bell Journal of Economics*, 13. évf., 324-340.
- Honore, A. M. (1961): Ownership. In: *Oxford essays in jurisprudence.* szerk.: A. G. Guest, Oxford: Clarendon Press.
- Hung, H. (1998): A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance*, 6. évf., 2. szám, 101-111.
- Hunt, S. D. (1997): Evolutionary economics, endogenous growth models, and the resource-advantage theory. *Eastern Economic Journal*, 23. évf., 4. szám, 425-439.
- Huse, M. – Eide, D. (1996): Stakeholder management and the avoidance of corporate control. *Business & Society*, 35. évf., 211-243.
- Huselid, M. A. (1995): The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance. *Academy of Management Journal*, 38. évf., 3. szám, 635-672.
- Institute of Directors (1995): *Good practice for directors: Standards for the board.* London: Institute of Directors.
- Ireland, R. D. – Hitt, M. A. – Camp, S. M. – Sexton, D. L. (2001): Integrating entrepreneurship and strategic management actions to create firm wealth. *Academy of Management Executive*, 15. évf., 1. szám, 49-63.
- Jenkinson, T. – Mayer, C. (1992): The assessment: Corporate governance and corporate control. *Oxford Review of Economic Policy*, 8. évf., 3. szám, 1-10.
- Jennings, M. M. (1999): Stakeholder theory: Letting anyone who's interested run the business - No investment required. Conference Paper, Center for Business Ethics, Cameron School of Business University of St. Thomas.
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67. évf., 5. szám, 61-74.
- Jensen, M. C. (2001): Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7. évf., 3. szám, 297-317.

- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3. évf., 304-360, <http://ssrn.com/abstract=94043>.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1994): The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7. évf., 2. szám, 4-19.
- Johnson, J. L. – Daily, C. M. – Ellenstand, A. E. (1996): Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22. évf., 3. szám, 409-438.
- Jones, G. R. – Butler, J. E. (1992): Managing Internal Corporate Entrepreneurship: An Agency Theory Perspective. *Journal of Management*, 18. évf., 4. szám, 733-749.
- Jones, T. M. (1995): Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20. évf., 2. szám, 404-441.
- Jones, T. M – Wicks, A. C. (1999): Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24. évf., 2. szám, 206-221.
- Judge, W. Q. Jr – Zeithaml, C. P. (1992): Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35. évf., 4. szám, 766-794.
- Kaplan, S. N. (1999): Top executive incentives in Germany, Japan and the USA: A comparison. In: *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*. szerk.: J. Carpenter és D. Yermack, Dordrecht: Kluwer.
- Kárpáti T. (2005a): A részvénytársaság mint társadalmi intézmény a gazdaság erőforrás-alapú nézőpontjából. *Külgazdaság*, január-február.
- Kárpáti T. (2005b): Az érdekhordozói elmélet hatékonyságnövelő szerepének vizsgálata. *Vezetéstudomány*, megjelenés alatt.
- Kay, J. – Silberston, A. (1995): Corporate governance. *National Institute Economic Review*, augusztus, 84-96.
- Keasey, K. – Thompson, S. – Wright, M. (1997): Introduction: The corporate governance problem – Competing diagnoses and solutions. In: *Corporate Governance: Economics, Management and Financial Issues*. szerk.: K. Keasey, S. Thompson és M. Wright, Oxford University Press: Oxford.
- Kiel, G. C. – Nicholson, G. J. (2003): Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11. évf., 3. szám, 189-205.
- Kirzner, I. M. (1997): Entrepreneurial discovery and the competitive market process: An austrian approach. *Journal of Economic Literature*, 35. évf., március, 60-85.
- Kirzner, I. M. (1973): *Competition and entrepreneurship*. The University of Chicago Press, Chicago and London.
- Kirzner, I. M. (1999): Creativity and or alertness: A reconsideration of the schumpeterian entrepreneur. *Review of Austrian Economics*, 11. évf., 1-2. szám, 5-17.
- Klein, B. – Crawford, R. G. – Alchian, A. A. (1978): Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics*, 21. évf., 1. szám, 297-326.
- Klein, P. G. (1999): Entrepreneurship and corporate governance. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2. évf., 2. szám, 19-42.
- Kochan, T. A. (1996): The american corporation as an employer: Past, present, and future possibilities. In: *The American Corporation Today*. szerk.: C. Kaysen, New York: Oxford.
- Kochan, T. A. – Rubinstein, S. (2000): Toward a stakeholder theory of the firm: The Saturn Partnership. *Organization Science*, 11. évf., 4. szám, 367-386.

