

**BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM  
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR**

# **SZAKDOLGOZAT**

**Bognár Zsolt**

**Esti tagozat**

**Mérnök-közgazdász**

**Szakirányú továbbképzés**

**2020**

Bognár Zsolt  
SZAKDOLGOZAT

**BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM  
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR**

**Osztalékpolitikai vizsgálatok magyar tőzsdei  
vállalatok körében**

**Belső konzulens: Dr. Kucséber László**

**Bognár Zsolt  
esti tagozat  
Mérnök-közgazdász  
Szakirányú továbbképzés**

**2020**

## NYILATKOZAT

Alulírott .....BOGNÁR ZSOLT..... büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a szakdolgozatomban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A szakdolgozatban felhasznált adatokat a szerzői jogvédelem figyelembevételével alkalmaztam.

Ezen szakdolgozat semmilyen része nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén diplomaszerzés során.

Tudomásul veszem, hogy a szakdolgozatomat az intézmény plágiumellenőrzésnek veti alá.

Budapest, 2020 év december hónap 14 nap

.....Bognár Zsolt.....

hallgató aláírása

## TARTALOMJEGYZÉK

Előszó.....	3
Jelölések és rövidítések jegyzéke .....	5
1. Elméleti háttér .....	6
1.1. Alapfogalmak .....	6
1.2. Az osztalékpolitika .....	7
1.3. Osztalékpolitikai irányzatok .....	8
1.4. Az osztalék és árfolyamnyereség adózása Magyarországon .....	14
1.5. Az osztalék szerepe a részvényértékelésben .....	15
1.6. Az osztalékfizetés alternatívái .....	17
1.7. Iparági és vállalat-specifikus tényezők hatásai .....	19
1.8. Magyarországi vizsgálatok és eredményeik.....	20
2. Osztalékpolitika a gyakorlatban.....	23
2.1. Célkitűzés.....	23
2.2. A vizsgált vállalatok.....	23
2.3. Adatgyűjtés és számítások .....	24
2.4. Vállalatok osztalékpolitikája .....	25
2.5. Gazdasági mutatók elemzése.....	36
2.6. Ágazati vizsgálatok .....	43
3. Összefoglalás .....	45
3.1. Tapasztalatok és eredmények .....	45
4. Irodalomjegyzék .....	47
5. Ábrajegyzék.....	50
6. Mellékletek.....	51

## ELŐSZÓ

Magyarországon az 1989-es rendszerváltozás rengeteg következménnyel járt. Politikai, gazdasági, társadalmi stb. változások egész sora zajlott le és zajlik a mai napig valamilyen formában. Az emberek megtapasztalhatták, hogy hogyan zajlik le egy demokratikus választás, milyen az, amikor az állam nem biztosít munkát mindenki számára, mikor bizonyos ágazatok teljesen leépülnek. Az Európai Unióhoz való csatlakozás szintén rengeteg újdonságot hozott magával, egy teljesen új helyzetet teremtett a magyar vállalkozások számára. Ezek mindegyike véleményem szerint rendkívül érdekes, azonban valamennyi aspektusának megismerésére természetesen lehetetlen lenne vállalkoznom.

Szakedolgozatom megírásával arra készülök, hogy a rengeteg változás egy bizonyos szeletét sikerül valamivel mélyebben megértenem, mely rész a gazdaságtudományok szakterülete. A Budapesti Értéktőzsde közel öt évtizedes szünet után nyithatott újra 1990-ben. A kérdésem az, hogy a kapitalizmus útjára lépett országunkban a részvénytársaságok osztalékpolitikai érettsége vajon milyen szinten áll? Ezen kérdés alatt azt értem, hogy a magyar tőzsdei nagyvállalatok követnek-e valamilyen osztalékpolitikai irányzatot, és ha igen, akkor milyen osztalékpolitikát választottak, ebben mennyire következetesek, esetleg hogyan változtatták azt az idő folyamán.

Az osztalékpolitika témájáról már rengeteg tanulmány jelent meg, többször vizsgálták tisztán elméleti és gyakorlati megközelítéssel is, azonban mivel hazánkban nincs túl sok osztalékfizető tőzsdei vállalat, valamint ezek nincsenek olyan régóta jelen, mint pl. az Egyesült Államokban, ezért érdekesnek tartottam, hogy a témát alaposabban megvizsgáljam.

Személyes motivációm a téma iránt pedig az, hogy a jövőben terveim között szerepel, hogy én magam is részvényekbe fektessem megtakarításom egy részét. Ehhez úgy szeretném majd megválasztani az értékpapírokat, hogy a kibocsátó vállalatok a számomra követni kívánt stratégiának, a hosszú távon tartásnak a lehető legjobban megfeleljenek. Emiatt is gondoltam arra, hogy érdemes lenne szakedolgozatom témájának az osztalékpolitikai vizsgálatokat választani, hogy később az irodalomkutatás és a vizsgálataim során megszerzett tudást a gyakorlatban is hasznosíthassam.

Kezdeként több magyar szakirodalom releváns fejezeteit elolvastam, a lényeges részeket megjelölve magamnak. A forrásaimból igyekeztem egy érthető, követhető és igényes ismeretterjesztőt összeállítani dolgozatom első fejezeteiben. Bemutatom az egyes osztalékpolitikai irányvonalakat, az ezek mögött lévő elgondolásokat, illetve olyan modelleket is, melyek az egyes összefüggésekre matematikai képlettel szolgálnak.

Ezután azt is megvizsgáltam, hogy hazánkban milyen eddigi kutatások folytak osztalékpolitikáról. Sikerült több érdekes folyóiratcikket és tudományos munkát is találnom, melyeket szintén bemutatok dolgozatomban. Érdekesnek találtam, hogy ezek a kutatások már több évesen voltak, nem találtam olyat, mely a 2015 utáni éveket is vizsgálta volna. Ez is egy plusz személyes motivációt adott, hogy olyat vizsgáljak, melyet a tudományos élet mostanában nem tett meg.

Szakedolgozatom címében már utalást tettem arra, hogy az általam vizsgált vállalatok tőzsdei magyar vállalatok, a vizsgált időszak pedig egy évtized, a 2010-2019-ig terjedő időszak. A mintáim elemei közé azokat a részvénytársaságokat választottam be, melyek ebben az időszakban be voltak jegyezve, valamint legalább egyszer osztalékot fizettek. Más szűrőfeltétel nem volt, így igen különböző jellegű és méretű vállalatok is elemzésre kerültek.

A dolgozat vizsgálati részeihez adatot kellett gyűjtenem. Ebben két fontos internetes adatbázis volt segítségemre, a Budapesti Értéktőzsde weboldala ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)) és az E-beszámoló ([www.e-beszamolo.im.gov.hu](http://www.e-beszamolo.im.gov.hu)). Az adatokat táblázatokba rendeztem, majd számításokat végeztem rajtuk. A számításokhoz azokat a képleteket használtam fel, melyeket a korábbi elméleti fejezetekben már bemutatam. Az értékek ezáltal rendelkezésemre álltak, ezekből összefoglaló táblázatokat készítettem el, amiket önmagukban vagy grafikon formájában emeltem be dolgozatomba, és melyekhez szöveges elemzést, értékelést is készítettem.

A részvények világában azonban nem csupán a számviteli adatok, hanem az aktuális hírek, publikált közlemények is számítanak. Éppen ezért a két adatbázis mellett azt is megvizsgáltam, hogy melyik vállalat nyilatkozott saját osztalékpolitikájáról, esetleg melyikről írtak valamit egy cikkben. Szerencsére itt is találtam több érdekességet, melyeket szintén bemutatok, mint további megfigyelések.

Tekintve, hogy a korábbi magyarországi vizsgálatok többször is azt vizsgálták, hogy van-e jelentősége az ágazati hovatartozásnak, így én is foglalkoztam ezzel a kérdéssel. Mivel az általam elemzett vállalatok köre (tehát a mintám elemszáma) nem kellően nagy ahhoz, hogy minden ágazatban kellő számú vállalatom legyen, ezért a vállalatspecifikus vizsgálatok két ágazatra, az energiaszektorra és az IT szektorokra korlátozódtak. Azonban véleményem szerint e két ágazat összehasonlításával is érdekes különbségeket lehet kimutatni.

Dolgozatomat egy összefoglalással és a konklúzió levonásával zárom. Bízom benne, hogy érdekes és hasznos olvasmány lesz azok számára, akik a téma iránt érdeklődnek.

## JELÖLÉSEK ÉS RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

Az alábbi táblázatban az előforduló jelöléseket és rövidítéseket szedtem össze, a magyar és angol nyelvű elnevezéseket egyaránt feltüntetve.

Jelölés	Megnevezés angolul	Megnevezés magyarul
$P_0$	<i>current stock price</i>	<i>részvény jelenlegi árfolyama</i>
$P_1$	<i>next year's stock price</i>	<i>részvény eladási árfolyama 1 év múlva</i>
$r$	<i>rate of return</i>	<i>elvárt hozam</i>
$g$	<i>constant growth rate</i>	<i>osztalék növekedési üteme</i>

Rövidítés	Megnevezés angolul	Megnevezés magyarul
<i>EPS</i>	<i>Earnings per Share</i>	<i>egy részvényre jutó nyereség</i>
<i>ROE</i>	<i>Return on Equity</i>	<i>saját-tőke-arányos nyereség</i>
<i>DIV</i>	<i>Dividend</i>	<i>osztalék</i>
<i>P/E</i>	<i>Price-to-Earnings Ratio</i>	<i>árfolyam-nyereség arány</i>



# 1. ELMÉLETI HÁTTÉR

## 1.1. Alapfogalmak

Ahhoz, hogy osztalékpolitikáról beszélhessünk, szükségünk van bizonyos alapfogalmak tisztázására. Először is meghatároznom, hogy mi az a **részvénytársaság**. Ez egy olyan gazdasági társaság, mely alaptőkéje meghatározott számú és névértékű részvényből áll. Amikor részvénytársaságot alapítanak, akkor az először zártkörűen működik (zrt), azaz befektetők szűk csoportja birtokolja a részvényeket, azokkal nem kereskednek nyilvánosan. Tegyük fel, hogy adott egy zártkörűen működő részvénytársaság, amely vezetése növekedni szeretne, azonban ezt nem tudja a kívánt ütemben megtenni, mert a megtermelt profit erre nem elegendő. Ilyenkor szüksége van külső forrás bevonására. Ennek az egyik módja a részvénykibocsátás. Hogy ezeket bárki megvásárolhassa, a részvénytársaságot be kell vezetni a tőzsdére, így lesz nyílt a részvénytársaság (nyrt) (Bartha, 2005, old.: 2).

A **részvény** több, mint az alaptőke egy egysége. Tagsági jogot testesít meg, névre szól, névértékkel rendelkezik, valamit forgalomképes értékpapír. Zrt esetén lehet nyomdai úton létrehozott okirat, vagy dematerializált értékpapír, míg nyrt esetén csak az utóbbi lehetséges. A részvénynek különböző fajtái ismeretesek:

**Törzsrészvény:** ez a leggyakoribb fajta, a tömegek számára elérhető részvény. Az összes törzsrészvény névértékének együttes összege meg kell, hogy haladja a részvénytársaság alaptőkéjének a felét.

**Elsőbbségi részvény:** valamilyen meghatározott előnyt biztosít. Elsőbbséget biztosíthat osztalékfizetéskor, a társaság felszámolása esetén likvidációs előnyt adhat, vagy valamilyen szavazati többlettel bírhat.

**Dolgozói részvény:** a törzsrészvénnyel azonos jogokat biztosítanak. A vállalat ingyenesen vagy kedvezményes áron bocsáthat ki részvényeket a munkavállalói számára.

**Kamatozó részvény:** meghatározott mértékű kamatra jogosítja fel a részvényest a névérték után.

**Visszaváltható részvény:** olyan részvény, mely az alapszabályban rögzített feltételek szerint a vállalatot vételi jog, a részvényest pedig eladási jog illeti meg (Juhász & Szöllősi, 2013, old.: 63).

A dolgozói részvények kapcsán szeretném megemlíteni, hogy a munkavállalók motiválásában és megtartásában ez egy jól használható eszköz. Ennek egy lehetséges módja a

Munkavállalói Résztulajdonosi Program, melyet törvény szabályoz, és kedvező adózásával igen kedvelt a munkáltatók körében. Az MRP sajátja, hogy az értékpapír nem közvetlenül a munkavállaló nevére kerül, hanem az e célból létrehozott ernyőszervezet kapja. Az MRP-ben résztvevő alkalmazottak a javadalmazási politika alapján fognak a szervezettől jövedelemhez jutni, mértékét általában valamilyen gazdasági teljesítményhez kötik. Előnye, hogy csak SZJA-t kell utána fizetni, mentesül a különböző járulékkerhek alól (Kristóf, 2019).

A **részvényesek** azok a szereplők, akik a kibocsátott részvényekből adott mennyiségben vásárolnak. Ők azok, akik mint befektetők vannak jelen, az elvárásuk az, hogy a befektetett összeg a jövőben megtérüljön. Mivel a részvény egy olyan értékpapír, amely részesedést testesít meg, emiatt a későbbi fejezetekben előfordul, hogy a részvényesekre tulajdonosokként hivatkozom. Alapvetően kétfajta részvényest különböztetünk meg. A nagyrészvényes az, aki a részvények akkora hányadával rendelkezik, hogy befolyásolhatja a vállalat működését, a döntéseket. Ezzel szemben a kisméretű részvényes túl kevés részvénnyel rendelkezik ehhez, ilyenfajta ráhatása nincs a részvénytársaságra.

A részvényesek háromféleképpen szerezhettek jövedelmet. Először is kaphat osztalékot a részvényei után. A készpénzosztalék az, amikor a vállalat eredményének egy részét kifizeti a részvényesek részére, a tulajdoni hányadnak megfelelő arányban. Ennek léteznek alternatívái, amiket egy későbbi fejezetben mutatok be. Származhat bevétele részvényeladásból, tehát a részvényes az értékpapírját értékesítheti akár egy új fél, akár egy már addig is részvényes számára. Továbbá szerezhettek jövedelmet a vállalat felszámolásakor, de ezzel az esettel nem foglalkozom dolgozatomban.

## *1.2. Az osztalékpolitika*

Az alapfogalmak ismertetése után igyekszem meghatározni azt, hogy mit is értünk osztalékpolitika alatt. Szeretném megjegyezni, hogy a szakirodalomban igen sok megközelítés ismert, dolgozatomban nem törekszem valamennyi bemutatására. A későbbi vizsgálataimhoz szükséges meghatározásra szűkítem a definíciót.

Az osztalékpolitika a vállalati döntés az adózás utáni eredmény felosztásának mértékéről, azaz, hogy a vállalat ennek mekkora részét fizesse ki a részvényeseknek, mint osztalék, és mekkora része maradjon a vállalatnál. Ez a megközelítés feltételezi, hogy a jövőre vonatkozó osztalékpolitikai döntéseket úgy hozzuk meg, hogy a beruházásokról és a finanszírozásokról már megszületett a döntés (Fazekas, 2009, old.: 18).

Az osztalékpolitika tágabb értelmezése az, amikor beleértik a részvényesek és a vállalat közötti összes pénzmozgást. Ekkor a részvényesek előtt két választási lehetőség szerepel: Vagy elhalasztják az osztalékfizetést, és ezzel magasabb lesz az egy részvényre jutó vállalati érték, vagy az osztalék kifizetését választják (Fazekas, 2009, old.: 19).

A közgazdászok már régóta vizsgálják, hogy az osztalékpolitika helyes megválasztásával lehetséges-e többletértéket előállítani a részvényesek számára. A leggyakrabban hivatkozott alaptétel Modigliani és Miller 1961-ben publikált tanulmánya, amely az osztalékpolitika irrelevanciáját állapította meg. Matematikai úton bizonyították, hogy tökéletes piacon az osztalékpolitika nem teremt többletértéket. Azonban tudjuk, hogy a piacaink nem tökéletesek, így a vállalatok osztalékpolitikájának leírásáról sok későbbi tanulmány és vizsgálat született (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 782).

Az idő folyamán megjelentek különféle irányzatok, melyek más-más megközelítést javasolnak, a következő fejezetben ezeket mutatom be.

### *1.3. Osztalékpolitikai irányzatok*

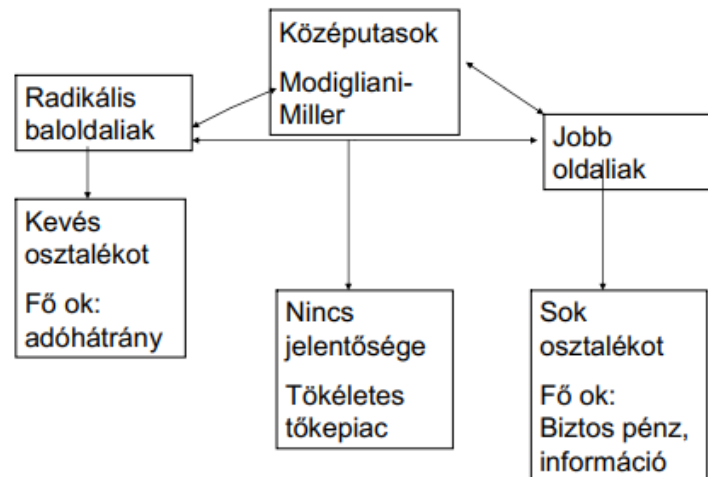
#### *1.3.1. A JOBBOLDAL–BALOLDAL–KÖZÉPUTAS CSOPORTOSÍTÁS*

Az 1950-es években az az elgondolás volt a jellemző, miszerint minél magasabb a fizetett osztalék, annál jobb. Ekkoriban sokkal nehezebben jutottak a befektetők információhoz a vállalatról. Annak teljesítményéről az osztalékfizetésen keresztül kaphattak egyértelmű és biztos visszajelzést, végeredményben tehát a magasabb osztalék áremelő hatású volt. Ezt a fajta megközelítést nevezzük jobboldali irányzatnak (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 783).

Az 1960-as évek végi Amerikában azonban megjelent az ezzel ellentétes gondolkodású baloldal irányzat. Ők azt hirdették, hogy éppen ellenkezőleg, az osztalékfizetést minimalizálni kell, és az eredményt arra kell fordítani, hogy a részvényárfolyam emelkedjen. Ennek oka az adózásbeli különbség, hiszen az árfolyamnyereség és az osztalék nem azonos módon adózott. Az osztalék sávos, progresszív adózási kategóriába esett. A befektetők, tehát jellemzően a magasabb jövedelműek adókulcsa így általában meghaladta az árfolyamnyereség adókulcsát (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 784).

