

FAZAKAS GERGELY–KOSÁRKA JUDIT

Osztalékpolitikai elméletek

Az osztalékpolitikáról szóló szakirodalom központi kérdése, hogy létezik-e a részvényesek szempontjából optimális osztalékpolitika, azaz lehet-e osztalékpolitikai döntésekkel többletértéket teremteni a tulajdonosok számára. Az osztalékpolitikai cikkek általános kiindulópontja Modigliani és Miller 1961-ben publikált tanulmánya, amely az osztalékpolitika irrelevanciáját állítja középpontba: tökéletes piacon az osztalékpolitika érdektelen, nem teremt többletértéket. E cikk egyértelmű igazodási, viszonyítási pontot jelent a téma kutatói számára, akik a kérdéskört abból a nézőpontból vizsgálják, hogy miként befolyásolják a tökéletestől eltérő piaci körülmények a vállalatok osztalékpolitikáját, és ezeket a tökéletlenségeket figyelembe véve hogyan árazza a piac a vállalat által követett osztalékpolitikát. A gyakorlatban tényezők széles köre lehet hatással a vállalatok által követett osztalékpolitikára és a döntések, változtatások piaci fogadtatására.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G35.

Az osztalékpolitikai elméletek központi kérdése, hogy lehet-e osztalékpolitikai döntésekkel többletértéket teremteni a tulajdonosok számára. E téma irodalma az *Modigliani–Miller* [1961] tanulmányból nőtt ki, amely az osztalékpolitika irrelevanciáját állította középpontba, azt állítva, hogy tökéletes piacon az osztalékpolitika érdektelen, nem teremt többletértéket. A cikk megjelenése óta ez egyértelmű igazodási, viszonyítási pontot jelentett a szakirodalom számára: a vizsgálódás fő területévé az vált, hogy a tökéletestől eltérő piaci körülmények hogyan befolyásolják a vállalatok osztalékpolitikáját, és ezeket a tökéletlenségeket figyelembe véve a piac hogyan árazza a vállalat által követett osztalékpolitikát. A szakirodalom az osztalékpolitikát befolyásoló tényezők széles körével foglalkozik. E tényezők – a befektetők kockázatvállalási és portfóliódiverzifikációs hajlandósága, a befektetési időtáv, a jövőbeli újrabefektetési és jövedelmezőségi kilátások, az ágazaton belüli versenytársak osztalékpolitikája, illetve az ágazatok közötti különbségek, az alternatív finanszírozási és a tranzakciós lehetőségek költségei, az informáltság és információs játzmák, illetve a bizonytalan helyzetekben való döntési magatartások a gyakorlatban stb. – mind-mind hatással vannak a vállalatok által követett osztalékpolitikára és annak piaci fogadtatására.

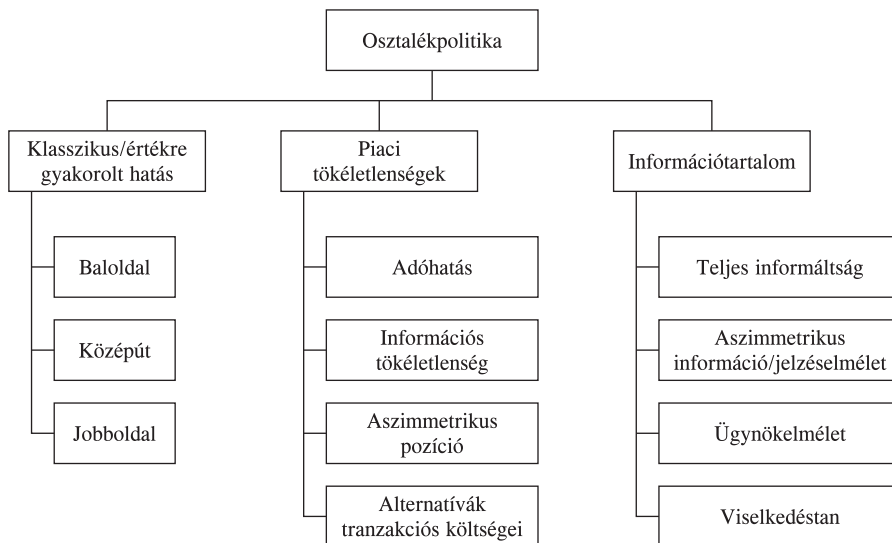
Az osztalékpolitikai álláspontok csoportosítása

Az osztalékpolitikáról szóló vitacikkek által vizsgált tényezők, feltételezések köre rendkívül szerteágazó. Nyilvánvalónak tűnik, hogy egy-egy tényező hatását szinte lehetetlen függetlenül kezelni. Sokan osztalékpolitikai rejtélyről beszélnek, hiszen például van, hogy a vállalatok a nyilvánvaló adóhátrányok ellenére jelentős osztalékot fizetnek,¹ és van, hogy az információs hatások ellenére tartózkodnak az osztalék kifizetésétől. Magától értetődőnek tűnik, hogy a vállalati adottságok – az iparág, a befektetői kör, a szabályozó- és adórendszer, a vállalatvezetés, a befektetési és finanszírozási lehetőségek – együttesen befolyásolják a cég osztalékpolitikáját.