- Kosnik, R. D. (1987): Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, 32. évf., 2. szám, 163-185.
- Kruse, D. – Freeman, R. – Blasi, J. – Buchele, R. – Scharf, A. – Rodgers, L. – Mackin, C. (2003): Motivating employee-owners in ESOP firms: Human resource policies and company performance. NBER Working Paper, 10177.
- Langlois, R. N. – Foss, N. J. (1999): Capabilities and governance: The rebirth of production in the theory of economic organization. *Kyklos*, 52. évf., 2. szám, 201-218.
- Lawler, E. E. (1986): High involvement management. San Francisco: Josseys-Bass.
- Lawler, E. E. (1990): Strategic pay. San Francisco: Jossey-Bass.
- Lawler, E. E. (1992): The ultimate advantage. San Francisco: Josseys-Bass.
- Lawler, E. E. (1995): The new pay: A strategic approach. *Compensation and Benefits Review*, július-augusztus, 46-54.
- Lazonick, W. (2001): The theory of innovative enterprise. University of Massachusetts Lowell and INSEAD (The European Institute of Business Administration), ez az anyag a vállalatirányítással, az innovációval és a gazdasági teljesítménnyel kapcsolatos folyamatban lévő kutatást tükrözi, ami M. O'Sullivan közreműködésével történik az INSEAD-nél a The European Commission DGXII. Finanszírozásával,
<http://www.uml.edu/Dept/RESO/The%20Theory%20of%20Innovative%20Enterprise%20--%20Letter%20Size.pdf>.
- Lazonick, W. – O'Sullivan, M. (2000): Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy & Society*, 29. évf., 1. szám, 13-35.
- Leana, C. R. – Rousseau, D. M. (2000): Relational wealth: The advantages of stability in a changing economy. New York: Oxford University Press.
- Learmount, S. (2002): Theorizing corporate governance: New organizational alternatives. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper 237.
- Learmount, S. – Roberts, J. (2002): Meanings of ownership of the firm. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper 238, <http://ideas.repec.org/p/cbr/cbrwps/wp238.html>.
- Letza, S. – Sun, X. (2002): Corporate governance: paradigms, dilemmas and beyond. Leeds Law School, Leeds Metropolitan University, 2. évf., 1. szám, <http://www.puereview.ae.poznan.pl/2002v2n1/03-letza.pdf>.
- Lewin, P. – Phelan, S. E. (2000): An austrian theory of the firm. *Review of Austrian Economics*, 13. évf., 1. szám, 59-80.
- Lewin, P. – Phelan, S. E. (2002): Rent and resources: A market process perspective. In: *Entrepreneurship and the firm: Austrian perspectives on economic organization*. szerk.: N. Foss és P. G. Klein, Edward Elgar Publishing, Inc.
- Lorsch, J. W. – MacIver, E. (1989): Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards. Boston: Harvard Business School Press.
- Louis, A. M. (1984): Business in bungling long-term compensation. *Fortune*, július 23, 65. o.
- Mace, M. L. G. (1971): Directors: Myth and reality. Boston: Division of Research Graduate School of Business Administration Harvard University.
- Maher, M. – Andersson, T. (2000): Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth. <http://www.intech.unu.edu/research/past-research/1996-04/report-12.pdf>.
- Mahoney, J. T. (1995): The management of resources and the resource of management. *Journal of Business Research*, 33. évf., 2. szám, 91-101.