A jobboldal és a baloldal két szélsősége között vannak a középutások. Ezen irány lényege, hogy a Modigliani–Miller féle feltételek a valóságban ugyan nem teljesülnek, azonban a nem ideális helyzethez a befektetők már alkalmazkodtak. Mivel különböző osztalékpolitikát követő vállalatok részvényeiből válogathatnak, így a saját preferenciájuk alapján azokat választják,

melyek nekik megfelelnek, és itt figyelembe veszik az adózási szempontokat is. Így kialakul egy egyensúlyi helyzet a piacon, és ha egy vállalat változtat az osztalékpolitikáján, akkor azzal nem többletértéket fog teremteni, hanem csak a befektetői körét változtatja meg. Ezáltal fog teljesülni a Modigliani–Miller féle osztalékirrelevancia (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 785).



1. ábra: A klasszikus irányzatok

Forrás: Fazekas G., 2009, 36. old

### 1.3.2. OSZTALÉKPOLITIKAI MODELLEK

Az ötvenes években uralkodó jobboldali állásponttal szemben egy új megközelítést hozott létre John Lintner, aki vállalatvezetőkkel készített interjúk segítségével igyekezett megállapítani az ideális osztalékpolitikát. Fő következtetése az volt, hogy a részvényesek a legjobban a stabil osztalékpolitikát értékelik. Fontos számukra a kiszámíthatóság, illetve megállapította, hogy az osztalék csökkentése nagyobb negatív megítélést kelt, mint az osztalék emelésének pozitív hatása. Ez röviden azt jelenti, hogy az osztalékok lefelé rugalmatlanok. Ezek alapján tehát az osztalékfizetési hányadot nem célszerű rögzíteni, hanem az átlagos eredményhez képest rosszabb években érdemes növelni, az átlagosnál jobb években pedig csökkenteni. A Lintner által megfigyelt tapasztalati modell matematikai képlete **Lintner-modell**ként lett ismert.

$$\Delta \text{DIV}_t = \alpha * (b * \text{EPS}_t - \text{DIV}_{t-1})$$

ahol:

$\Delta \text{DIV}_t$ :  $\text{DIV}_t - \text{DIV}_{t-1}$ , azaz az előző évi osztalékhoz képest a tárgyévi osztalékkorrekció szükséges nagysága

b: osztalék-kifizetési hányad, a t. évre:  $b_t = \text{EPS}_t / \text{DIV}_t$

$\alpha$ : korrekciós tényező, másképpen az osztalékpolitika kiegyensúlyozásáért felelős tényező, értéke 0 és 1 közötti:

$\alpha = 0$  esetében teljes kiegyenlítés történik, azaz minden évben ugyanannyit fizetnek, mint az előző évben, és így az osztalék szintje minden évben állandó marad.

$\alpha = 1$  esetében egyáltalán nincs kiegyenlítés, azaz minden évben pontosan a megcélzott osztalékfizetési hányadot fizeti ki a vállalat, az osztalék az eredménnyel együtt ingadozik.

A Lintner-modell következtetéseit az 1970-es évektől a jelzés-elmélet fejlesztette tovább (Fazekas, 2009, old.: 28).

Szintén az ötvenes évek uralkodó osztalékpolitikájának kritikusa volt M. J. Gordon, aki az osztalékpolitikai viták egy fontos alakja. A modellje szerint, ha a vállalat új részvényeket nem bocsát ki, illetve fenntartja az eladósodottsági arányt, akkor az ideális osztalékpolitikát a beruházási lehetőségek határozzák meg. Ha a tőkeköltségnél alacsonyabb az új lehetséges befektetések várható hozama, akkor az osztalékfizetés a helyes döntés, ellenkező esetben viszont az eredményt a vállalatnál érdemesebb tartani. Gordon másik megállapítása szerint a vállalatnak akkor is érdemes osztalékot fizetnie, ha a tőkeköltség és a várható hozam megegyezik. Ezt a készpénzosztalék biztosságával indokolja. Gordon elmélete a későbbi információs aszimmetriára épülő modelleknek is ösztönzést adott (Fazekas, 2009, old.: 29).

Az Amazon részvénye 1997 májusáról 1999 decemberére 6000 százalékkal nőtt, azonban egy év múlva 90 százalékot esett. Az ekkora mértékű változás ritka, de a példa jól mutatja a részvénybe történő befektetés kockázatosságát. A befektetőknél a kockázatvállalás abban az esetben jellemző, ha a befektetés emellett magasabb hozamot is kínál. Ez felveti a kérdést, hogy mi a kockázat és a várható hozam kapcsolata (Bartha, 2005, old.: 139).

Egy fontos kérdés a befektetők számára, hogy vajon a magasabb osztalékhozamú részvények magasabb kockázati szintet jelentenek-e. Kockázatosnak akkor nevezünk egy döntést, ha az egyes kimenetekhez valószínűséget tudunk rendelni, azaz leírhatjuk a valószínűség-számítás eszközeivel. Ha ilyen információink nincsenek, akkor bizonytalanságról beszélünk. A kockázatokat a **CAPM-modell** segítségével tudjuk figyelembe venni részvény hozamának megállapításakor (Fazekas, 2009, old.: 66).

A részvény elvárt hozama =  $r_f + \beta (r_m - r_f)$

$r_m$ : piaci hozam

$r_f$ : kockázatmentes kamatláb

$r_m - r_f$ : piaci kockázati prémium

$\beta$ : A piaci mozgásokra való érzékenység mértéke. Ha egynél nagyobb bétájú a részvény, akkor az az átlagosnál érzékenyebb a piac mozgásaira. Egynél kisebb béta esetén az átlagosnál kevésbé érzékeny. Meghatározására a legkézenfekvőbb megoldás, ha megvizsgáljuk a múltban a részvényárfolyam és a piac mozgásait. Értéke megadja, hogy a piaci indexben történő 1%-os változás esetén mennyit változott a részvény árfolyama.

A modell felhasználásával bizonyították, hogy a jelentős osztalékhozamú részvények tipikusan az alacsonyabb bétájú részvények közül kerülnek ki, ami azt jelenti, hogy a kevésbé ciklusérzékeny vállalatok nagyobb osztalékot fizetnek, a magasabb bétájú társaságok pedig a növekedésre koncentrálnak (Fazekas, 2009, old.: 66).

### *1.3.3. AZ OSZTALÉK INFORMÁCIÓTARTALMÁN ALAPULÓ CSOPORTOSÍTÁS*

A jobboldali irányzat bemutatásakor szóba került a befektetők informáltsága. Ez egy olyan aspektus, melyet megéri részletesebben megvizsgálni.

A **teljes informáltság** esetén azt feltételezzük, hogy a tulajdonosok minden fontos információval rendelkeznek. Az osztaléknak ebben az esetben nincs információhordozó szerepe, az eltérő osztalékpolitikák az eltérő költségek (adó, tranzakciós költségek stb.) és a részvényesi igények miatt alakulnak ki (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 787).

Az **aszimmetrikus információs modell**ben szerepelnek egyrészt a vállalatvezetők, akik minden fontos információ birtokában lényegesen többet tudnak a vállalat teljesítményéről, jövőbeli lehetőségeiről, mint a modell másik szereplői, a részvényesek. Ezek a belső információk sokszor nehezen megszerezhetők vagy homályosak. Az osztalékfizetés azonban egy világos, egyértelmű jelzés a vezetők részéről a részvényesek felé. Azt üzeni a pénzáram, hogy a menedzsment jól végzi a munkáját, kedvezőek a vállalat eredményei és jövőbeli lehetőségei. Ross S. A. 1977-ben publikált, Lintner munkáján alapuló elmélete, az úgynevezett **jelzéselmélet** szerint a befektetők nem a kifizetett osztalék nagyságát, hanem csak a változását kísérik figyelemmel. Érdekes megállapítása továbbá, hogy az osztalék csökkenésének nagyobb a negatív hatása, mint az emelés pozitív hatása. Emiatt tehát a vállalatoknak csak akkor érdemes emelni az osztalékon, ha bíznak benne, hogy ezt a jövőben is tartani tudják (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 787-788).

Egy másik megközelítés is létezik, mely a nagyrészvényesek és a kisméretű részvényesek közötti informáltságbeli különbséget vizsgálja. A nagytulajdonos egyrészt rendelkezhet a vállalatvezetők megválasztásának jogával, másrészt mivel több befektetése múlik a vállalaton, így az információk megszerzésére is nagyobb hangsúlyt fektet. Ezek következtében a

nagyrésztvényesek informáltsága magasabb. Végeredményben ebből az következik, hogy a koncentrált tulajdonosi háttérrel rendelkező vállalatoknál magasabb az informáltság szintje, így az osztalékfizetés jelzeshordozó szerepe háttérbe szorul (Fazekas & Kosárka, Osztalékpolitikai elméletek, 2008).

Az aszimmetrikus informáltság vizsgálatából fejlődött ki az **ügynökelmélet**. Ennek középpontjában a megbízó és a megbízott (másik szóval az ügynök) viszonya áll. Az elmélet az ő kapcsolatukat és betöltött szerepeiket vizsgálja. A megbízó egy szerződés keretein belül a megbízottat feladatokkal és döntésmeghozatali jogokkal látja el, amiért cserébe ellenszolgáltatás illeti (Czakó, 2011, old.: 169).

A két fél magatartása a haszonmaximalizáláson alapszik. A megbízó és a megbízott is igyekszik saját érdekét a lehető leginkább érvényesíteni, ezek azonban nem esnek egybe. Az elmélet vizsgálja az aszimmetrikus informáltság jelenségét is. Az ügynök speciális tudással rendelkezik, olyan információi vannak, melyekkel a megbízó nem rendelkezik, így előállhat az az eset, amikor a saját érdekében, és nem a megbízó érdekében fog tevékenykedni. A modell klasszikus gyakorlati példája a részvénytársaságok működése, ahol a megbízó a részvényesek együttese, a megbízott pedig a menedzsment (Czakó, 2011, old.: 170).

Ha egy vállalat jól teljesít, és magas eredményt ér el, akkor nagyobb pénzmennyiség felett rendelkezik. Az úgynevezett **szabad pénzáram-hipotézis** szerint a jelentős szabad pénzáramlások felelőtlen költsékezesekre is csábíthatják a menedzsmentet. Olyan beruházások megvalósítására, melyek kockázatosak vagy alacsonyabb megtérésűek, viszont számukra presztízsnyeréssel, hatalmuk erősítésével járnak. Ezen felül használhatják a nyereséget olyan extra juttatásokra is, melyek nem a vállalatot, hanem saját kényelmüket szolgálják. Ennek a kivédésére az elmélet szerint egy egyszerű és olcsó megoldás az osztalék emelése. Segítségével a vállalatvezetők által elkölthető pénzmennyiség csökken, valamint nő a tulajdonosok kontrollja a menedzsment felett (Fazekas, 2009, old.: 44-45).

Ahhoz, hogy a vállalatvezetők megfelelően tevékenykedjenek a részvényesek érdekeiért, fontos a megfelelő motiváció elérése. Tegyük fel, hogy egy vezető fix havi bérért dolgozik, bónuszok nélkül. Egy felelősségteljes vezetés sok erőfeszítést és összpontosítást igényel, azonban ha a jobb eredményekért továbbra is ugyanazt a jövedelmet kapja a vezető, akkor ez a kisebb erőfeszítésre motiválja. Előfordulhat, hogy nem pénzbeli juttatásokkal fogja kompenzálni a bónusz hiányát, pl. luxushotelekbe szervezett eseményekkel, stb. Alapvetően kétféle módon lehet csökkenteni ezek kockázatát. A vezető nyomon követése, illetve a teljesítmény mérése és jutalmazása (Bartha, 2005, old.: 289-290).

A monitoring időbe és pénzbe kerül, bevezetés majdnem mindig kifizető, viszont egy adott határon túl már nem éri meg az extra ráfordítást (a határhaszon elv szerint). A részvényesek a monitoring tevékenységgel jellemzően az igazgatótanácsot bízzák meg. Tagjai rendszeresen értekeznek a felsővezetéssel, informálódnak a lehetőségekről és a döntésekről. Lehetőségük van független könyvvizsgáló céget is megbízniuk azzal, hogy auditálják a pénzügyi kimutatásokat. Ezeknek akkor van igazán jelentősége, amikor sok kisrészvényes van jelen, akik nem tudják alaposan szemmel tartani a felsővezetést. Ha van egy meghatározó nagyrészvényes, az általában alaposan odafigyel a menedzsmentre (Bartha, 2005, old.: 290).

A vezetők jutalmazása majdnem mindig a teljesítményükön alapul. Ezzel az a probléma, hogy egy projekt sikere sok tényezőn múlik, nem csak a vezető döntéseitől. Az olyan tevékenységek esetén, ahol a vezetőknek csak kicsi hatásuk van a cég jövedelmére, ott érdemes nagyrészt fix jövedelmet biztosítani, és aránylag kicsi bónuszt. Azonban például egy befektetési szolgáltató esetén a jövedelem nagy részét bónuszokban vagy részvényopciókban érdemes adni. A legtöbb vezérigazgatónak van részvénye az általa vezetett cégben, így ha rosszul teljesít a vállalat, akkor a saját pénzükből is veszítenek (Bartha, 2005, old.: 291).

A valóságban a már említett tényezők együttesen sem képesek mindig megmagyarázni egy-egy vállalat osztalékpolitikai döntéseit. A vállalatokat és a részvényeseket a gazdasági racionalitás, a vagyonmaximalizálás mellett más tényezők is befolyásolják. Ekkor jönnek szóba a **viselkedéstani modellek**. Ezek arra utalnak, hogy az egyes szereplők döntéseik meghozatalakor bizonyos viselkedési normákat is követnek, és a szokások követése megjelenik az osztalékpolitikai döntésekben is (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 790).

A pénzügyi viselkedéstan eredményei azt mutatták ki, hogy a befektetők a tőkenyereséget és a készpénzosztalékot külön mentális számlán vezetik, és ezek alakulását szintén külön értékelik. Másképp ítélik meg őket, amikor személyes fogyasztást szeretnének finanszírozni. A befektető ugyanis aggódik, ha a fogyasztását értékpapír értékesítésével (azaz árfolyamnyereségből) finanszírozza. Ekkor úgy érzi, hogy feléli megtakarítását. Nagy (2007) azt is leírja, hogy a befektetőknél a részvényeladás szorongást okoz. Ha eladják értékpapírjukat, azaz jövedelmet az árfolyamnyereség realizálásával szereznek, majd ezután nő a részvényárfolyam, akkor megbánják az értékesítést. Ha azonban osztalékot kapnak, akkor ettől nem kell tartaniuk. Ebből kifolyólag a tőkenyereség és a készpénzosztalék egymásnak nem tökéletes helyettesítői. A megbánástól való félelem miatt az osztalék a preferáltabb jövedelem (Nagy, 2007, old.: 633).

Egy másik fontos aspektus a bizonytalanság. Az átlagos befektető nem tudja megítélni az egyes kimenetek valószínűségét, nem tud azokhoz együtthatókat rendelni. Így a



kockázatvállalás helyett inkább a bizonytalanság szó az, ami leírja helyzetüket. Ebben a helyzetben az osztalékfizetés, mint egy gazdaságszociológiai következmény jelenik meg, hiszen egy biztos készpénzáramot jelent a befektetők számára. A menedzserek engedni szoktak az osztalékfizetést kívánó részvényesi akaratnak, részben a hagyomány, részben pedig a részvényesek megnyugtatása miatt (Nagy, 2007, old.: 632).

#### *1.4. Az osztalék és árfolyamnyereség adózása Magyarországon*

Ha részvényt vásároltunk, akkor abból kétféleképpen szerezhethünk jövedelmet: osztalék és árfolyamnyereség formájában. Mindkettő elkülönülten adózó jövedelemnek számít, ezek után természetesen adót kell fizetni. A személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. Törvény 66. § alapján osztalékból származó jövedelemnek minősül:

- a) osztalék
  - aa) számviteli szabályok szerint osztalékként meghatározott jövedelem
  - ab) a kamatozó részvény utáni kamat
  - ac) külföldi állam joga szerint osztaléknak minősülő jövedelem
  - ad) Az alternatív befektetési alap által kibocsátott befektetési jegy hozama
  - af) a kisadózó vállalkozás kisadózóként be nem jelentett tagja részére a társaság nyereségéből való részesedésként kifizetett összeg;
  - ag) a közhasznúnak nem minősülő alapítvány által az alapítványi vagyon hozamainak terhére a kedvezményezett magánszemély részére juttatott vagyoni érték;
- b) osztalékkelőleg (az adóévi várható osztaléokra tekintettel az adóévben kapott bevétel)

Az osztalékot terhelő személyi jövedelemadó mértéke 15%.

A részvényeladásból származó árfolyamnyereségről a személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. Törvény 67. § nyilatkozik. „Árfolyamnyereségből származó jövedelem az értékpapír átruházása (ide nem értve a kölcsönbe adást) ellenében megszerzett bevételnek az a része, amely meghaladja az értékpapír megszerzésére fordított érték és az értékpapírhoz kapcsolódó járulékos költségek együttes összegét.” Az adó mértéke itt is 15%.

A szociális hozzájárulási adóról szóló 2018. évi LII. Törvény (Szocho tv.) 1. § (5) bekezdése alapján ezen jövedelmek esetén magánszemélyeknek szociális hozzájárulási adókötelezettsége (SZOCHO) van, ennek mértéke 17,5%. Ezt az adót addig kell fizetni, amíg az összevont adóalap el nem éri a felső határt, ami a minimálbér 24-szerese. Az összevont

adóalapba tartozik a magánszemély munkabére, illetve a Szochó tv. 1. § (5) bekezdés a)-e) pontjaiban felsorolt elkülönülten adózó jövedelmek:

- vállalkozásból kivont jövedelem
- értékpapír-kölcsönzésből származó jövedelem
- osztalék
- vállalkozói osztalékalap
- árfolyamnyereségből származó jövedelem
- külföldi illetőségű előadóművész e tevékenységből származó jövedelme

A SZOCHO fizetési kötelezettsége alól azonban bizonyos értékpapírok mentességet élveznek. Nem kell szociális hozzájárulási adót fizetni, ha a magánszemély az Európai Gazdasági Térség (EGT) bármely tagállamában működő, szabályozott piacon tőzsdére bevezetett értékpapírra fizetett, az adott tagállam jogszabályai szerint osztaléknak minősülő hozam után. Pl. a budapesti vagy a párizsi tőzsdén forgalmazott részvények esetében az osztalék mentesül a SZOCHO kötelezettség alól, de az amerikai részvények nem ([www.nav.gov.hu](http://www.nav.gov.hu)).