Az osztalékpolitikai elméletek csoportosítási lehetőségeinek sokszínűségét megmutatva, felvázoljuk a vitabeli álláspontok néhány rendszerezési lehetőségét.

1. ábra

Az osztalékpolitikai elméletek egy átfogó csoportosítása



A klasszikus jobboldal–baloldal–középutas csoportosítás

Az 1950-es évek uralkodó elképzelése a „minél magasabb osztalékfizetés – annál jobb” elv volt (*Graham–Dodd* [1951], *Gordon* [1959]). Ezt az irányzatot a későbbiekben hagyományos, konzervatív vagy a politikai életből vett analógiával jobboldali álláspontnak is nevezték. Megállapításuk lényegét jól tükrözi a következő idézet: „... általánosan elfogadott gyakorlat, hogy a részvények értékelésénél nagyobb súllyal veszik figyelembe azt a nyereségrészt, amit osztalékként kifizetnek, mint azt a részt, amit nem osztanak ki” (*Graham–Dodd* [1951] 432. o.).

E konzervatív álláspont mögött – kimondatlanul is – az információs aszimmetria állt.

¹ *Allen–Michaely* [2003] szerint az osztalékpolitikai rejtély kifejezést először *Black* [1976] használta annak jellemzésére, hogy a vállalatok annak ellenére hatalmas osztalékokat fizetnek, hogy más, kedvezőben adózó kifizetési lehetőségeik is lennének.

A korabeli tőkepiacok információáramlása lényegesen rosszabb volt a mainál, a befektetők korlátozottan, nehezebben juthattak információhoz. Ilyen helyzetben az osztalékok emelése kétféle módon is áremelő hatású.

Egyrészt a társaságok eredményességét a befektetők nem a nehezebben megszerezhető eredményadatokkal, hanem a nyilvánvaló, kézzelfogható osztalékadatokkal azonosítják. Jellemző, hogy a szerzők csak hosszas vita után fogadták el, hogy a magasabb osztalék árnövelő hatása végül is azzal magyarázható, hogy magasabb osztalékfizetési hányad esetén az *azonos eredményt* jutalmazza a befektetők *magasabb árral*, tehát a magasabb osztalékot *magasabb P/E* rátával² értékelik (*Graham és szerzőtársai* [1962]). *Graham–Dodd* [1951] álláspontja tehát azt tükrözte, hogy *az osztalék maga az értékképző tényező*; *Graham és szerzőtársai* [1962] álláspontja pedig az, hogy *az eredmény* mutatja a társaság jövedelmezőségét, de a befektetők szubjektív okok miatt többre értékelik az osztalékot a visszaforgatott eredménynél.

Másrészt az osztalékok kifizetése egyfajta tiszta lapot teremt a vállalatok újrafinanszírozásához. Amelyik vállalat további beruházásokat tervez, a gondolatmenet alapján akkor is jobban jár, ha eredményét osztalékként kifizeti, és utána a szükséges tőkét új részvények kibocsátásával a tőkepiacon pótolja, hiszen a kibocsátási tájékoztatók alapján a befektetők pontosabban láthatják a vállalat tényleges helyzetét, és a meghirdetett magasabb osztalékok miatt pedig a befektetők is többre értékelik ezt a társaságot, magasabb áron fogják lejegyezni az új részvényeket is. Az elmélet szélsőséges végigvitelét jelentette, hogy törvényjavaslatot szorgalmaztak az Egyesült Államokban, amely kötelezte volna a vállalatokat összes adózás utáni eredményük osztalékként való kifizetésére (*Rubner* [1965]).

Az ötvenes évek uralkodó irányzatában már megtalálhatók olyan érvek, amelyek a későbbi elméleteknek is szerves részévé váltak. Az 1970-es évektől tanulmányok sora empirikusan is bizonyította, hogy a kis- és nagytulajdonosok közti aszimmetrikus informáltság, a vállalatvezetés és a tulajdonosok közti érdekellentét (ügynökelmélet), a „biztos pénz” elve, az iparági többi vállalat politikájához való azonosulási kényszer az osztalékok növelésére ösztönzi a vállalatokat.

A *klasszikus rendezési mód* a jobboldal–baloldal–középutas trichotómiába sorolja még a 2000-es években is az egyes álláspontokat. Ez a rendezési elv az 1960-as évekig nyúlik vissza. Az 1960-as évek elején a klasszikus osztalékmaximalizáló állásponttal szemben mindenki mást, aki nem ezt az elvet vallja, baloldalinak tekintenek, így a Modigliani–Miller-féle megközelítést is (lásd *Brealey–Myers* [2005] 468. o.).