- Marshall, A. (1947): Principles of economics. 8. kiadás, London: Macmillan, az első kiadás 1980-ban volt.
- Maslow, A. H. (1970): Motivation and personality. New York: Harper&Row.
- Mathews, J. A. (2002): A resource-based view of schumpeterian economic dynamics. *Journal of Evolutionary Economics*, 12. évf., 1/2. szám, 29-54.
- Mayer, F. (1997): Corporate governance, competition and performance. In: *Enterprise and Community: New Directions in Corporate Governance*. szerk.: S. Deakin és A. Hughes, Blackwell Publishers: Oxford.
- McGregor, D. (1960): The human side of enterprise. New York: McGraw Hill.
- McNulty, T. – Pettigrew, A. (1999): Strategists on the board. *Organization Studies*, 20. évf., 1. szám, 47-74.
- McNerney, D. J. (1995): Compensation case study: Rewarding team performance and individual skillbuilding. *HR Focus*, 72. évf., 1. szám, január, 1-5.
- Metcalfe, C. E. (1998): The stakeholder corporation. *Business Ethics: A European Review*, 7. évf., 1. szám, 30-36.
- Milkovich, G. T. – Newman, J. M. (1996): Compensation. 5. kiadás, Boston: Irwin.
- Millon, D. (1990): Theories of the corporation. *Duke Law Journal*, 201–262.
- Millon, D. K. (2000): New game plan or business as usual? A critique of the team production model of corporate law. *Virginia Law Review*, 86. évf., 5. szám, 1001-1044, <http://ssrn.com/abstract=248117>.
- Mitchell, R. K. – Agle, B. R. – Wood, D. J. (1997): Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22. évf., 4. szám, 853-886.
- Monks, R. A. G. – Minow, N. (2001): Corporate governance. második kiadás, Oxford: Blackwell.
- Moore, G. (1999): Tinged shareholder theory: Or what's so special about stakeholders? *Business Ethics: A European Review*, 8. évf., 2. szám, 117-127.
- Moran, P. – Goshal, S. (1999): Markets, firms, and the process of economic development. *Academy of Management Review*, 24. évf., 3. szám, 390-412.
- Morgan, G. (1997): Images of organization. Thousand Oaks: Sage Publications, Inc.
- Mueller, F. (1996): Human resources as strategic assets: An evolutionary resource-based theory. *Journal of Management Studies*, 33. évf., 6. szám, 757-785.
- Munzer, S. R. (1992): A theory of property. New York: Cambridge University Press.
- Muth, M. M. – Donaldson, L. (1998): Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6. évf., 1. szám, 5-28.
- Nahapiet, J. – Ghoshal, S. (1998): Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23. évf., 242-266.
- Näsi, J. (1995): Understanding stakeholder theory. Helsinki, Finland: LSR-Julkaisut Oy.
- National Center for Employee Ownership (2000): A brief introduction to employee ownership, <http://www.nceo.org>.
- OECD (1999): OECD principles of corporate governance. Párizs: OECD.
- Olalla, M. (1999): The resource-based theory and human resources. *International Advances in Economic Research*, 5. évf., 1. szám, 84-92.
- Ooghe H. – De Vuyst V. (2001): The anglo-saxon versus the continental european corporate governance model: Empirical evidence of board composition in Belgium, <http://www.vlerick.be/research/workingpapers/vlgms-wp-2001-06.pdf>.

- Orts, E. C. (1992): Beyond shareholders: Interpreting corporate constituency statutes. *George Washington Law Review*, 61. évf., 14-135.
- Ouchi, W. G. (1979): A conceptual framework for the design of organizational control mechanisms. *Management Science*, 25. évf., 9. szám, 833-848.
- Pahl, R. – Winkler, J. (1974): The economic elite: Theory and practice. In: *Elites and power in British society*. szerk.: P. J. Stanworth és A. Giddens, Cambridge: Cambridge University Press.
- Paterson, J. (2001): Corporate governance, the limits of rationality and proceduralisation. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper 198.
- Pay for Performance Report (2002): Seven out of ten companies now use variable compensation. 2. évf., 7. szám, 7-11.
- Pejovich, S. (1990): The economics of property rights. Towards a theory of comparative systems. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Penrose, E. (1959): The theory of the growth of the firm. New York: Oxford University Press, Inc., (1995).
- Perrow, C. (1986): Complex organizations: A critical essay. New York: McGraw-Hill.
- Peteraf, M. A. (1993): The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14. évf., 3. szám, 179-191.
- Pfeffer, J. (1972): Size and composition of corporate board of directors: The organisation and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17. évf., 2. szám, 218-228.
- Pfeffer, J. (1994): Competitive advantage through people: Problems and prospects for change. Boston: Harvard Business School Press.
- Pfeffer, J. (1998): The human equation: Building profits by putting people first. Boston: Harvard Business School Press.
- Pfeffer, J. – Veiga, J. (1999): Putting people first for organizational success. *Academy of Management Executive*, 13. évf., 2. szám, 37-48.
- Phelan, S. E. – Lewin, P. (1999): Arriving at a strategic theory of the firm. School of Management, University of Texas, Dallas, First Draft, <http://www.utdallas.edu/~plewin/phelan.PDF>.
- Phillips, R. (2003): Stakeholder legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, 13. évf., 1. szám, 25-41.
- Phillips, R. – Freeman R. E. – Wicks, A. C. (2003): What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13. évf., 4. szám, 479-502.
- Pierce, J. L. – Furo, C. A. (1990): Employee ownership: Implications for management. *Organizational Dynamics*, 18. évf., 3. szám, 32-43.
- Pierce J. L. – Rubenfeld, S. A. – Morgan, S. (1991): Employee ownership: A conceptual model of process and effects. *Academy of Management Review*, 16. évf., 121-144.
- Porter, M. E. (1992): Capital choices: Changing the way America invests in industry. Versenyképesség tanácsának (The Council on Competitiveness) prezentált kutatási riport, társszponzor a The Harvard Business School, Boston.
- Post, J. E. – Preston, L. E. – Sachs, S. (2002): Redefining the corporation: Stakeholder management and organizational wealth. Stanford: Stanford University Press.
- Prahalad, C. K. (1994): Corporate governance or corporate value added? Rethinking the primacy of shareholder value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6. évf., 4. szám, 40-50.
- Prahalad, C. K. – Hamel, G. (1990): The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, május-június, 79-91.