### *1.5. Az osztalék szerepe a részvényértékelésben*

Az értékelés összefüggéseinek megértéséhez szükségem van néhány alapfogalom tisztázására. Az első ezek közül a pénz időértéke, ami arra utal, hogy a pénz értéke függ az időtől. Ez a pénzügy egyik alaptétele. Az egy év múlva kapott adott pénzösszeg nem ér ugyanannyit, mintha azt ma kapnám meg. Ennek oka, hogy a pénz befektethető, kamatoztatható. Egy jövőbeli pénzmenyiség mai értékét meg tudjuk határozni, ennek a neve jelenérték, amit diszkontálás segítségével (a diszkonttényezővel való szorzással) kaphatunk meg:

$$PV = \frac{C}{(1 + r)^t}$$

PV: jelenérték

C: jövőben kapott összeg

r: befektetők által elvárt hozam

t: időperiódusok száma

Ez a képlet használható befektetések értékelésekor is. A befektetésünkből származó, jövőbeli várt bevételeket a piacon lévő más, hasonló befektetés által ígért hozammal diszkontáljuk. Ha például ez az ígért hozam évi 7%, akkor az egy év múlva várható pénzösszeget el kell osztanom

1,07-tel, hogy megkapjam a jelenértékét. A nettó jelenérték segít eldönteni, hogy egy adott befektetést megéri-e megvalósítani. Ennek képlete:

$$NPV = PV - A \text{ szükséges ráfordítás}$$

A nettó jelenérték szabály azt mondja ki, hogy valósítsuk meg azokat a befektetéseket, amelyeknek pozitív a nettó jelenértéke, azaz a jövőbeli pénzáramlások jelenértékeinek és a kezdeti befektetés értékének a különbsége pozitív (Bartha, 2005, old.: 107).

A részvényértékelési modellben hasonlóan járunk el, mint a jelenérték számításakor. Itt is számítunk a pénz időértékével, ezáltal a diszkontálás is megjelenik a képletekben, illetve megjelenik az osztalék és a részvény eladási ára, mint jövőbeli pénzáram. A képletek nem bonyolultak, az alapvető összefüggés szerint a részvény értékének meghatározásához a részvények várható pénzáramlásait kell a hasonló kockázatú befektetések hozamával diszkontálni. Az összefüggés különböző esetekre más képlet formájában jelenik meg, ezeket a következőkben röviden ismertetem.

Ha részvényt vásárolnánk egy évre, és kíváncsiak vagyunk, hogy mi lenne befektetésünk jelenértéke, hogy a nettó jelenérték segítségével eldönthessük, hogy megéri-e megvásárolnunk, akkor az alábbi összefüggéssel számolhatunk:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{(1+r)}$$

Ha a részvényt nem csupán egy, hanem N éven keresztül szeretnénk tartani, és csak utána eladni, valamint ismerjük a várható osztalékfizetéseket, akkor ebben az esetben az összefüggés a részvény mai elméleti árfolyamára:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Ha a részvényt nagyon hosszú távon való tartásra szánjuk, azaz nem kívánjuk az árfolyamnyereséget realizálni, akkor  $n \rightarrow \infty$ , azaz a képlet (Tasi, 2020):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Elsőbbségi típusú részvény esetén a tulajdonosok szabályos, időben állandó osztalékot kapnak. Az egy részvényre jutó osztalék konstans, ezt mindig kifizeti a vállalat, még nehezebb időkben is. Mivel az elsőbbségi részvények általában lejáratí idő nélküliek, ezért osztalék örökjáradékról beszélhetünk (Bélyácz, 2007, old.: 92). Ilyenkor a részvény elméleti értéke az alábbi:

$$P_0 = \frac{DIV}{r}$$

Tegyük fel, hogy közönséges részvényünk van, és van a kifizetett osztalékban egy  $g$  állandó növekedés, azaz a kifizetett osztalék mindig ugyanolyan ütemben növekedik. Ekkor az alábbi összefüggés érvényes (Gordon féle növekedési modell):

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

$DIV_1$  az első évi osztalék

$r \neq g$

Ha ezt az értékelési összefüggést egy adott részvénykibocsátás esetére akarjuk felhasználni, akkor becsülni kell a remélt jövőbeli  $g$  osztaléknövekedési rátát. Amennyiben úgy véljük, hogy az osztaléknövekedési tendencia valószínűleg folytatódik a jövőben is, akkor az elmúlt néhány év osztaléknövekedési rátája felhasználható a jövőbeli ráta becsléséhez. (Bélyácz, 2007, old.: 88)

Ha ez nem áll fenn, akkor a  $g$  becsléséhez további adatra van szükség. Egyrészt kell az EPS, ami az egy részvényre jutó osztalék, ez az adózott eredmény és a részvények számának hányadosa. Ebből megkapjuk az osztalékfizetési hányadot:

$$\frac{DIV}{EPS} = b$$

Másrészt kell a ROE, ami a sajáttőke-arányos nyereség.

$$ROE = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Saját tőke}}$$

Ezekből tehát a  $g$  becsült értéke, ha a ROE és  $b$  értéke hosszabb távon stabil (Tasi, 2020):

$$g = ROE \times (1 - b)$$

Fontos azonban megjegyezni, hogy az értékpapírok piaci árfolyamai alapvetően megjósolhatatlanok. A jelenérték módszer nem ajánlatott a részvények befektetési célú értékelésére, ez a módszer inkább egy megközelítés, mely segíthet annak megértésében, hogy a különböző lehetőségek miért értékelődnek másképpen (Bartha, 2005, old.: 51).

### *1.6. Az osztalékfizetés alternatívái*

Az készpénzosztaléknak (angolul cash dividend) három alternatívája ismert: a részvény-visszavásárlás, a részvényosztalék fizetése és valamilyen egyéb, pl. természeti juttatás, melynek mára azonban már nagyon kis jelentőséggel bír, ezért dolgozatomban ezzel nem kívánok foglalkozni.

A részvény-visszavásárlás az a jelenség, amikor a vállalat a saját részvényeiből vásárol be a piacon. A lehetőségét Amerikában a 80-as évektől kezdve egyre gyakrabban választották. Erre leginkább az adóminimalizálás készítette a vállalatokat. Ekkor a részvényesek ugyanúgy készpénzhez jutottak, mint osztalékfizetéskor, azonban ilyen úton a részvényeseknek nem kellett a magasabb kulcsú osztalékadót fizetniük, hanem az alacsonyabb mértékű árfolyamnyereség-adót. Ezzel természetesen az amerikai adóhatóság is tisztában volt, így a részvényvisszavásárlásokat ellenőrzik. Vizsgálják, hogy rendszeres-e a részvény-visszavásárlás gyakorlata, és hogy a vállalat ajánlata a visszavásárlásra a tulajdoni hányad szerinti részvénytartalomra vonatkozik-e (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 802).

A részvény-visszavásárlás is hordoz információt. Egyfajta jelzés, mely hasonlóan az osztalékfizetéshez pozitív üzenetet jelent. Ha a menedzsment az információi alapján úgy gondolja, hogy a részvényük alulértékelt, akkor inkább választják ezt a gyakorlatot (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 802).

A részvény-visszavásárlás és a készpénzosztalék között van egy fontos különbség. Míg az osztalékként kifizetett pénzáramokkal szemben a részvényeseknek vannak elvárásaik, és ennek stabilitását fontosnak tartják, addig a visszavásárlásokkal szemben ilyen követelményeket nem támasztanak. A vállalatok tehát nagyobb mozgástérrel rendelkeznek ebben a gyakorlatban, és ez a statisztikában is kimutatható, ugyanis nagyobb volatilitást mutat az osztalékfizetésnél (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 802).

Részvényosztalék fizetésekor nem történik pénzmozgás, a vállalat a készpénz helyett többletrészvényhez juttatja a részvényeseit. Ezzel új forrásokat nem von be, csupán a saját tőkéjének szerkezetét változtatja meg úgy, hogy annak összértéke nem változik. A részvényosztalékkal szemben van egyfajta ellenérzés. Barker 1958-as elemzése szerint a vállalatok akkor alkalmazzák ezt a gyakorlatot, amikor a pénztartalékuk nem teszi lehetővé az osztalékfizetést, mégis szeretnének nyújtani valamit a részvényeseiknek. Ez azonban egy negatív üzenetet hordoz magában (Fazekas & Kosárka, 2008, old.: 801).

Ezek alapján tehát megállapítható, hogy az osztalékfizetés két bemutatott alternatívája közül a részvény-visszavásárlás a kedvezőbb gyakorlat.

## *1.7. Iparági és vállalat-specifikus tényezők hatásai*

Az 1960-as évek végétől tesztekkel azt próbálták többen is bebizonyítani, hogy a különböző ágazatokban a vállalatok különböző osztalékpolitikát folytatnak. Hogy az ágazatok között miért lehet különbség, arra több tényező is hatással lehet.

Először is a termékek életútja hasonló egy iparágon belül. A növekedési szakaszban lévő, növekedési lehetőségekkel bíró cégek nagyobb eséllyel választják az osztalék visszatartását, hiszen nekik nagyobb valószínűséggel lesz szükségük plusz forrásokra, és a belső forrás olcsóbb és rugalmasabb. Az érettségi szakaszban lévő vállalat nagyobb hajlandóságot mutat a magasabb szintű osztalékfizetésre.

Ezzel összefüggő jelenség a vállalatok bétája, melyet az 1.3.2 fejezetben mutattam be. Az érett vállalatok bétája jellemzően 1 körüli értéket mutat, míg a növekvő vállalatok piaci kockázatot hordoznak. A tesztek azt mutatták, hogy a magasabb béta alacsonyabb osztalékfizetéssel járt együtt. A CAPM-modell alapján ez azt jelenti, hogy a magasabb jövedelmezőségű vállalatok voltak azok, melyek kevesebb osztalékot fizettek.

Egy másik tényező, ami az iparágon belül igen hasonló, az az eszközök likviditása. Egyes iparágakban speciális eszközökre van szükség, melyek akár igen nagy értékűek is lehetnek. Ilyen lehet pl. egy különleges hűtőrendszer. Az ilyen eszközöknek rossz a likviditása, az esetleges finanszírozási nehézségeket nem lehet velük az eszköz oldalon kezelni. Az ilyen eszközökkel rendelkező vállalatok óvatosabb, konzervatívabb forráspolitikát fognak folytatni.

Az eladósodottság szintén kihat az osztalékfizetésre. Egy eladósodott vállalatnak megnehezedik a lehetősége külső forráshoz jutni, emiatt a belső források felértékelődnek, ami az osztalékfizetés korlátozásával járhat.

Az utolsó tényező, amit meg szeretnék említeni, az a mások utánzására való hajlam. Gyakori emberi viselkedés, hogy amikor bizonytalanok vagyunk, akkor másokat követünk, utánzunk. Ezzel úgy érezzük, hogy kisebb kockázatot vállalunk. Ez a jelenség megfigyelhető a befektetések terén is, ahol a befektetők egy vállalatot jellemzően annak versenytársaival hasonlítanak össze, és figyelik az ottani megszokottól való eltéréseket. Ennek következtében a vezetés is figyelemmel követi, hogy a többi vállalat milyen osztalékfizetési rátát határoz meg (Fazekas, 2009, old.: 51-52).

## *1.8. Magyarországi vizsgálatok és eredményeik*

A kutatásom részeként megvizsgáltam, hogy a magyar vállalatok osztalékpolitikáját tekintve milyen vizsgálatokat folytattak már hazánkban, valamint ezek alapján milyen megállapításokat tettek. Ebben a fejezetben ezeket mutatom be.

Úgy találtam, hogy az osztalékpolitikán belül ágazati vizsgálatokkal többen is foglalkoztak már a múltban. Magyarországon az első ilyen vizsgálatot Nagy (2006) végezte. 2003 és 2006 között öt iparág adatait dolgozta fel, az osztalékfizetési rátákat hasonlította össze. Úgy találta, hogy jelentős a különbség az egyes ágazatok között. Azonban az öt iparágat összesen csupán nyolc vállalat reprezentálta, mintája elemszáma túl kevés ahhoz, hogy messzemenő következtetéseket lehessen levonni (Dolog, Fazekas Gergely, & Karacs Katalin, 2009, old.: 14).

Karacs azt vizsgálta meg, hogy a vállalatok osztalékfizetési rátája iparáganként eltér-e, és hogy az az iparágon belüli vállalatoknál azonos-e. Ő már nagyobb elemszámú mintát alkalmazott. Mintájában 35 vállalat szerepelt, ezek 16 ágazatból származtak. A vizsgált időszak a 2000 és 2006 közötti időtartam. Varianciaanalízis segítségével megállapította, hogy ez egyes ágazati átlagok között jelentős a különbség. Az ágazatok homogenitása terén azonban nem volt egységes az eredmény. Bizonyos ágazatok, úgymint a bankszektor, a portfóliókezelés, vagyonkezelés, gépgyártás és a vegyipar volt számításai szerint homogén a tizenkét vizsgált ágazat közül (Dolog, Fazekas Gergely, & Karacs Katalin, 2009, old.: 14-15).

Dolog, Fazekas és Karacs 2009-es munkájukban hasonló vizsgálatokat folytattak. Mintájukban 18 magyar vállalat szerepelt, melyek 6 ágazatból kerültek ki. Adataik 1996 és 2006 közöttiek, erre az időszakra vizsgálták, hogy azonos-e az ágazaton belül az osztalékpolitika, illetve az ágazatba tartozásuk kihat-e az osztalékpolitikájukra. A tesztelést varianciaanalízissel végezték, a vizsgált vállalatokat pedig az alábbi iparági kategóriákba rendezték:

- bankszektor
- élelmiszeripar
- gyógyszeripar
- IT és elektronika
- vegyipar és kőolajipar
- villamosenergia-ipar

Eredményül azt kapták, hogy nem teljesül az, hogy az egyes ágazatok hasonló osztalékpolitikát folytatnának. A szakirodalomban szereplő egyöntetű vélemény, mely szerint

azon ágazatokban magasabb az osztalékfizetési ráta, ahol korlátozottak a növekedési lehetőségek, nem érvényesül. Az osztalékfizetési ráta függetlennek adódott a tárgyévi jövedelmezőségtől és a növekedési rátától is. Valószínűsítik, hogy a 11 év által felölelt időszak tartalmaz növekedési és recessziós szakaszt is, ami szintén befolyásolja a számításaik eredményeit. Azt is feltételezik, hogy nem azon vállalatok fizetnek magasabb osztalékot, melyek a szakirodalom szerint ekkor járnának el racionálisan, hanem azok, melyek aktuális és várható jövedelmezőségük alapján ezt megengedhetik (Dolog, Fazekas Gergely, & Karacs Katalin, 2009, old.: 27).

Szemán 2014-ben szintén ágazati vizsgálatokat végzett. Adatai 2002 és 2012 közöttiek voltak, melyeket a NAV honlapjáról gyűjtött úgy, hogy az egyedi vállalati adatok nem álltak rendelkezésére, csupán az összevont, ágazati számok (úgy mint mezőgazdaság, ipar, építőipar, kereskedelem, pénzügy és biztosítás). Szintén arra kereste a választ, hogy az osztalékfizetésre hatással van-e az ágazati hovatartozás. Számításai során arra jutott, hogy különbség van az egyes ágazatok között. A legalacsonyabb átlaggal a mezőgazdaság rendelkezett, azonban a sorrend további része már nem egyértelmű. A trendekben változást tapasztalt 2008-ban, a válság az addig követett osztalékpolitikát megváltoztatta, volatilisá tette. Arra a következtetésre jutott, hogy Magyarországon nem teljesül az, hogy a kis növekedési potenciálú vállalatok fizetnek magas osztalékot, a növekedési lehetőségekkel bírók pedig inkább a terjeszkedésre használnák elért eredményüket. Vizsgálta továbbá a jövedelmezőség és az osztalék kapcsolatát is. Általános megfigyelése a jövedelmezőség drasztikus csökkenése 2008 után, illetve hogy a legalacsonyabb jövedelmezőséggel a mezőgazdaság rendelkezik. A számításai eredménye az, hogy minél jövedelmezőbb egy cég, annál magasabb osztalékot fizet ki (Szemán, 2014, old.: 191).

Belovecz és Borszéki 2013-as cikkében egy igen érdekes jelenségre hívta fel a figyelmet. A magyar mezőgazdaságban egyszerre vannak jelen nagyüzemek és kisméretű vállalkozások, melyek a foglalkoztatottság és a szociális jelentőségük miatt fontosak. Vizsgálataik során megállapították, hogy a kisméretű gazdaságok az elért eredményüket szinte teljes egészében kifizetik osztalékként. A bérfizetés helyett inkább osztalék formájában veszik ki a jövedelmüket a vállalkozásból, ennek az oka pedig a kisebb adóteher. Egyértelműen tükrözik a számok, hogy összefüggés van a gazdálkodó terület és az osztalékfizetés aránya között. Minél nagyobb a gazdaság, annál inkább forgat vissza az elért eredményéből, annál inkább képes a beruházásokat önerőből fedezni (Belovecz & Borszéki, 2013, old.: 42-43).

Szalka és Katits 2018-ban szintén a magyar mezőgazdaságot vizsgálta, növekedési és pénzügyi lehetőségek tekintetében. Mintájukban az árbevétel alapján a top 5000 magyar



vállalkozás közül a mezőgazdasági ágazatba sorolhatók szerepeltek. Munkájukban a növekedési ráta egyik befolyásoló tényezőjeként említik a profitvisszatartási rátát, melyet a mérleg szerinti eredmény és a nettó profit hányadosaként számoltak. Kimutatták, hogy a magyar tulajdonú vállalkozások 1993 és 2014 között három év kivételével valamennyi évben az adózott eredményük egy részét, vagy a teljes egészét visszatartották, tehát nem vagy csak csekély mértékű osztalékot fizettek. A külföldi tulajdonú cégek hasonlóan jártak el, egy évben (2004-ben) azonban a profitot teljes egészében kifizették osztalékként (Szalka & Katits, 2018, old.: 35-36).

A megvizsgált kutatásokat összegezve azt a megállapítást tehetem, hogy a magyarországi vállalatok nem követik a tankönyvi példákat. Nem teljesül, hogy a nagyobb növekedési lehetőséggel bíró szektorokban lenne magasabb a profitvisszatartási ráta, ennek az ellenkezője adódott. Azok a vállalatok fizettek magasabb osztalékot, melyeknek erre lehetősége volt. Az eredmények azt mutatják, hogy az ágazati hovatartozás befolyásolja az osztalékfizetési döntéseket, azonban homogén osztalékpolitikáról nem beszélhetünk. Ennek számos különböző oka lehet, véleményem szerint a viszonylag fiatal kapitalista gazdaság lehet a háttérben, illetve az érzelmi befolyásolás alatt lévő befektetők.