Az 1960-as évek végétől azonban egy új irányzat, a ténylegesen az osztalék minimalizálását előtérbe helyező úgynevezett *radikális baloldal* lépett színre. Érvelésük középpontjában az árfolyamnyereség-adó és az osztalékadó eltérő mértéke volt. Az Egyesült Államokban az osztalékokat ugyanis a magyarországi személyi jövedelemadó összevont adóalapjához hasonlóan adóztatták, és csak az árfolyamnyereség-adó számított elkülönült jövedelemnek. Ennek köszönhetően az osztalék sávosan, a befektető többi – közte a munkaviszonyból származó – jövedelmével együtt adózott, és a progresszív adókulcsok döntő része (természetesen a befektetni leginkább képes legmagasabb jövedelműek esetében) meghaladta az árfolyamnyereség adóját, vagyis az osztalékágon kikerülő jövedelmek adóhátrányt szenvednek. Az Egyesült Államok 1986. évi adóreformja egységesítette az adókulcsokat, de az osztalékadó kulcsai a sorozatos kisebb módosítások hatására 1992-től újra meghaladták az árfolyamnyereség-adóét. A kialakult aránytalanságot egy újabb reform, a 2003. évi adóreform próbálta újra orvosolni.

² *P/E* (price/earning ratio): egy részvény árának és az egy részvényre jutó adózás utáni eredménynek a hányadosa.

A radikális osztalékcsoökkentő álláspont lényege, hogy mindaddig, amíg a vállalat tulajdonosai több adót fizetnek az osztalék, mint az árfolyamnyereség után, az osztalék kifizetése az effektív adóhátránynak megfelelő vagyonvesztést jelent a részvénytulajdonosok számára. Az osztalékfizetést tehát célszerű minimalizálni, optimális esetben elhagyni, sőt, szélső esetben teljesen megszüntetni, és a részvényeseket a részvényeladásal való pénzkivétel irányába terelni.

Az osztalékfizetés adóhátrányát növeli az adófizetés elhagyhatóságának elve. Míg az osztalék után ugyanis a kifizetés évében ki is kell fizetni az adót, az árfolyamnyereség adója a tényleges realizálásig elhagyható. Hasonló ütemű adózás előtti értéknövekedést feltételezve ez azt jelenti, hogy a befektető ingyenes hitelt kap az adóhivataltól befektetése növelésére egészen annak realizálásáig.³ Az adófizetés elhagyhatósága opciós előnyt is jelent a befektető számára, aki szabadon dönthet az opció lehívásának időpontjáról, azaz az árfolyamnyereség realizálásáról, ami ezen opció időértékével is növeli a befektető pozíciójának értékét.

Az elmélet gyakorlati megvalósításának gyenge pontja a beruházási politika rögzítettsége. Ha ugyanis a vállalat képes korlátlanul vagy legalábbis a teljes megmaradt eredménynek megfelelő új beruházást megvalósítani, akkor a ki nem fizetett pénzek a vállalati eszközértéket növelik, és így minden részvényes képes realizálni a kívánt vagyonnövekedést a részvényárfolyam növekedésével.

Ha azonban a vállalatnak limitáltak a befektetési lehetőségei, forrásbősége keletkezik a túlzott újrabefektetési hányad miatt. Erre a helyzetre a megfelelő stratégia a részvényvisszavásárlás, ami az új részvények kibocsátásával ellentétes hatást okoz az eszközök értékében, a kint lévő részvények számában és a vállalat eszközértékében.⁴ Az adóelőnyök tehát arra sarkallhatják a vállalatokat, hogy az osztalékfizetés helyett a rendszeres részvényvisszavásárlás útján juttassanak vissza a részvényeseknek a vállalati vagyonból.

A gyakorlatban azonban (az adóhatóság szigorú ellenőrzése és esetleges szankciója miatt) az osztalékfizetés teljes megszüntetése – az éppen növekedési periódusban lévő vállalatokat leszámítva – nem jelentett reális alternatívát, de annak radikális lecsökkentése igen.

Az osztaléket növelni óhajtó jobboldal és az azt csökkenteni kívánó baloldal között többen a *középső útra* szavaztak. Álláspontjuk lényege, hogy ugyan a Modigliani–Miller-féle feltételrendszer a valóságban nyilván nem valósul meg, de a különböző piaci tökéletlenségek adott együtteséhez már igazodtak a piaci szereplők, így egyensúly alakult ki. A szakirodalom ezt, amikor a vállalatok adott osztalékpolitikájához alkalmazkodva adott ügyfélkörök alakulnak ki, ügyfélhatásnak nevezi. Az ügyfélkört a részvényesek osztalékkal szembeni preferenciái alakítják ki, egyrészt aszerint, hogy a befektetőknek milyen osztalékadókulcsokkal kell adóznuk,⁵ másrészt hogy milyenek a személyes preferenciáik az osztalékra vonatkozóan: folyamatos jövedelmet szeretnének, vagy inkább a végső tőkejövédelmet maximalizálnák. A befektetői magatartást befolyásolja az életkor, a sze-

³ Az 1986. évi adóreform során az egyik vizsgált szempont az volt, hogyan lehetne az árfolyamnyereség-adót is az osztalékadóhoz hasonlóan, évente beszedni. Az elképzelések két probléma miatt futottak zsákutcába. Egyrészt nehéz megbecsülni az adásvétellel nem realizált tényleges részvényértékeket (becslési probléma). Másrészt az adóalanyok vagyona ez esetben nem likvid eszközben, hanem részvényben fekszik, így az adófizetés likviditási nehézségekbe ütközhet (likviditási probléma).