- Putterman, L. – Skillman, G. (1988): The incentive effects of monitoring under alternative compensation schemes. *International Journal of Industrial Organization*, március, 109-119.
- Rawls, J. (1993): *Political liberalism*. New York: Columbia University Press.
- Rajan, R. – Zingales, L. (1998): Power in a theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 113. évf., 2. szám, 387-432.
- Rappaport, A. (1986): *Creating shareholder value. The new standard for business performance*. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value*. New York: The Free Press.
- Rawls, J. (1971): *A theory of justice*. Cambridge: Harvard University Press.
- Rhodes, J. D. (1999): The challenges of governance in the global marketplace: Satisfying shareholders. *Pharmaceutical Executive*, 19. évf., 86-91.
- Rodriguez, M. A. – Ricart, J. E. – Sanchez, P. (2002): Sustainable development and the sustainability of competitive advantage: A dynamic and sustainable view of the firm. *Creativity and Innovation Management*, 11. évf., 3. szám, 135-146.
- Roe, M. J. (1994): *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Rosen, C. – Quarrey, M. (1987): How well is employee ownership working? *Harvard Business Review*, 65. évf., 5. szám, 126-132.
- Ross, S. (1973): The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, 63. évf., 134-139.
- Rousseau, D. M. – Greller, M. (1994): Human resource practices: Administrative contract makers. *Human Resource Management*, 33. évf., 385-401.
- Rousseau, D. M. – Shperling, Z. (2003): Pieces of the action: Ownership and the changing employment relationship. *Academy of Management Review*, 28. évf., 4. szám, 553-570.
- Rothbard, M. N. (1985): Professor Hébert on entrepreneurship. *The Journal of Libertarian Studies*, 17. évf., 2. szám, 281-286.
- Rumelt, R. P. (1984): Toward a strategic theory of the firm. In: *Competitive strategic management*. szerk.: R. Lamb, New Jersey: Englewood Cliffs.
- Sharma, P. – Chrisman, J. J. (1999): Toward a reconciliation of the definitional issues in the field of corporate entrepreneurship. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23. évf., 3. szám, 11-27.
- Schleifer, A. – Vishny, R. W. (1997): A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 évf., 2. szám, 737-783.
- Schulze, W. (1994): The two schools of thought in resource-based theory. *Advances in Strategic Management*, 10. évf., 4. szám, 127-152.
- Schumpeter, J. A. (1934): *The theory of economic development. An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, hatodik kiadás, (1959).
- Schuster, J. R. – Zingheim, P. K. (1992): *The New Pay. Linking employee and organizational performance*. New York: Lexington Books.
- Senge, P. M. – Carstedt, G. (2001): Innovating our way to the next industrial revolution. *MIT, Sloan Management Review*, 42. évf., 2. szám, 24-38.
- Sesil, J. C. – Kruse, D. L. – Blasi, J. R. (2001): Sharing ownership via employee stock ownership. Discussion Paper, UNU/WIDER, 2001/25-ös szám.