## 2. OSZTALÉKPOLITIKA A GYAKORLATBAN

### 2.1. Célkitűzés

Azt a célt tűztem ki, hogy miután bemutattam a közgazdaságtan legfontosabb elméleti tudnivalóit az osztalékpolitikáról, megvizsgálom, hogy Magyarországon a gyakorlatban mely irányzatú osztalékpolitikát folytatnak vállalatok. A kutatásba bevont vállalatok listája nem teljeskörű. A vizsgált vállalatokon kívül vannak még Magyarországon bejegyzett nyilvánosan működő részvénytársaságok, a teljesség igénye nélkül gyűjtöttem össze a mintám elemeit. Szándékom tehát nem az, hogy a teljes magyar gazdaság osztalékpolitikáját bemutassam, hanem hogy az egyes választható politikára hazai példát mutassak be, valamint ezeket egymással össze is hasonlítsam.

Célom továbbá, hogy ahol lehetséges, ott az egy ágazatba tartozó vállalatokat olyan szemszögből is elemezzem, hogy van-e hasonlóság közöttük, illetve az ágazatokat egymással is összehasonlítom. Itt sem törekedtem arra, hogy valamennyi ágazatot bemutassak, és egy teljes, átfogó képet adjak, inkább csak azt a tételt szeretném megvizsgálni, mely szerint a választott osztalékpolitika függ az ágazati hovatartozástól is. A megállapításaim tehát itt sem lehetnek általános érvényűek a teljes magyar gazdaságra, azok a választott mintámon belül lesznek érvényesek.

### 2.2. A vizsgált vállalatok

A vizsgálataim le kellett határolnom idő és tárgy tekintetében is, hogy konzisztens adatokat tudjak egymással összehasonlítani. Irodalomkutatásom során több forrásom is a kétezres évek osztalékfizetéseit vizsgálta, azonban a 2010-es évekre egyik sem vonatkozott. Úgy döntöttem, hogy ezt az időszakot fogom elemezni, tehát a 2010-től 2019-ig tartó tíz éves időszakot. Természetesen a 2020-as gazdasági évre vonatkozó mérlegek és eredménykimutatások még nem elérhetők, emiatt erre az évre nem végeztem el számításokat.

A vizsgált vállalatokat tehát úgy választottam ki, hogy ezekben az években legyenek elérhetők a vállalat éves beszámolóit, Magyarországon bejegyzett és nagyméretű, ismert vállalat legyen, mely legalább egyszer fizetett osztalékot részvényeseinek a vizsgált időszakban. Ezen kritériumok alapján az alábbi vállalatok kerültek kiválasztásra:

1. 4iG Nyrt. (röviden 4iG)
2. ALTEO Nyrt. (röviden ALTEO)
3. ANY Biztonsági Nyomda Nyrt. (röviden ANY)
4. Appeninn Vagyonkezelő Holding Nyrt. (röviden Appeninn)
5. Budapesti Ingatlan Hasznosítási és Fejlesztési Nyrt. (röviden Budapesti Ing)
6. Budapesti Elektromos Művek Nyrt. (röviden ELMŰ)
7. CIG Pannónia Életbiztosító Nyrt. (röviden CIG Pannonia)
8. Észak-magyarországi Áramszolgáltató Nyrt. (röviden ÉMÁSZ)
9. Forrás Vagyonkezelési és Befektetési Nyrt. (röviden FORRÁS)
10. Kulcs-Soft Nyrt. (röviden Kulcs-Soft)
11. Magyar Telekom Távközlési Nyrt. (röviden M Telekom)
12. Masterplast Nyrt. (röviden Masterplast)
13. MOL Magyar Olaj és Gázipari Nyrt. (röviden MOL)
14. OTP Bank Nyrt. (röviden OTP)
15. RÁBA Járműipari Holding Nyrt. (röviden Rába)
16. Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt. (röviden Richter)

A listában szereplő valamennyi vállalatra elvégeztem számításaimat. Forrásként szolgáltak a kötelezően feltöltött éves beszámolók, a cégek saját honlapjai, valamint a Budapesti Értéktőzsde weboldala, mely sok hasznos információt tartalmaz.

### *2.3. Adatgyűjtés és számítások*

A vállalatok saját weboldalai nem tartalmazzak minden részletet, amire vizsgálataim elvégzéséhez szükségem van. Bár bizonyos vállalatok publikálnak adatokat a fizetett osztalékról, ez nem általános, és nem jelenítik meg tíz évre visszamenően. Továbbá az egyes gazdasági mutatószámok sem szerepelnek, így ezeket magam számítottam ki.

Először is minden vizsgált vállalat adószámát kikerestem, mely segítségével le tudtam kérdezni az E-beszámoló adatbázisából ([www.e-beszamolo.im.gov.hu](http://www.e-beszamolo.im.gov.hu)) a kötelező éves bevallásokat. Az eredménykimutatásokból az adózott eredményt, a mérlegből a saját tőkét gyűjtöttem ki, 2010-től 2019-ig bezárólag. Ennek a kettőnek a hányadosa adja meg a sajáttőke-arányos nyereséget.

Ezt követően a részvényenként fizetett osztalékot gyűjtöttem ki a vállalatok hivatalos közleményeinek és a Budapesti Értéktőzsde honlapjának ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)) segítségével, valamint azt is megvizsgáltam, hogy hány darab részvény volt forgalomban. Figyelembe vettem, ha valamelyik évben részvényfelosztás, azaz split történt. Ez az a jelenség, amikor úgy nő a vállalati részvények száma, hogy a jegyzett tőke változatlan marad, tehát a részvények névértéke lecsökken, a darabszámuk pedig nő (Bartha, 2005, old.: 1002). Az egy részvényre jutó adózott eredmény az EPS, amit magam számítottam ki. Az osztalékfizetési ráta ezután már az egy részvényre jutó osztalék és az EPS hányadosaként adódott. A profitvisszatartási ráta könnyen megkapható ezen mutató ismeretében, hiszen a kettő összege egyet kell, hogy adjon.

Szintén a BÉT adatbázisát használtam arra, hogy megtudjam az egyes részvények korábbi árfolyamát. Ennek segítségével meghatároztam egyrészt az osztalékhozamot. Ez a mutató a részvényre jutó osztalék és a részvény árfolyamának a hányadosa. Másrészt a P/E mutató értékét is kiszámoltam, mely a részvény árfolyamának és az EPS-nek a hányadosa. A továbbiakban ezen kigyűjtött adatok és kiszámított értékek alapján végzem vizsgálataim. A részletes táblázatok melléklet formájában a dolgozat végén elérhetők (Mellékletek).

#### *2.4. Vállalatok osztalékpolitikája*

Ebben a fejezetben bemutatom, hogy az általam megvizsgált vállalatok közül osztalékpolitika szempontjából milyen megállapítások tehetők. Természetesen nagyon hosszú lenne mind a 16 részvénytársaság részletes elemzése, azonban a nyilvánvaló példákat és az érdekesebb vállalatokat összegzem ebben a fejezetben.

Hiba lenne azt állítani, hogy az osztalékot fizető vállalatok mind egyértelműen besorolhatók a magas, közepes és alacsony osztalékot fizetők csoportjába. Vizsgálatomhoz azonban minden vállalathoz meghatároztam az átlagos osztalékfizetési rátát, majd ezen mutató segítségével a saját meglátásom szerint megtettem ezt a besorolást.

Az átlagos osztalékfizetési ráta számítását a következőképpen végeztem el: Egy adott évre az adózott eredmény és a részvények darabszáma, valamint a fizetett osztalék segítségével megkaptam az osztalékfizetési rátát. A tíz vizsgált évre a kapott eredményeket vállalatonként átlagoltam. Fontos megjegyezni, hogy több olyan vállalat is volt, ahol előfordult az a jelenség, hogy egy veszteséges év után is fizetett osztalékot a vállalat. Ez az adott évre negatív osztalékfizetési rátát okoz, ami torzító hatásként jelentkezik. Azokat az eseteket, amikor ilyen helyzet állt fenn, az átlagos osztalékfizetési ráta számításakor nem vettem figyelembe, a negatív

osztalékfizetési rátákat kiszűrtem. Szintén a torzító hatása miatt nem vettem figyelembe azokat az értékeket sem, melyek rendkívül magasak voltak. Ilyen a Telekom 2011-es éve, amikor 16,4005-nek adódott az osztalékfizetési ráta. Egy ilyen arány nyilvánvalóan nem fenntartható. Az eredményeket bemutató részletes táblázat szintén a mellékletben található (4. táblázat: Osztalékfizetési ráta összefoglaló táblázata).

Az alábbi táblázat tartalmazza a kiszámított értékeket. A kategóriákba soroláshoz szükségem volt határértékek megállapításához. Ehhez először is meghatároztam két statisztikai mutatót. Az értékek átlaga 0,3602, a medián 0,2396, a kettő közül végül a másodikat használtam fel. A magas osztalékfizetési rátájú vállalatok azok, ahol a ráta a medián kétszeresénél (0,4792) nagyobb, az alacsony osztalékfizetési rátájúak pedig azok, melyeknél a ráta a medián felénél (0,1198) kisebb. A besorolást az alábbi táblázat foglalja össze:

Vállalat	Átlagos osztalékfizetési ráta
Kulcs-Soft	1.0007
ÉMÁSZ	0.7894
ANY	0.7717
ELMŰ	0.6586
M Telekom	0.5564
Forrás	0.4095
Richter	0.3801
OTP	0.2641
4ig	0.2150
Budapesti Ing	0.1817
MOL	0.1761
ALTEO	0,1556
Rába	0.1144
Appennin	0.0834
Masterplast	0.0567
CIG Pannonia	0.0352

1. táblázat: Vállalatok besorolása az átlagos osztalékfizetési ráta alapján: magas (zöld), közepes (sárga) és alacsony (piros)

Forrás: saját számítás a BÉT ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)) és az E-beszámoló ([www.e-beszamolo.im.gov.hu](http://www.e-beszamolo.im.gov.hu)) adatai alapján

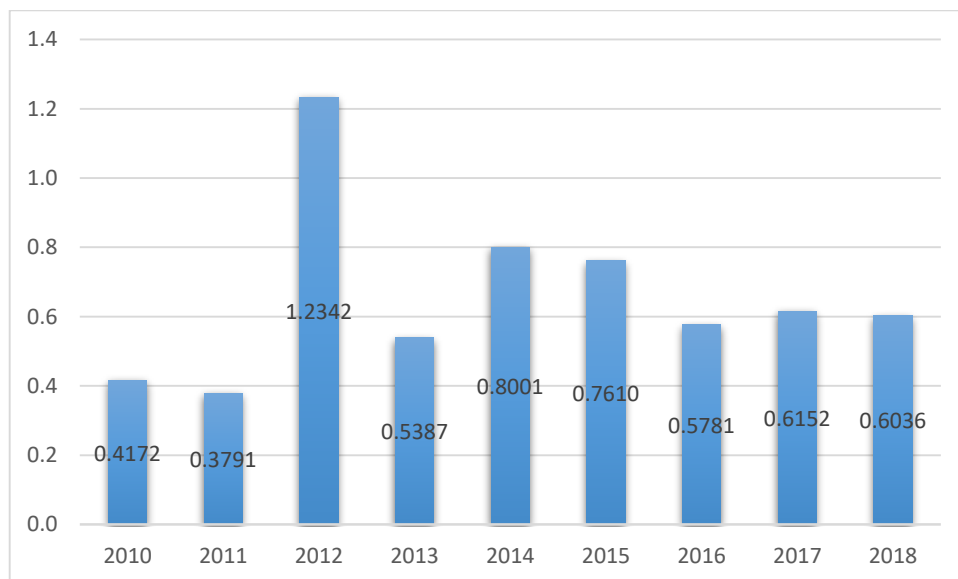
Az egyes kategóriákra az alfejezetekben több példát részletesebben is bemutatok.

### 2.4.1. MAGAS OSZTALÉKOT FIZETŐ VÁLLALATOK

A hagyományos felosztás szerint ezek a vállalatok jobboldali osztalékpolitikát, vagy legalábbis ahhoz hasonlót követnek. Ez azt jelenti, hogy magas osztalék fizetésére törekednek, ami az átlagon felüli osztalékfizetési rátából látszódik. Ezen vállalatokon röviden bemutatom, majd ábrával is szemléltetem, hogy miért soroltam őket ebbe a kategóriába.

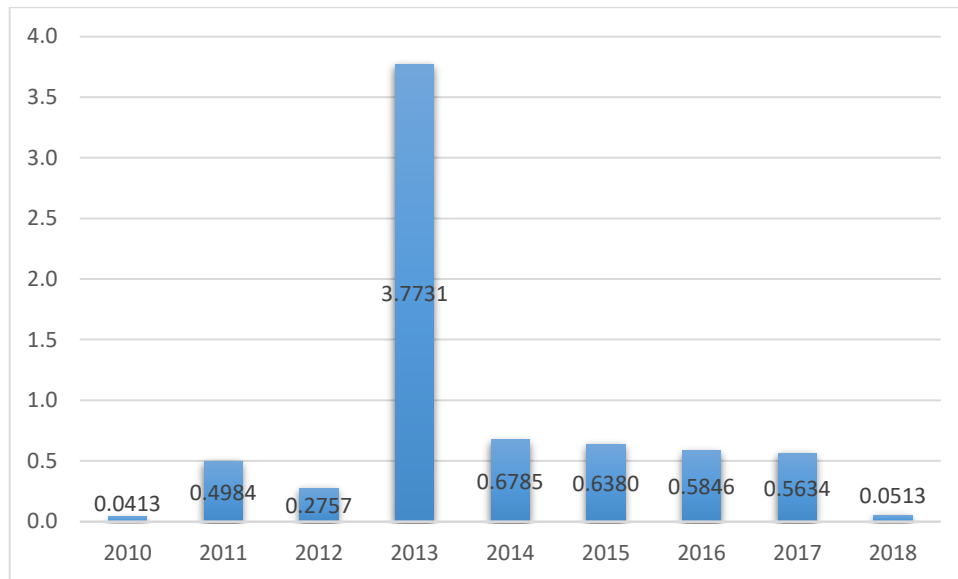
Az ELMŰ egy villamosenergia szolgáltató vállalat, mely szolgáltatási területe elsősorban Budapest és Pest megye. Szorosan együttműködik az ugyanazon tulajdonosi körbe tartozó és szintén villamosenergia szolgáltató ÉMÁSZ-szal ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). 2020-ban azonban mindkettő távozott a tőzsdéről, a részvények az új többségi tulajdonoshoz, az E.ON-hoz kerültek ([www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu)).

Az alábbi két ábra (2. ábra és 3. ábra) bemutatja az osztalékfizetési ráták változását az évek során. Az ELMŰ 2012-es és az ÉMÁSZ 2013-as kiugró értékeinek az oka teljesen azonos. Ezekben az években a két vállalat adózás utáni eredménye sokat csökkent a megelőző évekhez képest, azonban a kifizetett részvényenkénti osztalékon nem csökkentettek, sőt, az ÉMÁSZ a 2013-as üzleti év után részvényenként bruttó 2 950 Ft-ot fizetett ki a korábbi három év 1 400 Ft-os összegéhez képest.



2. ábra: ELMŰ - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

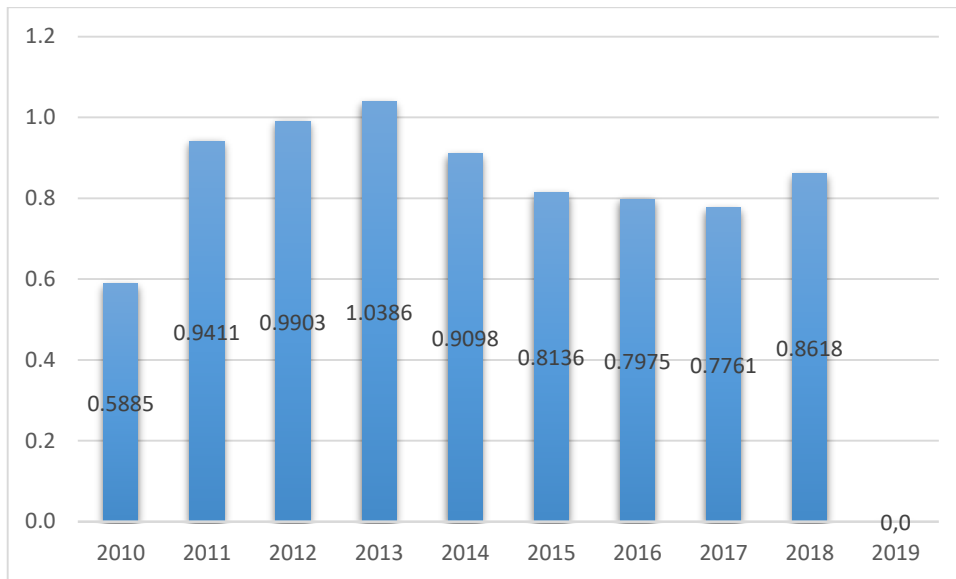


3. ábra: ÉMÁSZ - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

Az ELMŰ átlagos osztalékfizetési rátája a vizsgált években 0,6586-nak adódott, míg az ÉMÁSZ-nak 0,7894, ami azt jelenti, hogy a kilenc év alatt átlagosan az éves eredmény több mint felét fizették ki a vállalatok a tulajdonosok számára.

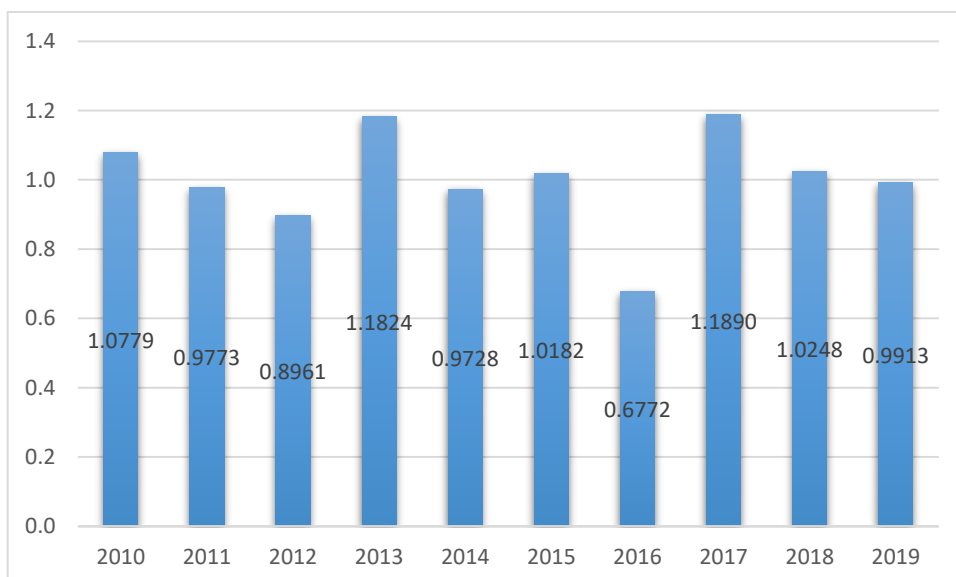
Az ANY Biztonsági Nyomda (korábbi nevén Állami Nyomda) Magyarország és a régió egyik vezető biztonsági nyomdája. Komplex megoldásokat kínálnak okmánybiztonsági termékek gyártására. Számos hazai és nemzetközi bank számára készítenek bankkártyákat ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). A vállalat 2010 és 2018 között egy viszonylag kiegyensúlyozott, magas osztalékfizetési rátát produkált, azonban a 2019-es üzleti éve után nem fizetett osztalékot (4. ábra). A vállalat a járványhelyzet miatt csökkenő megrendeléseket tapasztalt, így az adózott eredményt inkább az eredménytartalékba helyezte ([www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu)). Átlagos osztalékfizetési rátája 0,7717.