⁴ Piaci értéket értékelve az eszközök között szerepeltetett saját részvények nulla értéket képviselnek. (Számviteli szempontból a nyilvántartási érték a bekerülési ár, de legalább a névérték.)

⁵ Az Egyesült Államokban ezt az okozza, hogy – ahogy már említettük – a magánbefektetők megszerzett osztaléka összevontan, progresszív adókulccsal adózik. Magyarországon a magánbefektetők 10, 25 vagy 35 százalékos adókulcsának nagysága nem a befektető jövedelmi helyzetétől, hanem vállalat-specifikus adatoktól (a vállalatot bevezették-e a tőzsdére; a fizetett osztalék meghaladja-e a saját tőke 30 százalékát) függ. Ugyanakkor a vállalati részvénytulajdonosok kapott osztaléka adómentes.

mélyes élethelyzet, a biztonságra való törekvés, a fellendülésre vonatkozó várakozás és a személyes likviditási helyzet is.

Egyensúlyi helyzetben az egyes vállalatoknak már nem érdekük az osztalékpolitika változtatása, az nem a vállalati érték változásával, hanem a befektetői-tulajdonosi kör módosulásával, egy új, szintén stabil ügyfélkör kialakulásával jár együtt. Ilyen értelemben az osztalékpolitikának nem tökéletes piaci viszonyok közepette sincs hatása a vállalati értékre (*Modigliani–Miller* [1961]).

Természetesen, ha vállalatok széles köre átalakítja osztalékpolitikáját, akkor – a széles körű alkalmazkodási folyamat miatt – gyökeresen más csoportok is kialakulhatnak, ami a részvényárfolyamok megváltozását is okozhatja. Az egyes vállalatok esetében nem egyértelmű, hogy az egyszerű változás miként befolyásolja az árfolyamot. Az osztalékpolitika gyakori változtatásának viszont van értékcsökkentő hatása, hiszen az ügyfélkör állandó alkalmazkodása, átállítása költséges folyamat. Egyrészt az alkalmazkodás adásvétellel jár, amelynek tranzakciós költségei vannak, másrészt a gyakori változások a befektetők körében bizonytalanságot okoznak, harmadrészt a negatív hatások mindig nyilvánvalóbbak a pozitív hatásokhoz képest.

A piaci tökéletlenségek alapján történő csoportosítás

A baloldal–jobboldal–középutas nézetek mindegyike részlegesen szemlélte a változások hatását, és csak egy-egy tényezőre – a baloldal főleg az adók hatására, a jobboldal az információk hatására, a középutások a piaci tökéletesség vagy az adott egyensúlyi helyzet modellezésére – koncentrált. A későbbi cikkek alapján nyilvánvalóvá vált, hogy a vizsgálatba érdemes bevonni a hatótényezők széles körét. Az osztalékpolitikai vizsgálatok egy lehetséges csoportosítása arra épül, hogy a vizsgálatok során mely tökéletes piaci feltételezést oldanak fel (*Jaksity* [1991], *Allen–Michaely* [2003]). A modellek egy része

- *adóhatással* számol (az árfolyamnyereség és az osztalék eltérő adókulcsára épülő ügyfélmodellek),
- az *információs tökéletlenségeket* modellezi (aszimmetrikus informáltság, pénzügyi viselkedéstani modellek),
- a szereplők *aszimmetrikus pozíciójára* épít – vagyis arra, hogy nem mindenki árelfogadó a tőkepiacon (vállalatvezetők *versus* részvényesek, régi részvényesek *versus* lehetséges új részvényesek, kötvényesek *versus* részvényesek szembenállása),
- az osztalékpolitikai alternatívák tranzakciós költségeinek hatását vizsgálja (ügyfélmodellek, pénzügyi viselkedéstan, iparági, vállalatspecifikus, eszköz- és forrásoldali különbségek),
- intézményi korlátokat elemez (egyes intézmények az osztalékot szabályozói kötöttségek miatt is előnyben részesíthetik – például az osztalék folyó jövedelemnek minősül, amelyet a nonprofit szervezetek szabadabban használhatnak fel a végleges tőke kivételnek minősülő részvényeladással – árfolyam-realizálással – szemben).

Természetesen a csoportok között átfedés is van, amikor egyszerre több piaci tökéletlenség közös hatását is modellezzik.