- Shavell, S. (1979): Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. *Bell Journal of Economics*, 10. évf., 53-73.
- Shperling, Z. – Rousseau, D. M. – Ferrante, C. J. (2003): Ownership in high technology firms: Israel and U.S. technical report. Pittsburgh: Carnegie Mellon University, Heinz School of Public Policy and Management.
- Simon, H. A. (1991): Organizations and markets. *Journal of Economic Perspectives*, 5. évf., 2 szám, 25-44.
- Smith, A. (1776): *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Edinburgh.
- Smith, B. – Yanowiz, J. (1998): Sustainable innovation and change: The learning-based path to growth. *Arthur D. Little Prism*, 35-45.
- Smith, G. D. – Dyer, D. (1996): The rise and transformation of the American corporation. In: *The Changing American Corporation*. szerk.: C. Kaysen, New York: Oxford.
- Spencer, A. (1983): *On the edge of the organisation: the role of the outside director*. Chichester: Wiley.
- Sternberg, E. (1997): The defects of stakeholder theory. *Corporate Governance*, 5. évf., 1. szám, 3-10.
- Sternberg, E. (1999): The stakeholder concept: A mistaken doctrine. *Foundation for Business Responsibilities*, Issue Paper 4. szám, <http://ssrn.com/abstract=263144>.
- Stewart, G. B. (1999): *The quest for value. A guide for senior managers*. USA: HarperBusiness (HarperCollins Publishers).
- Stewart, T. A. (1997): *Intellectual capital: The new wealth of organizations*. New York: Doubleday.
- Stiles, P. – Taylor, B. (2001): *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.
- Stoney, C. – Winstanley, D. (2001): Stakeholding: Confusion or utopia? Mapping the conceptual terrain. *Journal of Management Studies*, 38. évf., 5. szám, 603-626.
- Stout, L. A. (2002): Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy. *Southern California Law Review*, 75. évf., 1189-1263, <http://ssrn.com/abstract=331464>.
- Sundaram, A. K. – Inkpen, A. C. (2004): The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15. évf., 3. szám, 350-363.
- Taylor, B. (2001): From corporate governance to corporate entrepreneurship. *Journal of Change Management*, 2. évf., 2. szám, 128-147.
- Taylor, B. (2001): From corporate governance to corporate entrepreneurship. *Journal of Change Management*, 2. évf., 2. szám, 128-147.
- Taylor, B. (2004): Leading the boardroom revolution. *Corporate Governance*, 12. évf., 4. szám, 415-425.
- Teece, D. J. (2003): Explicating dynamic capabilities: Asset selection, coordination, and entrepreneurship in strategic management theory. *nyers változat*, <http://web.cbs.dk/departments/ioa/research/publdk.shtml>.
- Teece, D. J. – Pisano, G. – Shuen, A. (2000): Dynamic capabilities and strategic management. *Nature & Dynamics of Organizational Capabilities*, 334-362.
- Thompson, J. D. (1967): *Organizations in action*. New York: McGraw-Hill.
- Thurow, L. C. (1996): *The future of capitalism: How today's economic forces shape tomorrow's world*. London: Nicholas Brealey.
- Treynor, J. L. (1981): The financial objective in the widely held corporation. *Financial Analysts Journal*, március-április.
- Tricker, R. I. (1994): *International corporate governance: Text, readings, and cases*. New York: Prentice Hall.