4. ábra: ANY - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

A Kulcs-Soft Nyrt egy ügyviteli szoftvereket fejlesztő és forgalmazó vállalat. Számlázó, bérszámfejtő, könyvelő programok alkotják termékportfóliójukat, külföldre is értékesítenek. 2009-ben vezették be a tőzsdére, azóta igen stabil osztalékpolitikát folytatnak ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). A tíz évre vonatkoztatva 1,0007 az osztalékfizetési ráta. Ezzel az értékkel a legmagasabb osztalékfizetési rátájú vállalat a mintában. A társaság ROE mutatója is kiemelkedő, a tív éves átlag 149,49%, így ebben a mutatóban is első a sorbarendezett listában. Az osztalékfizetési ráta évenkénti változása a lenti ábrán látható (5. ábra).



5. ábra: Kulcs-Soft - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

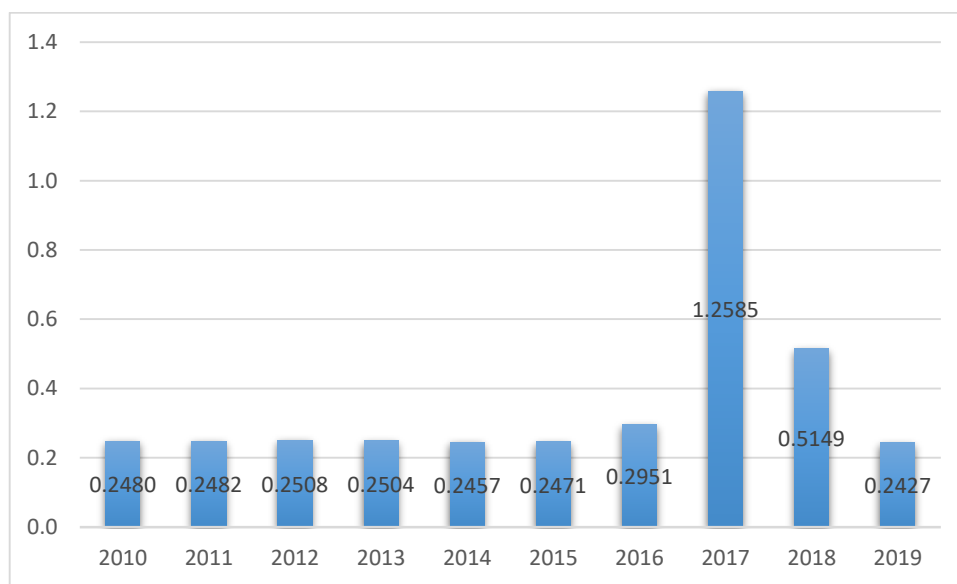


A bemutatott magas osztalékfizetési rátával rendelkező vállalatok mindegyike eredményének átlagosan több, mint a felét fizette ki részvényeseinek. Ágazatukat tekintve változatosak, energetika, nyomdaipar és IT területen működnek.

#### 2.4.2. KÖZEPES OSZTALÉKOT FIZETŐ VÁLLALATOK

Ezek a vállalatok azok, melyek nem is minimális, de nem is maximális osztalék fizetésére törekednek, hanem a kettő között keresik meg a számukra megfelelő, követendő arányt.

A Richter Gedeon Nyrt. nagy múlttal rendelkező vállalat, 1997 óta a legnagyobb magyarországi gyógyszergyártó. Sok országra kiterjedő piachálózata a régió kiemelkedő társaságává teszi ágazatában. Szállít az Egyesült Államokba, a FÁK tagállamaiban, a Közel-Keletre és Japánba is ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). Ahogyan azt a 6. ábra is szemlélteti, 2010 és 2016 között a vállalat egy kiegyensúlyozott osztalékpolitikát követett, ami az osztalékfizetési rátát illeti. Kis szórással követik egymást az értékek. 2017 és 2018 azonban kiemelkedik, melynek oka, hogy ezekben az években alacsonyabb az elért eredmény, azonban a kifizetett osztalék ezt nem követte. Az osztalékfizetési rátájának átlaga 0,3801 a vizsgált 10 évre.

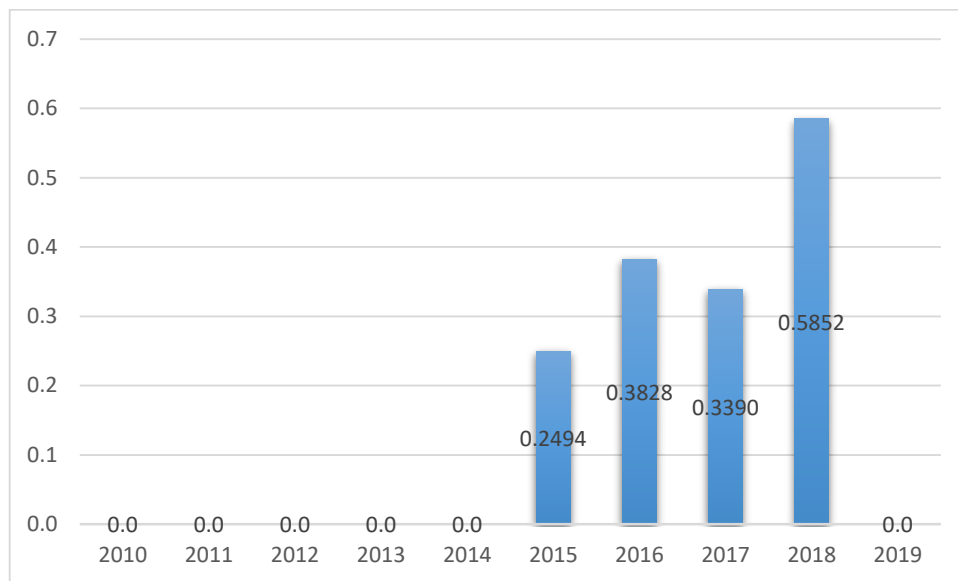


6. ábra: Richter - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

Az ALTEO Nyrt.-t 2008-ban alapították. Energiatermeléssel, kereskedelemmel és összetett szolgáltatások nyújtásával egyaránt foglalkozik, gyakran a megrendelő egyedi igényeire szabva azt. Innovatívnak és rugalmasnak tartott vállalat iparágában, hagyományos és megújuló erőforrásokat egyaránt használ. A tőzsdére 2010-ben vezették be ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). A lenti ábrán (7. ábra) látszódik, hogy 2015 óta egy növekvő tendencia van az osztalékfizetési

rátájában, a 2019 üzleti év eredményére azonban nem fizettek osztalékot. Arra hivatkoztak, hogy ezt óvatosságból teszik, hiszen a járvány következményi nehezen kiszámíthatók (Szabó M. István, 2020). Átlagos osztalékfizetési rátája 0,1556, változása a lenti ábra szerint alakult.



7. ábra: ALTEO - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

A két bemutatott közepes osztalékfizetési rátával rendelkező vállalat osztalékfizetési rátája alacsonyabb, mint az előző alfejezetben szereplő vállalatok esetében tapasztalt, de nem elhanyagolható mértékű. A kettő közül míg a Richter minden évben rendre fizet valamekkora osztalékot, addig az ALTEO óvatosabb, a tíz évből hatszor is 100%-os profitvisszatartási rátát szavazott meg a közgyűlés.

#### 2.4.3. ALACSONY OSZTALÉKOT FIZETŐ VÁLLALATOK

Az Appeninn Nyrt. egy 2009-ben alapított ingatlanbefektetési és vagyionkezelő gazdasági társaság. Ingatlanportfólióját jórészt irodaházak, logisztikai központok és turisztikai ingatlanok alkotják, Magyarországon és külföldön egyaránt. A tőzsdére 2010-ben vezették be ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)).

Osztalékot csupán egyszer fizetett, részvényenként 7 Ft-ot, miközben a részvény árfolyama abban az évben 479,66 Ft volt. Emiatt az osztalékhozam is igen alacsony, 0,0146 mértékű volt. Az osztalékfizetési ráta azonban 0,8336-nak adódott, ami magasnak mondható, de mivel csupán egyszer fizetett ennyit a társaság, így a tíz éves átlaga alacsony.

A vállalat elsősorban a növekedésre koncentrál, ezért az elért adózott eredményt jellemzően eredménytartalékba helyezi. Osztalékpolitikájáról elmondható, hogy az

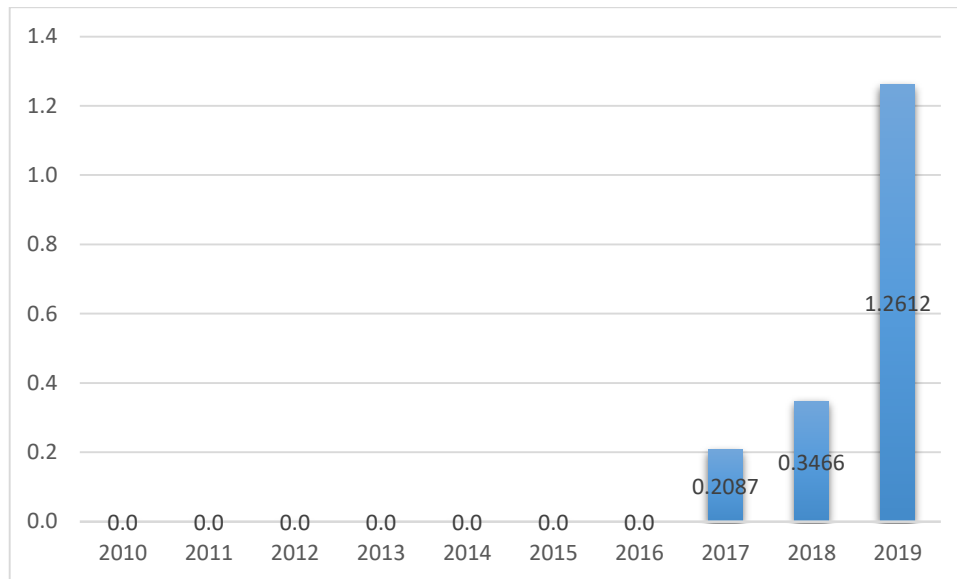
osztalékfizetés egyik alternatíváját választotta a vezetés. Az igazgatóság 2020-ban ugyanis elhatározta, hogy a következő 18 hónapban saját részvény-várásba kezd (Szabó Zsuzsanna, 2020).

A CIG Pannónia életbiztosító Nyrt. működését 2008-ban kezdte meg, a tőzsdei bevezetésére pedig 2010-ben került sor. A vállalat termékei és szolgáltatásai magánszemélyek és munkaadók számára is elérhetőek, legfontosabbak ezek közül az életbiztosítás, nyugdíjbiztosítás, kockázati biztosítás, valamint egészségbiztosítás ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). A CIG Pannónia szintén csak egyszer fizetett eddig osztalékot, részvényenként 10 Ft-ot (az árfolyam ekkor 434,43 Ft volt). Az osztalékfizetési rátája erre az évre 0,3521-nek, osztalékhozama 0,0230-nak adódott.

A két vállalat tehát jóval alacsonyabb osztalékfizetési rátával rendelkezik, mint a korábban bemutatott részvénytársaságok. A vizsgált vállalatok közé azért kerültek, mert a 2010-es években egyszer fizettek osztalékot. Megjegyzem, hogy akadnak olyan tőzsdei vállalatok is, melyek egyszer sem fizettek, ezek a vállalatok azok, melyek a klasszikus irányzatok szerint a baloldali elveket követik.

#### *2.4.4. TOVÁBBI MEGFIGYELÉSEK*

A Budapesti Ingatlan Nyrt. ingatlanportfóliójába jelenleg 9 irodaépület, 3 szálloda, 2 parkolóház és 2 lakóingatlan, ezen kívül több építési telek tartozik. Ezek többsége Budapesten található, a belvárosban és az irodanegyedekben ([www.bif.hu](http://www.bif.hu)). A tőzsdén régóta jelen van, bevezetésének éve 1998, 2018 októberétől prémium besorolás alatt szerepel ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). Látható az osztalékfizetés az elmúlt három évben, mely mutatja, hogy a vállalat belépett az osztalékot fizető részvénytársaságok közé, ráadásul az osztalékfizetési rátát tekintve növekvő tendenciával. Hogy miért ezekben az években kezdett osztalékot fizetni, arra az elért eredmény évenkénti vizsgálata adhat magyarázatot. 2017 előtt többször zárt veszteséggel a vállalat, illetve az adózott eredménye nyereség esetén sem volt magas. 2017-re azonban kiugróan javult az adózott eredmény. A 2019-es kiugróan magas osztalékfizetési ráta (8. ábra) oka az, hogy a 2017-es eredményre járóhoz hasonló mértékű osztalékot fizettek ki a 2019-es után, bár az ekkor elért eredmény csupán az ötöde volt.



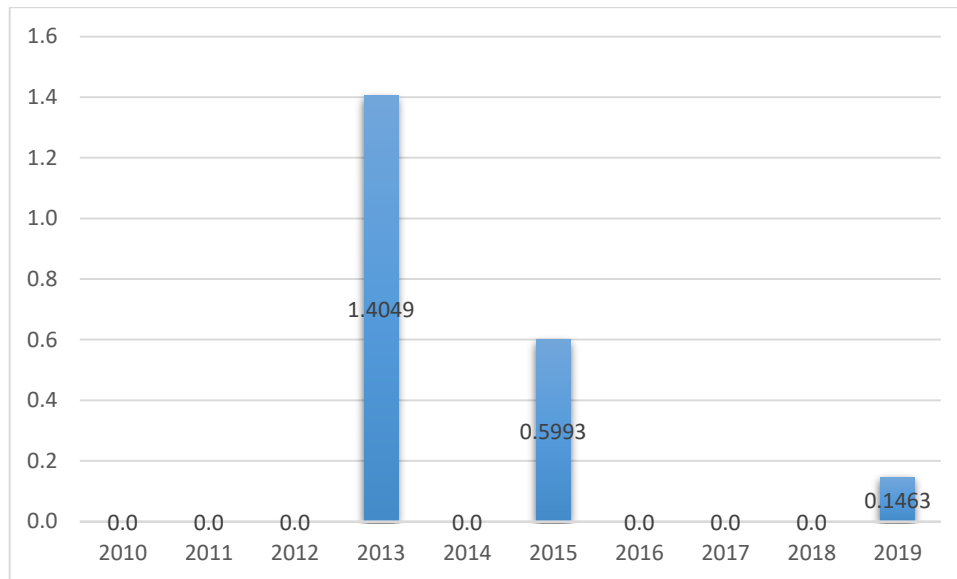
8. ábra: Budapesti Ingatlan - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

A 4iG Nyrt. jogelődje egy magyar fejlesztők által alapított, szoftveralkalmazások fejlesztésével foglalkozó cég volt, melyet 2004-ben vezettek be a tőzsdére. A vállalatnál pl. IT üzemeltetéssel, minőségirányítási rendszerek fejlesztésével, alkalmazásfejlesztéssel, vállalatirányítási rendszerekkel foglalkoznak ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)).

Az informatika az egyik leggyorsabban fejlődő iparág, sok technológiai fejlesztési és bővítési potenciállal. Manapság már egy vállalat sem növekedhet IT infrastruktúra nélkül ([www.4ig.hu](http://www.4ig.hu)). Ez azt jelenti, hogy a vállalatnak van növekedési lehetősége. Akvizíciót többször is végrehajtott, ezzel új kompetenciákat és munkaerőt tudtak megszerezni. Az osztalékpolitikát is ezen lehetőségek szerint határozták meg 2016-ban a 4iG saját honlapján megosztott cikk szerint ([www.4ig.hu](http://www.4ig.hu)). Ebben megemlítik az akvizíciós lehetőségeket, és valóban történt felvásárlás, 2020-ban a részvénytársaság az INNObyte Zrt. és leányvállalata, az Innaware Kft. többségi tulajdonosává vált ([www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu), 2020).

A vállalat nem fizet minden évben osztalékot, valamint az osztalékfizetési rátában látható is a csökkenő tendencia (9. ábra), amit a bővülésre való törekvés magyarázhat.



9. ábra: 4iG - Osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

A Rába Járműipari Holding Nyrt. nagy tapasztalattal rendelkező, több mint 100 éves múlttal rendelkező vállalat, autóiparban a legnagyobb magyar társaságok között van. Exportál az EU tagállamaiba, az USA-ba, a FÁK országaiba ([www.bet.hu](http://www.bet.hu)). 2019 októberében tájékoztatást adott ki a követni kívánt osztalékpolitikájáról:

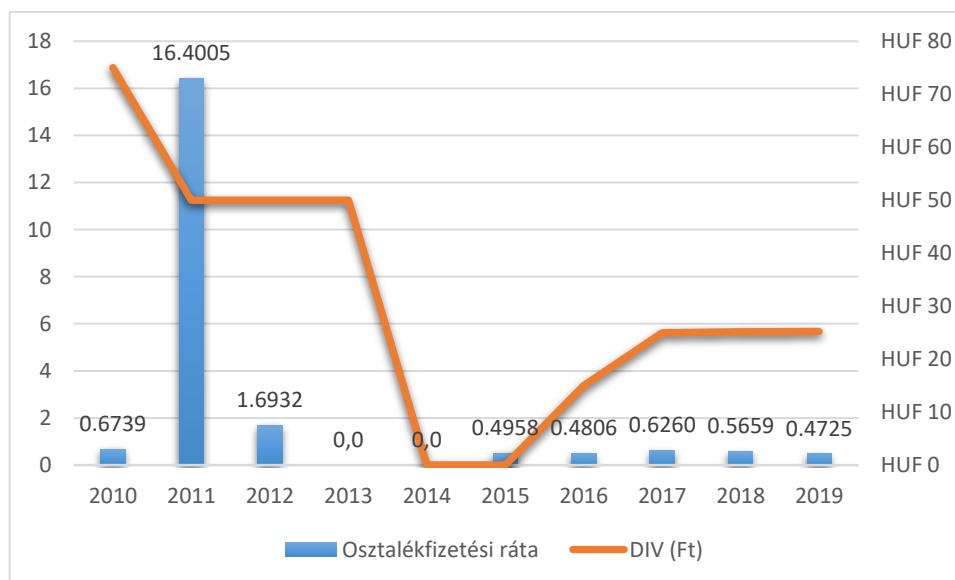
- „Maradék elvű osztalékpolitika az alábbi prioritásokkal (havária esetén egyedi döntések alapján):
  - CAPEX (vevői igényváltozás, havária esetén)
  - Akvizíció
- Maximum az éves auditált konszolidált teljes átfogó eredmény 20 százaléka, illetve a mindenkor magyar 10 éves államkötvény hozama + 1 százalék közül a kisebb. A törvényi korlátozásokra is tekintettel a Rába Nyrt. egyedi mérlegénél a szabad eredménytartalék az osztalékfizetéshez figyelembe vehető (mint osztalékfizetőnél).
- A cél minimum a 3 éves magyar állampapír hozama + 0,5 százalék, amennyiben az összeg kifizetését a törvényi feltételek lehetővé teszik. Amennyiben ennek a határozat előző bekezdésében foglalt követelménnyel nincs közös halmaza, akkor ez a pont nem irányadó.” ([www.raba.hu](http://www.raba.hu), 2019, old.: 1)

A vizsgált vállalatok közül ez volt az egyetlen olyan eset, ahol a vezetőség ilyen részletesen és publikusan beszámolt osztalékpolitikai céljáról, valamint az osztalékfizetéshez kapcsolódó meghatározott szabályokról. A Richter például csak annyit írt a saját osztalékpolitikáján, hogy

„az Anyavállalat osztalékpolitikájának állandó eleme az, hogy minden évben történik osztalék kifizetés.” (www.richter.hu, 2019, old.: 56)

A vizsgált vállalatok közül a Waberer's International Nyrt. is írt saját osztalékpolitikájáról weboldalán. Ezt a vállalatot részletesen nem vizsgáltam, mert tőzsdei bevezetése csak néhány éve történt meg (2017), és eddig egyszer sem fizetett osztalékot. Oldalukon azonban közzé is tették, hogy rövidtávon nem is tervezik ezt, középtávon azonban egy fenntartható osztalékpolitika kialakítását tervezik (www.waberers.com).