Az osztalék információtartalma alapján való csoportosítás

Az osztalékpolitikák egyik lehetséges csoportosítási szempontja azt vizsgálja, hogy az osztalékkifizetésben érdekelt szereplők tekinthetők-e teljesen informáltak, illetve köztük van-e információs aszimmetria.⁶

a) Teljes informáltságon alapuló modellek. A teljes informáltságon alapuló modellek az osztaléknak nem tulajdonítanak információs szerepet. Feltételezésük szerint a részvényesek minden, számukra szükséges információval rendelkeznek. Ezek alapján az egyes vállalatok osztalékfizetési különbségeit megmagyarázza a többi piaci tökéletlenség (adózás, tranzakciós költségek, növekedési lehetőségek, részvényesi igények stb.)

b) Aszimmetrikus információs modellek. Az aszimmetrikus informáltságot feltételező modellek két érdekelt csoport közötti információs különbségre vezetik vissza az osztalékpolitikai különbségeket. Eltérő információkkal alapvetően a részvényesek és a vállalatvezetők rendelkeznek, de szerepe lehet a nagyrészvényesek és kismérvényesek eltérő informáltságának is.

1. A jelzésemélet kidolgozása Ross [1977] nevéhez köthető. A későbbi, információs aszimmetrián alapuló modellek mind a Ross-féle jelzéseméleti modellt továbbfejlesztésének tekinthetők. Ross elmélete szerint a vállalatvezetők belső információik révén lényegesen többet tudnak a nyilvános piacon kereskedő jelenlegi és potenciális részvényeseknél. A nyilvános információk gyakran vagy félrevezetők (piaci szeszélyes ármozgások), vagy túl homályosak, nehezen értelmezhetők (jövőbeli várakozások), vagy nem elég hangsúlyosan jutnak el a szereplőkhöz (például a befektetők az eredményadatoknak kevésbé hangsúlyos információhordozó szerepet tulajdonítanak, mint az osztalékfizetésnek). Éppen ezért a vállalatvezetők – hogy mintegy saját jó munkájukat is transzparensabbá tegyék – rá vannak kényszerítve arra, hogy belső információkról jelzéseket adjanak a piacoknak. Az osztalékfizetés látványos, hatásos eszköz, hiszen tényleges pénzáramlást jelent, kézzelfogható a nagysága, és ezért a befektetők hangsúlyosan figyelik az alakulását.

Ross elmélete szerint a befektetők nem is az osztalék szintjét, hanem annak változását figyelik: az osztalék növelése jó hírnék, az osztalék csökkentése pedig rossz hírnék számít. Sőt, az osztalék csökkentésének jelentősebb (negatív) információtartalma van, mint az osztalék emelésének. Ez az elmélet a már említett klasszikus Gordon-féle osztalékélemélet továbbfejlesztése – az is a részvényesek kiegyensúlyozott pénzáramlásra való igényét és az osztalékkifizetések lefelé való rugalmatlanságát hirdette. Lang-Litzenberger [1989] tanulmánya empirikusan is bizonyította, hogy az osztalékesésnek nagyobb a jelzőszerepe.

Ilyen helyzetben viszont az osztalékpolitika lefelé való megváltoztatása igen költséges, a kiváltott árhathatások jelentősek lehetnek. A vállalatoknak csak akkor érdemes elszánni magukat az osztalékemelésre, ha bíznak abban, hogy képesek lesznek erre a jövőben is. Az osztalékpolitika mint jelzőeszköz tehát költséget is jelent, és ez nyilván növeli határosságát. Ha nem lenne semmilyen átváltás, minden vállalat nyakra-főre alkalmazná, hogy a figyelmet önmagára irányítsa. Így azonban csak olyan vállalatok engedhetik meg maguknak, amelyek nagy valószínűséggel képesek fenntartani ezt a szintet.

A modell továbbfejlesztésénél Bhattacharya [1980] egy másik költségtétel, az adók hatását is beépítette. Feltételezése szerint az adók bevonása a jelzések vizsgálatába még inkább megerősíti az osztalék jelzőszerepét. Mivel az osztaléket jobban adóztatják, mint

⁶ Részletes áttekintést ad például Frankfurter-Wood [2002] vagy magyarul Nagy [2007].

az árfolyamnyereséget, az osztalék jelzésekénti használata még költségesebbé válik. Így az a vállalat, amelyik mégis az osztalékszint emelésével jelez, nagyon fontos hatékonysági jelzést kíván a piacra küldeni. Ebből az következik, hogy a jelzés költségének megnövekedése tovább emeli az információ piacra juttatásának hatáosságát.

2. Egy másik megközelítés a nagyrészvényesek és kisorszvényesek közötti információs különbséget vizsgálja. Nyilvánvaló az információs aszimmetria: egyrészt a nagytulajdonos rendelkezhet a vállalatvezetők kiválasztási jogával, másrészt a részvénytulajdonosok miatt is jobban megéri neki az információk begyűjtése. Ebből az következik, hogy a koncentrált tulajdonosi körű vállalatok esetében a jelzéseméletnek nincs akkora szerepe, hiszen a tulajdonosok a piaci átlagnál úgyis jobban informáltak.⁷

Az osztalékpolitika és a növekedési lehetőségek a jelzésemélet segítségével együttesen is vizsgálhatók. Ross [1977] és Litzenberger–Ramaswamy [1980] egyaránt azt állapította meg, hogy ha még csak megvalósításra érdemes tervekkel rendelkeznek a vállalatok, akkor is inkább hajlandók nagyobb osztalékfizetésre és utána több részvény kibocsátására, csak hogy megkülönböztethessék magukat a „rosszabb” vállalatoktól. Ez nyilván azzal magyarázható, hogy a magasabb osztalékfizetés árnyéknövekedést tesz lehetővé, és a részvénykibocsátáskor ez a többletbevétel ellensúlyozza a tőkebevonás tranzakciós költségeit.