- Turnbull, S. (1997): Corporate governance: Its scope, concerns & theories. *Corporate Governance: An International Review*, Blackwood, Oxford, 5. évf., 4. szám, 180-205.
- Useem, M. (1996): *Investor capitalism*. New York: Basic Books.
- Vance, S. C. (1983): *Corporate leadership: Boards, directors, and strategy*. New York: McGraw-Hill.
- Vitols, S. (2004): Negotiated shareholder value: The german variant of an anglo-american practice. *Competition & Change*, 8. évf., 4. szám, december, 357-374.
- Walker, L. W. (1999): Governing board, know thyself. *Trustee*, 52. évf., 8. szám, 14-19.
- Wallman, S. M. H. (1999): Understanding the purpose of a corporation: An introduction. *Journal of Corporation Law*, 24. évf., 4. szám, 807-818.
- Walsh, J. P. – Seward, J. K. (1990): On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15. évf., 3. szám, 421-458.
- Weiner, J. L. (1964): The Berle-Dodd dialogue on the concept of the corporation. *Columbia Law Review*, 64. évf., 1458-1467.
- Wernerfelt, B. (1984): A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5. évf., 2. szám, 171-180.
- Wicks, A. C. – Gilbert, D. R. – Freeman, R. E. (1994): A feminist reinterpretation of the stakeholder concept. *Business Ethics Quarterly*, 4. évf., 4. szám, 475-497.
- Williamson, O. E. (1975): *Markets and hierarchies*. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (1985): *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. – Bercovitz, J. (1997): The modern corporation as an efficiency instrument: The comparative contracting perspective. In: *The American Corporation Today*. szerk.: C. Kaysen, New York: Oxford University Press.
- Windsor, D. (1998): The definition of stakeholder status. Az IABS (International Association for Business and Society) éves konferenciáján került előadásra, Kona-Kailuna, Hawaii.
- Witt, U. (1999): Do entrepreneurs need firms? A contribution to a missing chapter in austrian economics. *Review of Austrian Economics*, 11. évf., 1-2. szám, 99-109.
- World Bank (1999): *Corporate governance: a framework for implementation*. Washington: World Bank.
- Wright, P. – Mukherji, A. – Kroll, M. J. (2001): A reexamination of agency theory assumptions an extrapolations. *Journal of Socio-Economics*, 30. évf., 413-429.
- Zingales, L. (1997): *Corporate governance*. NBER (National Bureau of Economic Research) Working Paper 6309.
- Zingales, L. (2000): In search of new foundation. *Journal of Finance*, 55. évf., 1623-1653.

Publikációs jegyzék

Folyóiratcikk: magyar nyelven, lektorált

Kárpáti Tibor [2003]: Csehország és Magyarország külföldi működőtőke-vonzása és gazdaságukra gyakorolt hatása. *Külgazdaság*, XLVII. évf., 6. szám, 39-54. o.

Kárpáti Tibor [2005]: A nyilvános részvénytársaság a gazdaság erőforrás-alapú megközelítésében. *Külgazdaság*, XLIX. évf., 1-2. szám, 38-57. o.

Kárpáti Tibor [2005]: Az érdekhordozói elmélet hatékonyságnövelő szerepének vizsgálata. *Vezetéstudomány*, elfogadva.

Folyóiratcikk: magyar nyelven, nem lektorált

Kárpáti Tibor [2003]: A külföldi közvetlen befektetések jelentősége Magyarország gazdaságában. *Competitio*, II. évf., 1. szám, 10-25. o.

Konferenciakiadvány: hazai, lektorált

Czeplédi Pál – Kárpáti Tibor [2003]: Towards the European Union. *Acta Oeconomica*, 53. évf., 3. szám, 313-318. o.

Czeplédi Pál – Kárpáti Tibor [2003]: Tudományos tájékoztató: Úton az Európai Unióba. *Külgazdaság*, XLVII. évf., 5. szám, 77-82. o.

A szerzőre történt hivatkozások:

Iwasaki, I. [2005]: Corporate Governance in Transition Economies, Part 2: The Case of Hungary. Institute of Economic Research Hitotsubashi University. Tokio, Japan, IER Discussion Paper Series B, No. 31. www.ier.hit-u.ac.jp/Common/publication/DP/DPb31.pdf

Gergely J. [2004]: Investment Promotion in Hungary in the Light of EU-Accession. Associazione Universitaria di Studi Europei ECSA-ITALY, working paper, 02/2004. www.unipv.it/cdepv/ause/wp/02-2004.pdf

Török Á. [2004]: A magyar vállalkozások piaci pozíciói alakulásának vizsgálata. Nemzeti Fejlesztési Hivatal, IFM tanulmányok 2003-2004. http://www.nfh.hu/doc/doku/IFM_tanulmanyok/IFM%202004/Toroka5.pdf

Viszt E. – Vanicsek M. [2005]: Magyarországi tőkeexport mérete, fejlődése, legfontosabb tapasztalatai. GKI Gazdaságkutató Rt. <http://www.bkik.hu/download/050221.doc>