A Magyar Telekom hazánk piacvezető távközlési szolgáltatója. Széles termékportfólióval rendelkezik, a vezetékes és vezeték nélküli lakossági adatátviteltől kezdve a vállalatok számára biztosított információtechnológiai megoldásokig bezárólag (www.bet.hu). Osztalékpolitikája változékonyak mondható, de van olyan elemző, aki egyenesen az osztalékpolitika hiányát állapította meg (Ernö, 2020). Az évtized első felében valóban úgy tűnik, hogy nem volt követett stratégiájuk. 2011-ben az osztalékfizetési ráta kiugró, 16 feletti az érték. Látszódik, hogy ennek oka nem az, hogy jelentősen növelték volna az osztalékot, hanem az, hogy az adózott eredmény csökkent le nagymértékben (10. ábra).



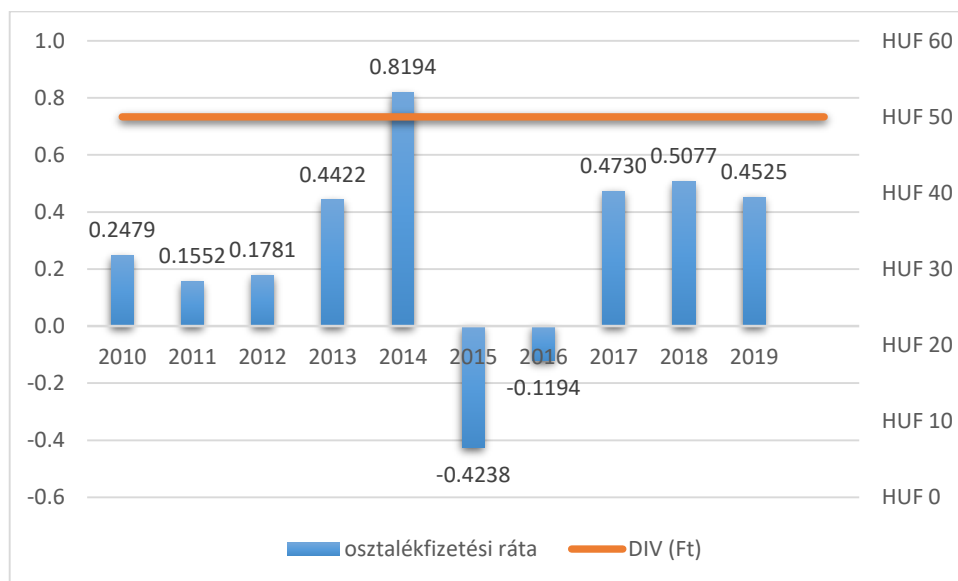
10. ábra: Magyar Telekom - Osztalék és osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

Az évtized második felére látható, hogy adott érték körül mozog mind az osztalékfizetési ráta, mind a részvényenként kifizetett összeg. 2016, 2017 és 2018 években az egy részvényre jutó bruttó osztalék rendre 25 Ft, 25,13 Ft és 25,21 Ft, amely sorozat ráadásul egy örökjáradékra emlékeztet.

A Forrás Nyrt. egy önálló vagyonekezelő társaság, jelentősebb vagyonelemei vállalati részesedések és ingatlanok, melyek kiadásával és kereskedésével egyaránt foglalkozik. Jogelődjét 1997-ben alapították, tőzsdei bevezetésére 2003-ban került sor (www.bet.hu). Érdekes, hogy a tőzsdén két különböző részvénye is forgalomban van. Az egyik a Forrás\_OE, mely a „B” sorozatú osztalékelsőbbségi részvény, a másik pedig a Forrás\_T, mely az „A” sorozatú törzsrészvény. Ezeken felül van még egyetlen darab „C” sorozatú részvény is, mely szintén osztalékelsőbbségi részvény. Az osztalékfizetési határozatban ez a részvény is minden évben szerepel, bár csupán egyetlen darab részvényről van szó, mely nincs is kereskedelmi forgalomban (www.forras.hu).

A vállalat osztalékpolitikája stabil és hosszútávú, ez azonban a részvényenként fizetett osztalékra vonatkozik, és nem az osztalékfizetési rátára. A törzsrészvények után egyik évben sem fizetett a vállalat osztalékot, a két osztalékelsőbbségi részvény után azonban minden évben, ráadásul mindig ugyanannyit. Ahogyan az a 11. ábrán is látszódik, az osztalékfizetési ráta igen változékony, azonban a „B” részvény után fizetett 50 Ft állandó. A „C” részvény esetében ugyanez a helyzet, csak ott 10 Ft az állandósult összeg.



11. ábra: Forrás „B” – Osztalék és osztalékfizetési ráta

Forrás: saját készítés

## 2.5. Gazdasági mutatók elemzése

Amint azt már a 2.3 fejezetben is írtam, az osztalékfizetési rátán kívül egyéb gazdasági mutatókat is kiszámoltam a vizsgált vállalatokra. Ezeket az értékeket áttekintő táblázatokba rendeztem, valamit megvizsgáltam és grafikonon ábrázoltam.

Először is bemutatom, hogy a vállalatok értéke igen különböző a mintámban. Ezen piaci érték kiszámításának egyik módja, hogy **piaci kapitalizációt** számolunk, ami a részvények számának és a részvények árfolyamának a szorzata. A darabszámot és a részvények árfolyamát a Budapesti Értéktőzsde (www.bet.hu) adatbázisából gyűjtöttem ki. A részvényárfolyam, amit a képletben használtam, a lekérdezésben a 2020-ra vonatkozó átlagár. Így a lent látható értékeket és sorrendet kaptam, mely alapján két csoportba rendeztem a vállalatokat:

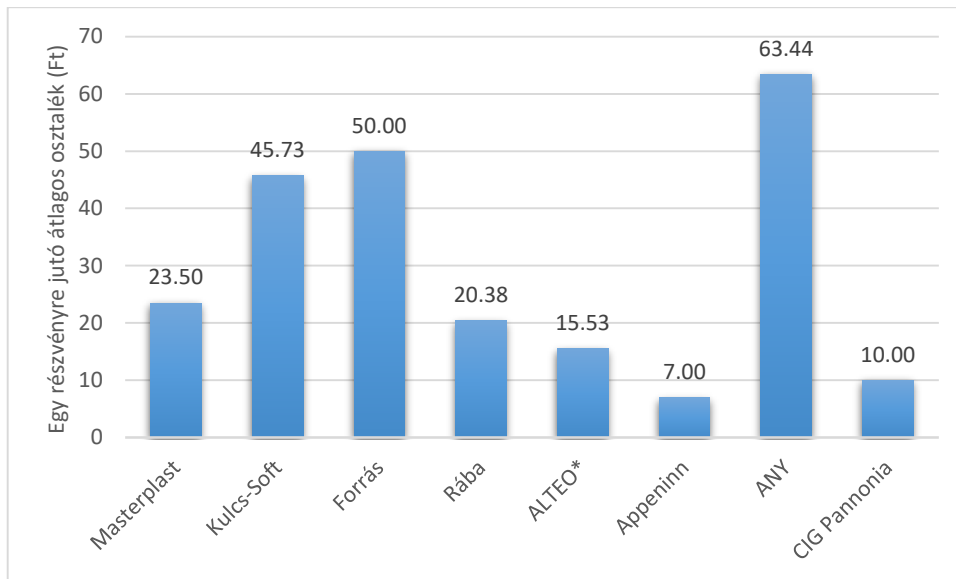
1. Masterplast	10 398 054 989 Ft
2. Kulcs-Soft	11 824 759 456 Ft
3. Forrás	12 253 156 636 Ft
4. Rába	12 611 851 448 Ft
5. ALTEO	15 149 504 711 Ft
6. Appeninn	15 198 496 042 Ft
7. ANY	18 370 433 641 Ft
8. CIG Pannónia	27 881 186 017 Ft

9. 4iG	51 497 103 944 Ft
10. Budapesti Ing	84 141 652 825 Ft
11. ÉMÁSZ	94 949 551 360 Ft
12. ELMŰ	205 109 015 753 Ft
13. M. Telekom	402 912 523 504 Ft
14. Richter	1 231 979 210 940 Ft
15. MOL	1 623 218 015 608 Ft
16. OTP	3 023 250 234 493 Ft

A számozott lista színekkel is rendelkezik, a színek jelentése az 1. táblázat szerint értendő. Látható, hogy valamennyi alacsony osztalékfizetési rátával rendelkező vállalat az alacsony kapitalizációval rendelkező vállalatok közül kerül ki, ezen csoport átlaga 0,3284, míg a magas csoporté 0,4027.

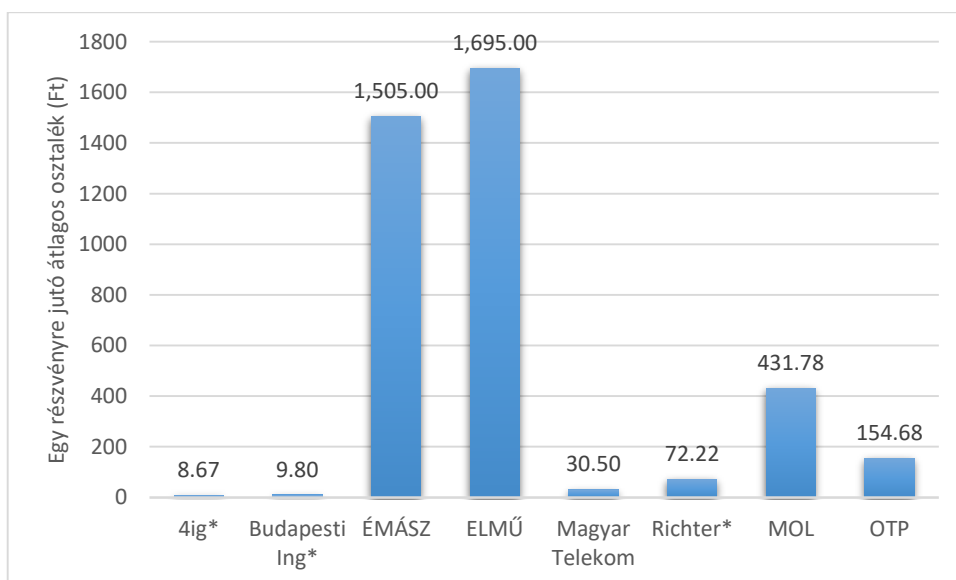
Az egyes vállalatoknál a **részvényenként fizetett osztalék** tíz éves átlagában igen jelentős különbségek vannak. Megjegyzem, hogy több vállalatnál is a vizsgált tíz év során részvényfelosztás is történt, emiatt ezekenél és az átlag számításánál a számokat a split mértékével korrigáltam. Ezeket a vállalatokat csillaggal jelöltem meg ábráimon. Négy vállalat kiemelkedik a mintámban: magasan lefelől az ELMŰ és az ÉMÁSZ, ezeket követik a MOL és az OTP. Ezen vállalatok egy részvényre jutó átlagos osztalékai több nagyságrenddel magasabbak, mint a többi vállalaté. A következő két ábrán a részvényekre jutó átlagos osztalékot ábrázoltam, a kapitalizáció szerinti csoportosításban (12. ábra és 13. ábra).





12. ábra: Átlagos egy részvényre jutó osztalék vállalatonként - 1

Forrás: saját készítés



13. ábra: Átlagos egy részvényre jutó osztalék vállalatonként - 2

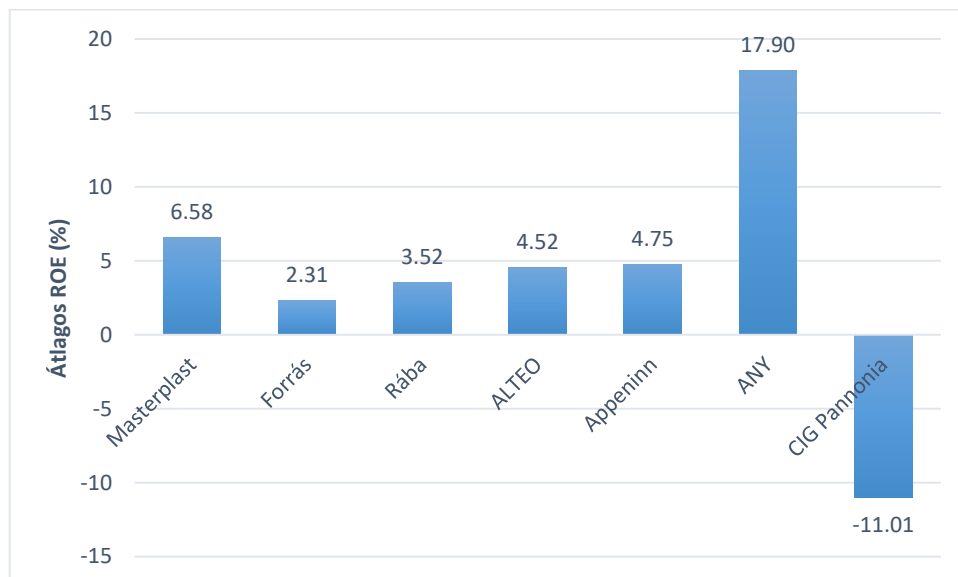
Forrás: saját készítés

A 13. ábra jól szemlélteti, hogy mennyivel magasabb a részvényenkénti osztalék a két együttműködő energiaszolgáltató, az ÉMÁSZ és az ELMŰ esetében. Fontos megjegyezni azonban, hogy ezen vállalatoknál a részvények névértékei is többszöröse a többi vállalaténak, 10 000 Ft mindkettő esetében, míg a többi 14 vállalat névértékeinek átlaga 200,61 Ft.

A következő vizsgált mutató a **sajáttőke-arányos nyereség**, angolul röviden ROE. Itt is átlagot számítottam a tíz évre, ezt vizsgáltam vállalatonként. A Kulcs-Soft informatikai vállalat ebben a mutatóban kiemelkedő, értéke 149,49%, ez többszöröse bármely másik vállalaténak. A Kulcs-Soft egyébként a magas osztalékot fizető cégek csoportjába került. A nagy különbség

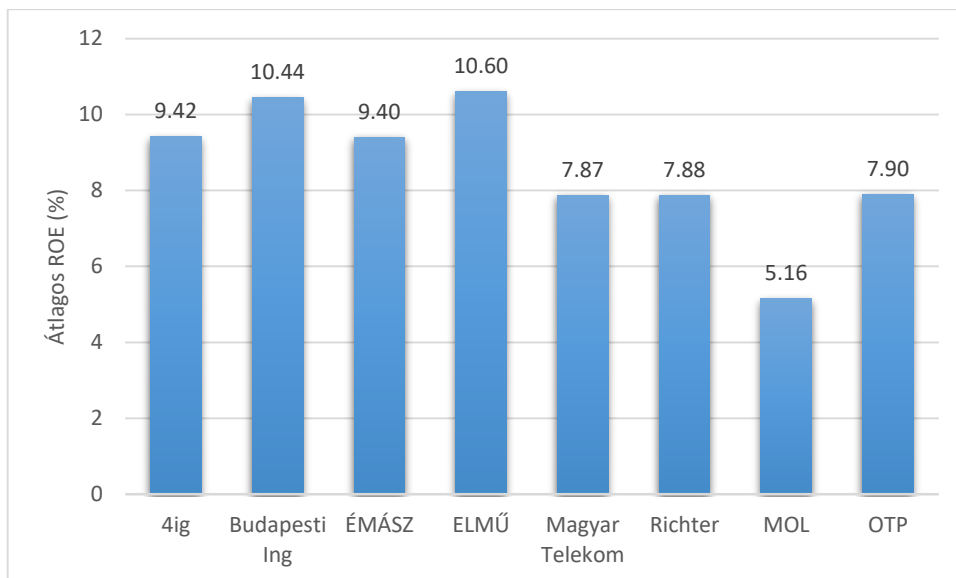
miatt ezt az értéket nem ábrázoltam (14. ábra), hogy a többi vállalatot könnyebben lehessen összehasonlítani. Látható, hogy a CIG Pannónia az egyedüli vállalat, melyre negatív érték adódott. Ez a részvénytársaság öt üzleti évet is veszteséggel zárt a vizsgált tíz év során. Összességében a veszteség mértéke nagyobb volt, mint a nyereségé, emiatt alakult ki a végső negatív érték. Az átlagos ROE értékekre számított 36,24% szórás a kiugróan magas Kulcs-Soft érték miatt adódott ekkorának. Ha ezt a vállalatot nem veszem be a képletbe, akkor csupán 6,13%-t kapok eredményül.

A ROE értékeket szintén a piaci kapitalizáció alapján csoportosítottam az ábrákon (14. ábra és 15. ábra). Látható a különbség a két csoport között. Ha a két kiugró értéket nem veszem figyelembe (Kulcs-Soft és CIG Pannónia), akkor a kis kapitalizációjú vállalatok ROE átlaga 6,59%, míg a nagyoké 8,58%.