A modell értékelésének kritikus pontja annak időhorizontja. Rövid távon az osztalék emelésének hírére megfigyelhető az árak emelkedése. Például Grullon és szerzőtársai [2002] a bejelentést követő három kereskedési nap során abnormális hozamokat tapasztalt: az osztalékok emelkedését pozitív, azok csökkenését negatív ármozgások kísérték. Megkérdőjelezhető ugyanakkor, hogy ezekért a rövid távú hatásokért érdemes-e a jelzéseket leadni a vállalat jövedelmezőségéről, és nem lenne-e ennek más, olcsóbb és hatósabb módja is.⁸

Hosszabb távon azonban az osztalékok jelzőszerepe megkérdőjelezhető. Ugyancsak Grullon és szerzőtársai [2002] tanulmánya szerint az osztalékpolitika megváltozása nem a jövőbeli lehetőségek előrejelzését, hanem a múltbeli eredményváltozásokra való reakciót jelenti csak.⁹ Hasonló eredményre jutott Benartzi és szerzőtársai [1997]. Miller [1987] megállapítása szerint is az osztalék változása nem a jövőbeli eredmény előrejelzője, hanem inkább a múltbeli eredmény alakulásának követője. A vállalati életciklus (növekvő vagy érett szakasz), illetve a vállalati felesleges pénzmennyiség inkább megmagyarázhatja az osztalékpolitikát.

c) Ügynökélet. Bár az ügynökélet az aszimmetrikus informáltság vizsgálata során született meg, szól a szereplők cselekvési és ellenőrzési lehetőségei, valamint érdekei különbözőségeiből eredő ellentétéről is. Klasszikusan a vállalati vezetők és a részvényesek közti kapcsolatot, a tulajdonosi kontroll problémáit tárja fel, de egy új irányzat az osztalékfizetés kapcsán a részvényesek és kötvényesek közti érdekellentétet elemzi.

Az úgynevezett *szabad pénzáram hipotézise* szerint az osztalékfizetési politikát az ügynökköltségek csökkentésével lehet a legjobban magyarázni (Jensen–Meckling [1976], Jensen [1986]). Ha egy vállalat jelentős szabad pénzáramlásokat termel, ez a vállalatve-

⁷ Az erre vonatkozó empirikus vizsgálatokat együtt végezték az ügynökéletre vonatkozó vizsgálatokkal, így erre ott fogunk kitérni.

⁸ Allen–Michaely [2003] tanulmány szerint akár a felgyülemlett pénz egy részének látványos elégetése a Wall Streeten is hatásosabb jelzés lehetne.

⁹ Vizsgálataik szerint az osztalék emelkedését nem követte a jövedelmezőség növekedése, sőt annak csökkenését lehetett a következő három évben megfigyelni. Viszont az osztalékemelés megelőző években eredménynövekedést tapasztaltak. Hasonlóképpen az osztalékok csökkentését nem a jövedelmezőség csökkenése, hanem annak emelkedése kísérte, ugyanakkor a megelőző évek eredményei csökkenést mutattak.

zetőket a tulajdonosi információk és ellenőrzés hiánya miatt felelőtlen költekezésre csábíthatja. Egyrészt olyan befektetéseket (például felvásárlásokat) is végrehajthatnak, amelyek megtérülése kétséges, de a vezetők hatalmi pozícióját erősítik. Másrészt megnőhet a vállalatvezetők ingyenes juttatásokra, fogyasztási célú jövedelemre való igénye. Ezek kivédésével, az érdekellentét feloldásával foglalkozik az ügynökelmélet – a szabad pénzáram hipotézise szerint az osztalék emelése ennek egy olcsó lehetősége. A vállalatvezetők által elkölthető szabad pénzmennyiség így lecsökken, a tulajdonosi kontroll a pénzkivonással közvetlenül megvalósul, és a vállalatvezetők rákényszerülnek arra, hogy a sokkal átláthatóbb, több információt megkövetelő nyílt piaci tőkeszerzéssel jussanak forrásokhoz (Easterbrook [1984]).

A téma legutóbbat idézett szerzője, Jensen [1986] a jelzésemélettel szemben azt állítja, hogy az osztalék emelésének nem az a szerepe, hogy a vállalati jó híreket közvetítse, hanem hogy *maga az osztalék az a pozitív esemény*, amit a piac értékel, hiszen ez a vállalatvezetők hatékony megfigyelésének megvalósulását igazolja.