14. ábra: Átlagos ROE érték vállalatonként - 1

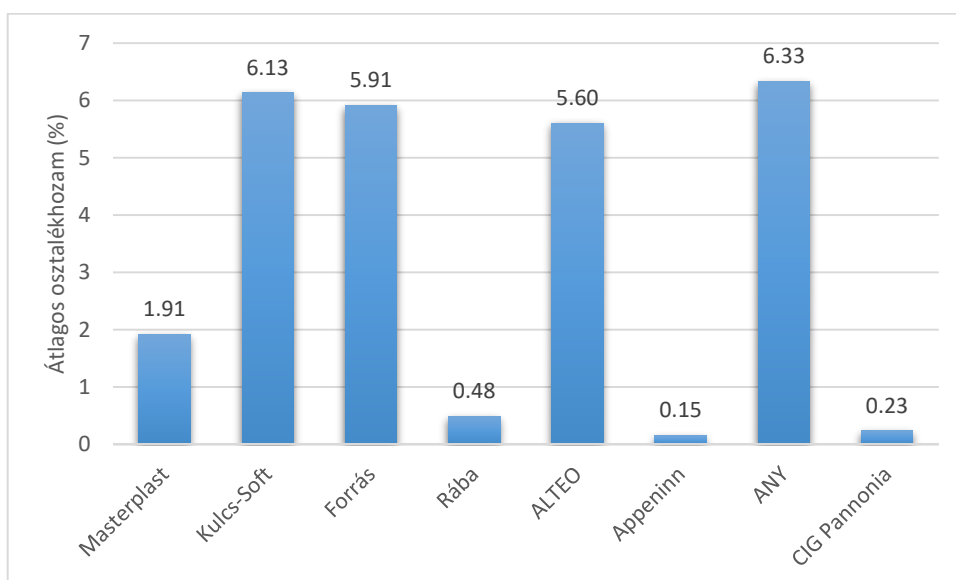
Forrás: saját készítés



15. ábra: Átlagos ROE érték vállalatonként - 2

Forrás: saját készítés

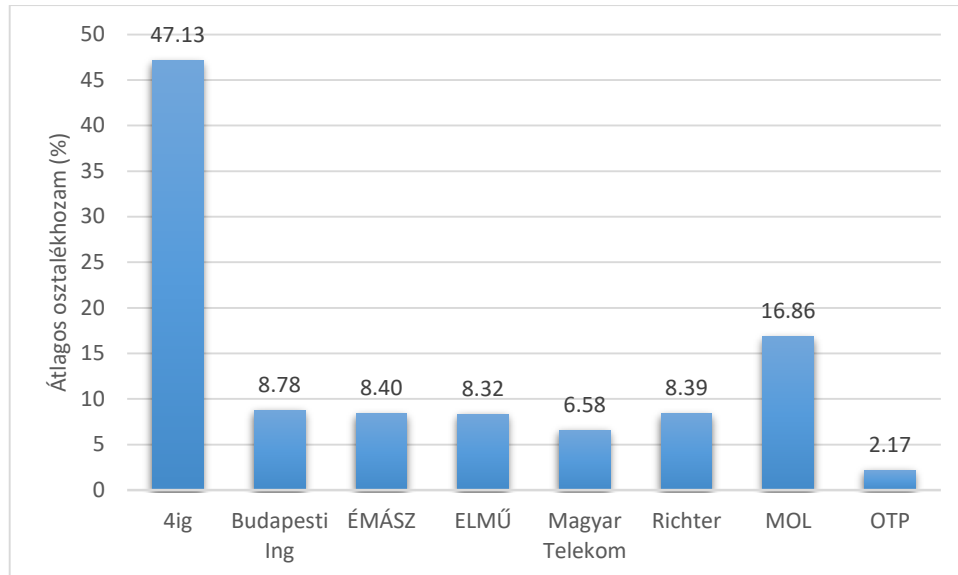
Az **osztalékhozam** az egy részvényre jutó osztalék és a részvény árfolyamának hányadosa. Befektetők által kedvelt mutató, hiszen ha valaki nem rendelkezik részvénnel, de a bejelentett osztalékfizetésből részesedni akar, akkor először a részvényt a pillanatnyi árfolyamán meg kell vásárolnia. Több lehetőség közül e mutató segítségével választhat a befektető. Osztalékhozam tekintetében a 4iG kiemelkedő (17. ábra). Mivel 2014-ben és 2016-ban jelentősen magasabb volt az egy részvényre jutó osztalék, mint az árfolyam, így a 4iG osztalékhozam átlaga is igen magasnak adódott.



16. ábra: Átlagos osztalékhozam vállalatonként - 1

Forrás: saját készítés

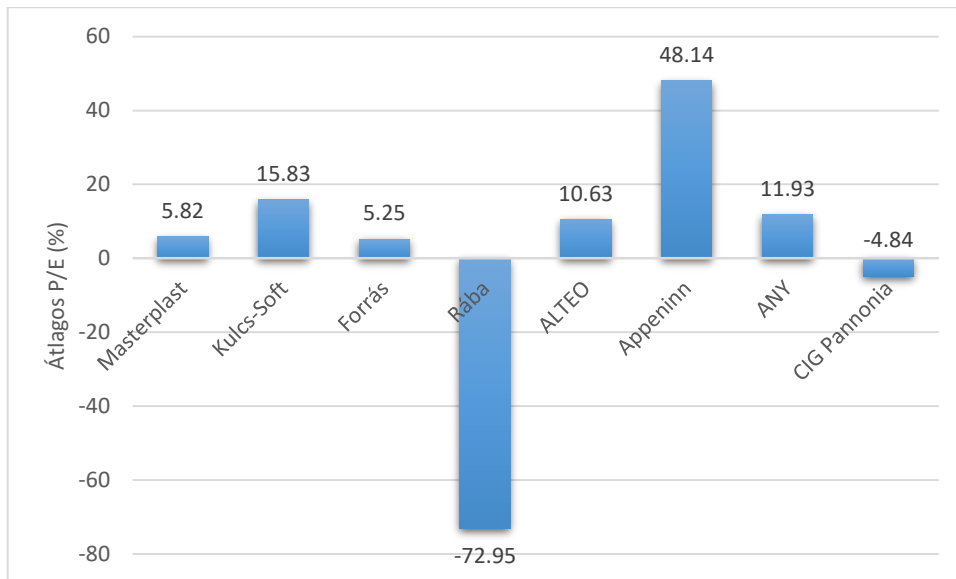
Ebben az esetben is összevettem egymással a kis és a nagy kapitalizációjú vállalatok átlagát. A kiugró, 4iG-hez tartozót nem vettem figyelembe, hogy ne szerepeljen torzító hatása. Az előbbire 3,34% jött ki, míg az utóbbira 8,50%, ami több, mint a 2,5-szerese. Az osztalékhozam tekintetében tehát jelentős a különbség a két csoport között.



17. ábra: Átlagos osztalékhozam vállalatonként - 2

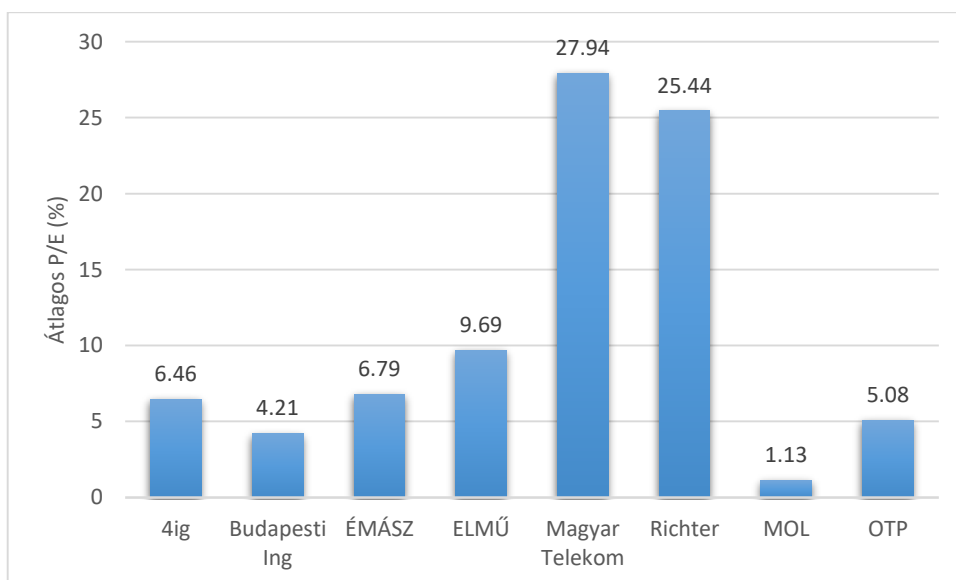
Forrás: saját készítés

A **P/E mutató**, mint ahogyan a neve is utal rá a részvény árának (Price) és az egy részvényre jutó nyereségnek (EPS) a hányadosa. A piaci értéktétel az árfolyamon keresztül megjelenik a mutatóban. A magas P/E ráta azt mutatja, hogy a befektetők vagy jó növekedési lehetőségeket látnak a vállalat előtt, vagy annak nyereségét biztosnak vélik, esetleg mindkettőt egyszerre. Ha azonban a nyereség válik nagyon alacsonnyá, akkor az szintén magas P/E arányt eredményez, ami megtévesztő lehet (Bartha, 2005, old.: 98). A vizsgált tíz év során számított P/E átlagok vállalatonként a lenti ábrákon szerepelnek (18. ábra és 19. ábra).



18. ábra: Átlagos P/E vállalatonként - 1

Forrás: saját készítés



19. ábra: Átlagos P/E vállalatonként - 2

Forrás: saját készítés

A Rába és a CIG Pannónia átlagos P/E mutatója negatív szám. Ennek oka, hogy mindkét vállalat több üzleti évet is veszteséggel zárt, így az EPS negatív lett azokra az évekre. Ha a negatív értékeket figyelmen kívül hagytam, akkor olyan magas számokat kaptam, amivel ezek a vállalatok a legmagasabb P/E rátájúak közé tartoznának, ami viszont szintén egy torz eredmény lenne. A negatív értékeket figyelmen kívül hagyva a kis kapitalizációval rendelkező csoport átlaga 16,27%, a másik csoporté 10,84%.

A bemutatott gazdasági mutatók segítségével belátható, hogy van különbség az egyes mutatókban a kis és nagy piaci értékkel rendelkező vállalatok között. Természetesen ez az átlagokra értendő, hiszen kiugró vagy eltérő értéket minden esetben lehet találni.

## *2.6. Ágazati vizsgálatok*

Ebben a fejezetben azt vizsgálom meg, hogy az adott ágazaton belül tapasztalhatók-e azonosságok vagy eltérések az osztalékpolitikát illetően. Mivel mintám nem tartalmaz elegendő elemet minden ágazatból, így az elemzést csak azokra korlátozom, ahol három vállalat is szerepel egyazon ágazatba.

A mintám elemei közül három részvénytársaság sorolandó az IT szektorba: 4iG, Kulcs-Soft és Forrás. Kapitalizációt tekintve a Kulcs-Soft és a Forrás szinte megegyező, 12 Mrd Ft, a 4iG viszont nagyobb értékű vállalat, ennek több mint négyszerese. Az IT szektort jellemzően úgy tartják számon, mint amely ágazat előtt még van növekedési lehetőség, ahol érdemes fejleszteni, bővíteni. Ennek ellenére a Kulcs-Soft minden évben fizetett osztalékot részvényeseinek, ez a vállalat rendelkezik a mintámban a legnagyobb osztalékfizetési rátával. A Forrás és a 4iG osztalékfizetési rátái alacsonyabbak, mindkettő a közepes kategóriába került. Ahogyan azt a 2.4.4 fejezetben is bemutatam, a 4iG vezetése 2016-ban azt kommunikálta, hogy elsősorban a növekedésre koncentrálnak, és ki tervezik használni az akvizíciós lehetőségeket. Ezzel összhangban is van a csökkenő tendenciájú osztalékfizetésük. A harmadik részvénytársaság, a Forrás volt az, amelyik rendhagyó módon minden évben azonos osztalékot fizetett részvényenként, ez nem változott sem az üzleti év eredményével, sem pedig az évek múlásával (tehát nem volt inflációkövetés sem). Látható tehát, hogy a három IT vállalat osztalékpolitikája meglehetősen különbözik. Az osztalékfizetési rátájuk átlaga 0,5417, ami magasabb a teljes minta átlagnál, ami 0,3655.

A másik szektor, melybe három részvénytársaság is sorolható, az energiaszektor. Ez az ágazat szerényebb növekedési lehetőségekkel bír, mint az előző, ehhez az ALTEO, az ELMŰ és az ÉMÁSZ vállalatok tartoznak. Kapitalizációt tekintve igen különbözőek, az ALTEO nagyságrendileg 15 Mrd, az ÉMÁSZ 95 Mrd és az ELMŰ 205 Mrd Ft. Az osztalékfizetést tekintve szintén van eltérés. Természetesen a két stratégiai partner, az ELMŰ és az ÉMÁSZ között sok a hasonlóság, a közös tulajdonos által sok döntés mindkét vállalatra érvényes volt. Az ALTEO azonban független az előbbiektől, az ezen vállalattal való összehasonlítás érdekesebb lehet. Míg az ELMŰ-ÉMÁSZ páros 2010-től kezdve minden évben fizetett

osztalékot, ráadásul olyan mértékben, hogy a magas osztalékfizetési rátájú kategóriába tartozik mindkettő, addig az ALTEO 2016-ban fizetett először osztalékot, majd összesen még három alkalommal. Az átlagos osztalékfizetési rátájával még éppen a közepes kategóriába esett, ezen kategóriában viszont az utolsó helyre került. A három energetikai részvénytársaság együttes átlaga 0,5345, ami szintén magasabb a teljes minta átlagánál.

A két ágazat átlagait összehasonlítva vizsgálható, hogy van-e különbség a két ágazat között. A legfontosabb mutató, az osztalékfizetési ráta nagyon hasonló, 0,5417 az IT, és 0,5345 az energetika ágazatra. ROE tekintetében az IT átlaga 0,5374, melyet természetesen a Kulcs-Soft javítja fel jelentősen, a másik szektor szerényebb, 0,1263 átlaggal rendelkezik.

A két részletesebb vizsgálat után szeretnék megjegyezni egy megfigyelést, melyet az adatgyűjtés során tapasztaltam. A Takarékszövetkezet Nyrt. a 2010-es években egyetlen alkalommal sem fizetett osztalékot. Emiatt nem vizsgáltam részletesen, nem került be mintám elemei közé. Ezzel ellentétben a bankszektor másik résztvevője, az OTP rendszeresen fizet osztalékot, 2011 és 2019 között minden évben, valamint ezen időszakban kétszer is előfordult, hogy még veszteséges üzleti év után is kifizetésre került összeg a részvényesek számára. A két bank osztalékpolitika szempontjából tehát két teljesen más utat választott.

Ez az egyszerű példa nem ér fel egy részletes elemzéssel, csupán két bank összehasonlításával nem lehet megállapításokat tenni egy egész szektorról. A megfigyelés csupán azt a célt szolgálta, hogy bár több korábbi kutatás is azt az eredményt állapította meg, hogy az osztalékpolitika függ az ágazati hovatartozástól, ennek ellenére azonos szektor vállalatai követhetnek teljesen eltérő stratégiát az osztalékpolitikát illetően.

### 3. ÖSSZEFOGLALÁS

#### *3.1. Tapasztalatok és eredmények*

Szakedolgozatom célja az volt, hogy magyar tőzsdei vállalatok osztalékpolitikáját elemezsem. Ehhez először is megismertem az osztalékpolitika elméletét a magyar szakirodalom segítségével. Dolgozatom első fejezeteiben meghatároztam az alapfogalmakat, majd a klasszikus osztalékpolitikai irányzatokat is bemutattam.

A jobboldali irányzat szerint minél magasabb az osztalék, annál jobb, hiszen ez egy biztos pénz és egy egyértelmű visszajelzés a vállalat teljesítményéről. A baloldali irányzat ezzel szemben azt hirdeti, hogy éppen ellenkezőleg, az osztalékfizetést minimalizálni kell a kedvezőbb adózás miatt. A harmadik csoport a középutasok tábora, akik egyik szélsőségnek sem adnak igazat. Ennek lényege, hogy az osztalékpolitikával nem tud a vállalat többletértéket teremteni. A befektetők alkalmazkodnak a piaci körülményekhez, figyelembe veszik az adózási szempontokat is, és a saját preferenciájuk szerint választják meg, hogy milyen osztalékpolitikát követő vállalat részvényét vásárolják.

A hagyományos felosztáson túl vannak további elméletek, melyek szintén magyarázatot kívánnak adni az osztalékpolitikai jelenségekre. Ismertettem az aszimmetrikus információs modellt, az ebből kifejlődött ügynökelméletet, a szabad pénzáram-hipotézist, valamint a jelzéselmélet és a viselkedéstani modell ide tartozó elemeinek lényegét.

Ezen elméletek rámutatnak, hogy a témát nem lehet csupán matematikai eszközökkel magyarázni, hiszen a döntéseket végeredményben emberek, és nem algoritmusok hozzák meg. A jelenségek humán oldalát képesek magyarázni ezen elméletek, teljeskörű leírást önmagában azonban egyik matematikai vagy informáltságon alapuló modell sem képes adni.

Az elméleti ismertetőt követően áttekintést adtam, hogy a magyar tudományos életben milyen eddigi vizsgálatok jelentek meg a magyarországi osztalékpolitikáról. Többen is végeztek ágazati összehasonlításokat, melyben azt vizsgálták, hogy az osztalékpolitika függ-e az ágazati hovatartozástól. Több kutatás is arra az eredményre jutott, hogy a különböző ágazatokra eltérő osztalékpolitika jellemző, illetve hogy a csoporton belüli homogenitás általában nem érvényesül.

A következő fejezetben bemutattam, hogy saját vizsgálataim hogyan végeztem, valamint milyen eredményeket kaptam. 16 olyan Magyarországon bejegyzett részvénytársaságot vizsgáltam, melyek a 2010-2019 években legalább egyszer fizettek osztalékot, s melyekről minden szükséges információ a rendelkezésemre állt. A Budapesti Értéktőzsde ([www.bet.hu](http://www.bet.hu))



és az E-beszámoló ([www.e-beszamolo.im.gov.hu](http://www.e-beszamolo.im.gov.hu)) adatbázisaiból a részvénytársaságokról adatokat gyűjtöttem, melyeken ezután számításokat is végeztem. Kiszámoltam bizonyos mutatók értékét, így vizsgálhatóvá és láthatóvá válhattak bizonyos összefüggések.