Lang–Litzenberger [1989] a szabad pénzáramlás hipotézisét vizsgálta. Mintájukban a vállalatokat kétféle osztották a Tobin-féle q mutató (a vállalati eszközök piaci értékének és újraelőállítási értékének hányadosa) alapján: a múltban túlzott mértékben ruháztak be azok a vállalatok, melyek q értéke 1-nél kisebb. Megállapításaik szerint e cégek osztaléknövelését a piac jelentősen nagyobb áremelkedéssel honorálta, mint az 1-nél nagyobb q értékű vállalatok osztaléknövekedését, ahol nem beszélhetünk túlzott befektetésről.

Jensen–Meckling [1976] és Shleifer–Vishny [1986] vizsgálatai szerint kisebb az osztalékemelésre való készletés akkor, ha a tulajdon és a kontroll nem válik el élesen egymástól. A Jensen–Meckling-szerzőpáros olyan vállalatokat hoz fel példának, ahol a vállalatvezetők is rendelkeznek tulajdonosi jogokkal, Shleifer–Vishny-szerzőpáros pedig a koncentrált tulajdonosi körrel rendelkező vállalatokat elemzi. Mindkét helyzet az ügynökköltségek csökkenéséről szól – a fenti vállalatoknál a meghatározó tulajdonosoknak nagyobb rálátásuk van a vállalatvezetők döntéseire, így nincsenek rákészítve arra, hogy az osztalék kifizetésével „elvonják” a vállalatvezetők által szabadon elkölthető pénztartalékokat.

A későbbi elemzések az ügynökelmélet további megközelítéseit vizsgálták. Bhattacharya [1988] szerint az ügynökprobléma a vállalatvezetők képességeivel is összefüggésben van, és így egy jobb besorolású vállalatvezető megteheti azt, hogy alacsonyabb osztalékot határoz meg rosszabb minőségű társainál. La Porta és szerzőtársai [2000] tanulmány pedig az országok közti különböző jogi szabályozási szint hatását vizsgálja. Érvelése szerint minél alacsonyabb szintű egy országban az értékpapírok jogi szabályozottsága, annál magasabb osztalékot kell a tulajdonosoknak fizetniük a jó hírnévre törő vállalatoknak – hiszen ezeken a piacokon az osztalékfizetésnek (egyéb információcsatornák szűkében) magasabb az információtartalma, és egyben az átláthatóságot is jobban garantálja.

A megbízó-ügynök elmélet egy speciális értelmezése a kötvényesek és részvényesek érdekellentétére. A szakirodalom ezt a problémát inkább az opciók és a csődelmélet területéhez sorolja, és csődopció néven közismert. A probléma lényege, hogy az eladósodott vállalatok részvényesei speciális döntési helyzetben vannak: dönthetnek arról, hogy felszámoltatják-e vállalatukat, vagy a hitelek rendezésével a továbbműködést választják. A döntés az opciós árelmélettel jól bemutatható. A részvényesek a jogosultak, a hitelezők a kötelezettek, az opció tárgya a vállalat, vagy precízebben definiálva: a vállalat eszközeinek összessége, a lehívási ár pedig a hitelek törlesztendő értéke, az opció értéke pedig a részvények összértéke.

Vételi opcióként felfogva a helyzetet, a részvényesek a hitel törlesztésével visszakapják eszközeiket a hitelezőktől: ezt a jogot akkor fogják gyakorolni, ha az eszközök a törlesztendő összegnél többet érnek. Akkor érdemes a vállalatot megmenteni, ha többet

ér a hiteleknel. A megbízó-ügynök-problémába ágyazva a kérdést, a részvényesek mintegy a hitelezők vagyongondnokaként járnak el: a hitelként rájuk bízott összeget úgy igyekeznek befektetni, hogy a megtermelt vállalati pénzáramlásokból a hiteleket vissza tudják majd fizetni. A helyzet aszimmetrikus, hiszen a részvényesek nemcsak hogy mélyebb információkkal rendelkeznek, de cselekvési joguk is nekik van. Ez a cselekvési jog – ha a kötvényesek nem korlátozták – az osztalék kifizetésére is vonatkozik. Márpedig az osztalék kifizetése csökkenti a társaság eszközeinek értékét, és ezzel mind biztosabbá teszi azt, hogy a vállalat a hitelezők tulajdonába fog átmenni. A részvényesek biztos pénzt tudnak az osztalékkal kiszivattyúzni a halódó vállalatból – igaz, a vételi opció értéke csökken, de az időértéknek köszönhetően az opció (azaz a részvény) értékének csökkenése kisebb a kivett eszközérték csökkenésénél.