A tíz évre számított átlagos osztalékfizetési rátát valamennyi vállalatra meghatároztam, majd három kategóriába soroltam azokat: alacsony, közepes és magas osztalékot fizető vállalatok. Az egyes csoportokból bizonyos vállalatokat kiemeltem, ezeket részletesebben is bemutattam, azok osztalékpolitikáját az idő szerint is vizsgáltam.

Ezt követően olyan eseteket mutattam be, hogy egyes részvénytársaságoknál milyen sajátos jelenségeket figyeltem meg. Bemutattam egy példát, ahol egy vállalatnál növekvő tendenciájú osztalékfizetés volt megfigyelhető, valamint egy másik vállalatot, ahol ezzel ellentétesen, csökkenő trend volt látható a grafikonon, illetve ennek okát is meghatároztam. Bemutattam a Magyar Telekom számait is, ahol úgy tűnik, hogy a vizsgált évtized második felére alakítottak ki egy stabil, követett stratégiát. Ezen túl kiemeltem azokat a vállalatokat, ahol közzétették, hogy mi a követett osztalékpolitika, ezeket össze is foglaltam.

Ezt követően bemutattam a részvénytársaságok piaci kapitalizációját, azokat két csoportba bontva: magas és alacsony. Az összehasonlíthatóság kedvéért ezen bontásban mutattam be a további gazdasági mutatókat. Megállapítottam, hogy a magas piaci kapitalizációjú csoport átlaga rendre magasabb az osztalékfizetési rátában, a ROE-ban és az osztalékhozamban egyaránt.

A következő fejezetben egy ágazatok közötti összehasonlítást végeztem el. Két ágazat három-három vállalata szerepel az elemzésben. Az IT szektorba tartozik a 4iG, a Kulcs-Soft és a Forrás, az energiaszektorba tartozik az ELMŰ, az ÉMÁSZ és az ALTEO. A két csoport gazdasági mutatóinak átlagát összevettem egymással. Az IT szektor osztalékfizetési rátája 0,5417, míg az energiaszektoré 0,5345. Az eltérés nagyon csekély, a három IT vállalat osztalékfizetési rátája szinte megegyezik az energiaszektor három vállalatának képviselőjével. Nem teljesült tehát az az elmélet, mely szerint azoknál a vállalatoknál magasabb az osztalékfizetési ráta, ahol alacsonyabbak a növekedési lehetőségek.

#### 4. IRODALOMJEGYZÉK

- Bartha, D. (2005). *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest: Pnaem Könyvkiadó.
- Belovecz, M., & Borszéki, É. (2013). Osztalékfizetési politika a különböző méretű mezőgazdasági vállalkozásoknál. *Gazdálkodás*, 42-57.
- Bélyácz, I. (2007). *A vállalati pénzügyek alapjai*. Gondolat Kiadó.
- Czakó, Á. (2011). *Szervezetek, szerveződések a társadalomban; Szervezetszociológiai jegyzetek*. BCE Szociológia és Társadalompolitika Intézet.
- Dolog, A., Fazekas Gergely, & Karacs Katalin. (2009). Az osztalékpolitika ágazati vizsgálata Magyarországon. *Vezetéstudomány*, 13-29.
- Ernö, M. (2020. 09 01). *Világgazdaság*. Forrás: Szűken méri az osztalékot a Magyar Telekom: <https://www.vg.hu/penzugy/tozsde/szuken-meri-az-osztalekot-a-magyar-telekom-3036509/>
- Fazekas, G. (2009). Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon. Budapest.
- Fazekas, G., & Kosárka, J. (2008). Osztalékpolitikai elméletek. *Közgazdasági Szemle*, 782-806.
- Juhász, C., & Szöllősi, N. (2013). A biomassza alkalmazásának ökonómiai kérdései. Debreceni Egyetem.
- Kristóf, K. (2019. 03. 22.). *Üzletem*. Forrás: Munkavállalói Résztulajdonosi Program: így lehet hatékonyabb a munkaerő megtartása: <https://uzletem.hu/tanacsadas/munkavallaloi-resztulajdonosi-program-igy-lehet-hatekonyabb-a-munkaero-megtartasa>
- Nagy, B. (2007). Az osztalékrajtély és viselkedéstani magyarázatai. *Hitelintézeti Szemle, Hatodik évfolyam 6. szám*, 628-642.
- Szabó M. István. (2020. 04 30). *ALTEO: 59 százalékos növekedés, de elmarad az osztalékfizetés*. Forrás: Napi: <https://www.napi.hu/tozsdek-piacok/alteo-valsag-osztalekfizetes-2020.705354.html>
- Szabó Zsuzsanna. (2020. 04 17). *Napi*. Forrás: Az Appeninn az idén sem fizet osztalékot: [https://www.napi.hu/tozsdek-piacok/az\\_appeninn\\_az\\_iden\\_sem\\_fizet\\_osztalekot.704518.html](https://www.napi.hu/tozsdek-piacok/az_appeninn_az_iden_sem_fizet_osztalekot.704518.html)
- Szalka, É., & Katits, E. (2018). A mezőgazdasági vállalkozások növekedési lehetőségei pénzügyi szempontból. *Gazdálkodás*(62. évfolyam 1. szám), 28-48.
- Szemán, J. (2014). Vállalati osztalékpolitika - számít-e az ágazat? *Kulturális és társadalmi sokszínűség a változó gazdasági környezetben*. Komárom, Szlovákia.
- Tasi, P. (2020). *Kötvény- és részvényértékelés*. Tasi Péter, Budapest.

www.4ig.hu. (2020.11.15.). *Nagy lehetőségek küszöbén az IT-szektor – interjú.* Forrás: 4iG hivatalos weblap: [https://www.4ig.hu/Hirek/Nagy\\_lehetosegek\\_kuszoben\\_az\\_IT-szektor\\_-\\_interju.html](https://www.4ig.hu/Hirek/Nagy_lehetosegek_kuszoben_az_IT-szektor_-_interju.html)

www.4ig.hu. (2020.11.16.). *Innovációs célunk.* Forrás: 4iG hivatalos weblap: [https://www.4ig.hu/Innovacio/Innovacios\\_celunk.html](https://www.4ig.hu/Innovacio/Innovacios_celunk.html)

www.bet.hu. (2020.11.27.). *BÉT Cégbemutató.* Forrás: BÉT: [https://bet.hu/oldal/azonnali\\_piac#reszvenyek](https://bet.hu/oldal/azonnali_piac#reszvenyek)

www.bif.hu. (2020.11.29.). *Budapesti Ingatlan Portfólió.* Forrás: BIF - Budapesti Ingatlan Nyrt.: <https://www.bif.hu/>

www.e-beszamolo.im.gov.hu. (2020. 10 25). Forrás: E-beszámoló: [https://e-beszamolo.im.gov.hu/oldal/beszamolo\\_kereses](https://e-beszamolo.im.gov.hu/oldal/beszamolo_kereses)

www.forras.hu. (2019. 08 13). *Tájékoztatás a 2018. évi osztalék kifizetésének rendjéről, 1. oldal.* Forrás: <http://www.forras.hu/index.php?modul=menupontok&kod=502>

www.nav.gov.hu. (2020. 04 1). *A tőzsdei értékpapír osztaléka utáni szociális hozzájárulási adó a 19SZJA bevallásban.* Forrás: NAV: [https://nav.gov.hu/nav/ado/szocialis\\_hozzajarulasi\\_ado/A\\_tozsdei\\_ertekpapier\\_20200401.html](https://nav.gov.hu/nav/ado/szocialis_hozzajarulasi_ado/A_tozsdei_ertekpapier_20200401.html)

www.portfolio.hu. (2020. 09 24). *Felvásárlással nő tovább a 4iG.* Forrás: Portfólió: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20200924/felvasarlassal-no-tovabb-a-4ig-450004>

www.portfolio.hu. (2020. 02 12). *Kiszorít az E.ON az Elműben és az Émászban.* Forrás: Portfólió: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20200212/kiszorit-az-eon-az-elmuben-es-az-emaszban-415607>

www.portfolio.hu. (2020. 04 27). *Nem lesz osztalék az Állami Nyomdánál.* Forrás: Portfólió: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20200427/nem-lesz-osztalek-az-allami-nyomdanal-428652>

www.raba.hu. (2019. 10 10). *A RÁBA Járműipari Holding Nyrt. tájékoztatása osztalékpolitikáról.* Forrás: RÁBA Járműipari Holding Nyrt.: [http://www.raba.hu/befektetoi\\_oldal/befektetoi.raba.hu/doctar/kozvetetelek/2019/19-10-10\\_Osztalekpolitika.pdf](http://www.raba.hu/befektetoi_oldal/befektetoi.raba.hu/doctar/kozvetetelek/2019/19-10-10_Osztalekpolitika.pdf)

www.richter.hu. (2019. 04 10). *Richter Gedeon Konszolidált Éves Beszámoló 2018.* Forrás: Richter Gedeon Nyrt.: <https://www.richter.hu/HU/Befektetok/jelentesek/Evesjelentes/Richter-Gedeon-KPB-2018-HU-2019-04-10.pdf>

www.waberers.com. (2020.11.22.). *Osztalékpolitika*. Forrás: Waberers:  
<https://www.waberers.com/hu/befektetoknek/osztalekpolitika>

## 5. ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: A klasszikus irányzatok .....	9
2. ábra: ELMŰ - Osztalékfizetési ráta .....	27
3. ábra: ÉMÁSZ - Osztalékfizetési ráta .....	28
4. ábra: ANY - Osztalékfizetési ráta .....	29
5. ábra: Kulcs-Soft - Osztalékfizetési ráta .....	29
6. ábra: Richter - Osztalékfizetési ráta .....	30
7. ábra: ALTEO - Osztalékfizetési ráta.....	31
8. ábra: Budapesti Ingatlan - Osztalékfizetési ráta.....	33
9. ábra: 4iG - Osztalékfizetési ráta.....	34
10. ábra: Magyar Telekom - Osztalék és osztalékfizetési ráta.....	35
11. ábra: Forrás „B” – Osztalék és osztalékfizetési ráta .....	36
12. ábra: Átlagos egy részvényre jutó osztalék vállalatonként - 1 .....	38
13. ábra: Átlagos egy részvényre jutó osztalék vállalatonként - 2.....	38
14. ábra: Átlagos ROE érték vállalatonként - 1 .....	39
15. ábra: Átlagos ROE érték vállalatonként - 2 .....	40
16. ábra: Átlagos osztalékhozam vállalatonként - 1 .....	40
17. ábra: Átlagos osztalékhozam vállalatonként - 2 .....	41
18. ábra: Átlagos P/E vállalatonként - 1 .....	42
19. ábra: Átlagos P/E vállalatonként - 2 .....	42

## 6. MELLÉKLETEK

Az alábbi összefoglalót táblázatot mind a 16 vállalatra elkészítettem, mindegyiket helytakarékoság miatt nem közlöm.

<b>4iG</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>AE (eFt)</i>	3 379	4 107	4 044	133 818	348 166
<i>Saját Tőke (eFt)</i>	3 243 173	3 247 377	3 251 324	3 198 683	3 706 690
<i>DIV (Ft)</i>	0	0	0	0	100
<i>EPS (Ft)</i>	1.80	2.18	2.15	71.18	185.19
<i>részvény árfolyama (Ft)</i>	41.97	29.67	36.67	34.99	40.32
<i>részvény darabszám</i>	1 880 000	1 880 000	1 880 000	1 880 000	1 880 000
<i>ROE (%)</i>	0.1042	0.1265	0.1244	4.1835	9.3929
<i>osztalékfizetési ráta</i>	0.0	0.0	0.0	1.4049	0.0
<i>profitvisszatartási ráta</i>	1	1	1	-0.4049	1.0000
<i>osztalékhozam</i>	0	0	0	0	2.4799
<i>P/E</i>	23.3536	13.5812	17.0482	0.4915	0.2177

<b>4iG</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<i>AE (eFt)</i>	313 716	258 324	183 792	101 922	2826 944
<i>Saját Tőke (eFt)</i>	3 596 474	2 786 344	2 602 552	2 719 556	5492 713
<i>DIV (Ft)</i>	0	100	0	0	0
<i>EPS (Ft)</i>	166.87	137.41	97.76	54.21	150.37
<i>részvény árfolyama (Ft)</i>	36.66	44.77	51.15	208.79	756.69
<i>részvény darabszám</i>	1 880 000	1 880 000	1 880 000	1 880 000	1 8800 000
<i>ROE (%)</i>	8.7229	9.2711	7.0620	3.7477	51.4672
<i>osztalékfizetési ráta</i>	0.5993	0.0	0.0	0.0	0.1463
<i>profitvisszatartási ráta</i>	0.4007	1.0000	1	1	0.8537
<i>osztalékhozam</i>	0	2.2335	0	0	0
<i>P/E</i>	0.2197	0.3258	0.5232	3.8512	5.0322

### 2. táblázat: 4iG vállalat évenkénti adatai

Forrás: saját készítés

CÉG	Átlagos ROE (%)	Átlagos P/E	Átlagos osztalékhozam	Átlagos osztalékfizetési ráta
<i>4iG</i>	9.4202	6.4645	47.1340	0.2150
<i>ALTEO</i>	4.5181	10.6308	5.6042	0.1556
<i>ANY</i>	17.8956	11.9339	6.3282	0.7717
<i>Appeninn</i>	4.7543	48.1374	0.1459	0.0834
<i>Budapesti Ing</i>	10.4417	4.2115	8.7837	0.1817
<i>CIG Pannonia</i>	-11.0141	-4.8398	0.2302	0.0352
<i>ELMŰ</i>	10.5978	9.6943	8.3222	0.6586
<i>ÉMÁSZ</i>	9.3959	6.7937	8.4024	0.7894
<i>Forrás</i>	2.3055	5.2489	0.0000	0.4095
<i>Kulcs-Soft</i>	149.4905	15.8327	6.1309	1.0007
<i>M Telekom</i>	7.8724	27.9369	6.5819	0.5564
<i>Masterplast</i>	6.5772	5.8153	1.9098	0.0567
<i>MOL</i>	5.1551	1.1289	16.8614	0.1761
<i>OTP</i>	7.9014	5.0832	2.1679	0.2641
<i>Rába</i>	3.5207	-72.9485	0.4782	0.1144
<i>Richter</i>	7.8777	25.4414	8.3886	0.3801

CÉG	Átlagos adózott eredmény (eFt)	Névérték (Ft)	Darabszám (db)	Kapitalizáció (eFt)	Átlagos osztalék (Ft)
<i>4iG</i>	417,821	20	94,000,000	51,497,103	8.6667
<i>ALTEO</i>	336,681	12.5	19,386,274	15,149,504	15.5313
<i>ANY</i>	6,438,936	98	14,794,650	18,370,433	63.4444
<i>Appeninn</i>	9,709,619	100	47,371,419	15,198,496	7.0000
<i>Budapesti Ing</i>	2,302,456	10	287,024,440	84,141,652	9.8000
<i>CIG Pannonia</i>	(807,385)	33	94,428,260	27,881,186	10.0000
<i>ELMŰ</i>	16,769,800	10000	6,074,441	205,109,015	1695.0000
<i>ÉMÁSZ</i>	7,880,970	10000	3,050,421	94,949,551	1505.0000
<i>Forrás</i>	680,867	1000	4,000,000	12,253,156	50.0000
<i>Kulcs-Soft</i>	293,731	10	6,000,000	11,824,759	45.7273
<i>M Telekom</i>	39,410,900	100	1,042,742,543	402,912,523	30.5009
<i>Masterplast</i>	2,003,984	100	14,601,279	10,398,054	23.5000
<i>MOL</i>	115,665,300	125	819,424,824	1,623,218,015	431.7788
<i>OTP</i>	146,350,300	100	280,000,010	3,023,250,234	154.6822
<i>Rába</i>	567,900	1000	13,473,446	12,611,851	20.3825
<i>Richter</i>	44,697,300	100	186,374,860	1,231,979,210	72.2236

3. táblázat: Gazdasági mutatók összefoglaló táblázata

Forrás: saját készítés

<b>CÉG</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>4iG</i>	0.0000	0.0000	0.0000	1.4049	0.0000
<i>ALTEO</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>ANY</i>	0.5885	0.9411	0.9903	1.0386	0.9098
<i>Appeninn</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Budapesti Ing</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>CIG Pannonia</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>ELMŰ</i>	0.4172	0.3791	1.2342	0.5387	0.8001
<i>ÉMÁSZ</i>	0.0413	0.4984	0.2757	3.7731	0.6785
<i>Forrás*</i>	0.2479	0.1552	0.1781	0.4422	0.8194
<i>Kulcs-Soft</i>	1.0779	0.9773	0.8961	1.1824	0.9728
<i>M Telekom*</i>	0.6739	16.4005	1.6932	0.0000	0.0000
<i>Masterplast</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>MOL*</i>	0.0000	0.2516	0.3034	-3.1140	-0.9776
<i>OTP</i>	0.1730	0.3398	0.2780	0.6417	-0.9866
<i>Rába*</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Richter</i>	0.2480	0.2482	0.2508	0.2504	0.2457

<b>CÉG</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Átlag</b>
<i>4iG</i>	0.5993	0.0000	0.0000	0.0000	0.1463	0.2150
<i>ALTEO</i>	0.2494	0.3828	0.3390	0.5852	0.0000	0.1556
<i>ANY</i>	0.8136	0.7975	0.7761	0.8618	0.0000	0.7717
<i>Appeninn</i>	0.0000	0.8336	0.0000	0.0000	0.0000	0.0834
<i>Budapesti Ing</i>	0.0000	0.0000	0.2087	0.3466	1.2612	0.1817
<i>CIG Pannonia</i>	0.0000	0.0000	0.3521	0.0000	0.0000	0.0352
<i>ELMŰ</i>	0.7610	0.5781	0.6152	0.6036	0.0000	0.6586
<i>ÉMÁSZ</i>	0.6380	0.5846	0.5634	0.0513	0.0000	0.7894
<i>Forrás*</i>	-0.4238	-0.1194	0.4730	0.5077	0.4525	0.4095
<i>Kulcs-Soft</i>	1.0182	0.6772	1.1890	1.0248	0.9913	1.0007
<i>M Telekom*</i>	0.4958	0.4806	0.6260	0.5659	0.4725	0.5564
<i>Masterplast</i>	0.0000	0.0489	0.0388	0.1639	0.3154	0.0567
<i>MOL*</i>	-0.1787	0.2544	0.0413	0.3818	0.0000	0.1761
<i>OTP</i>	-0.4775	0.2662	0.2203	0.1941	0.0000	0.2641
<i>Rába*</i>	0.0000	0.1974	0.1993	0.6327	-11.6154	0.1144
<i>Richter</i>	0.2471	0.2951	1.2585	0.5149	0.2427	0.3801

4. táblázat: Osztalékfizetési ráta összefoglaló táblázata

\*átlagszámításnál a negatív illetve a nagyon kiugró érték kiszűrve

Forrás: saját készítés