Az osztalékfizetés így az eladósodott vállalatoknál felfogható egy kötvényesektől részvényesekhez irányuló vagyontranszfernek is. *Kalay* [1982] vizsgálatai főleg arra vonatkoznak, hogy a kötvényesek milyen adósságmegállapodásokkal, úgynevezett kovenánsokkal¹⁰ képesek ezt a vagyontranszferet minimalizálni. Azokat a vállalatokat vizsgálta, amelyek adott évben csökkentettek osztalékaikon. Megállapítása szerint azoknak a vállalatoknak, amelyeknél a kovenánsok életbe lépése kényszerítette ki az osztalék csökkentését, szignifikánsabban nagyobb mértékű eredménycsökkenéssel kellett szembenéznük, mint az osztalékot saját elhatározásból csökkentőknek. *Kalay* nem hozta összefüggésbe eredményeit a csődopcióval – az eladósodottság önmagában szerepelt magyarázó tényezőként a várható eredmény és az osztalékpolitika kapcsolatát magyarázó modelljében. Ugyanakkor eredményei azt jelentik, hogy az osztalékpolitika információs (a jövőbeli eredményt előrejelző) hatásánál erőteljesebb a csődopciós hatás – a túlzott mértékben eladósodott vállalatoknál a kötvényesek érdekérvényesítő beavatkozása megalapozott.

d) Viselkedéstani modellek. Az „osztalékrejtelj” kifejezés abból is fakad, hogy a fenti tényezők nemcsak egyenként, de gyakran még együttesen sem képesek megmagyarázni a vállalatok és a részvénytulajdonosok osztalékpreferenciáit. Úgy tűnik, hogy a racionális vagyontmaximalizálási szemponton túl további tényezők is befolyásolják ezt. Az 1970-es években kialakuló pénzügyi viselkedéstudomány másfajta befektetői racionalitás alapján magyarázza az osztalékhoz való viszonyt. A szerteágazó elmélet fő megállapítása, hogy a különböző szereplők társadalmi-gazdasági normák, viselkedési formák, minták alapján hozzák meg döntéseiket, és arra nagy hatással van a tömegpszichológia is – főleg abban az esetben, ha objektív, egyértelmű információk nem állnak rendelkezésre.

A viselkedési formák magyarázó szerepére egy korai példa *Michel* [1979] vizsgálata, amely azt mutatja, hogy szisztematikus kapcsolat van az ágazathoz való tartozás és a vállalati osztalékpolitika között. Véleménye szerint ez azt bizonyítja, hogy a vállalatvezetőket a tulajdonosok megtartásában az is befolyásolja, hogy a vetélytársak milyen osztalékpolitikát folytatnak. A későbbi kutatások ezt a magyarázatot inkább az ágazatspecifikus okok közé sorolták.

A szokások és normák oldaláról közelíti meg az osztalékfizetést *Frankfurter-Lane* [1992]. Véleményük szerint az osztalékpolitikai egyfajta pénzügyi szociológiai fejlődés terméke, a részvényesek fontosnak tartják az osztalékfizetést és annak növekedését, a vállalatvezetők pedig tisztában vannak ezzel, és igyekeznek teljesíteni azt.

A pénzügyi viselkedéstan másik nagy osztalékpolitikai ága a bizonytalan döntési helyzetek elméletéből fakad. *Kahneman-Tversky* [1982] korszakalkotó cikke a pozitív és

¹⁰ Kovenáns (kikötés, záradék), ebben a szövegösszefüggésben: a kötvényesek a hitel nyújtását ahhoz kötik, hogy a részvényesek tevékenységüket korlátozó feltételeket vállaljanak – például osztalékot csak a kötvényesek jóváhagyásával fizethetnek ki.

negatív pénzek eltérő hasznossága alapján közelíti meg a szubjektív környezetben meghozott döntéseket. Véleményük szerint a részvényeladás döntése végleges, és emiatt inkább megbánható. Ha ugyanis a részvény ára az eladást követően emelkedne, ez ellentétes érzéseket kelt a befektetőben, ellentétben azzal, ha osztalékként veszi ki a pénzt. Ebben a felfogásban az osztalékfizetés és a realizálható árfolyamnyereség a befektetők szempontjából nem egymás helyettesítői, és így az osztalékhozamoknak az egyes befektetők fogyasztási szempontjaihoz igazodniuk kell. Ez természetesen ellentétes a racionális döntései helyzetekre kimondott Fisher-féle szeparációs elmélettel, amely szerint a vállalatok pénzügyi (beruházási, finanszírozási, osztalékpolitikai) döntései függetleníthetők befektetőik személyes fogyasztási döntéseitől.

Thaler-Shefrin [1981] szintén a részvényesek fogyasztási igényeivel magyarázzák az osztalékpolitikát. Véleményük szerint a részvényesek a kézzelfogható osztalékot többre értékelik a papíron létező árfolyamnyereségnél. Az osztalékot ténylegesen elkölthetőnek érzik, és így azt a fogyasztás effektív korlátjának tekintik. Az osztalék iránti preferenciát a szerzőpáros a részvényesek önuralmának hiányával magyarázza – a részvényesek általában nehezen hajlandók fogyasztásukat elhalasztani, így viszont az osztalék a költsékes automatikus ellenőrzési funkcióját is betölti, ami ráadásul mentes az ellenérzésektől.

A finanszírozási költségeken alapuló megközelítések – iparág- és vállalatspecifikus tényezők

Az 1970-es évektől statisztikai vizsgálatokkal próbálták bizonyítani, hogy a különböző ágazatokban a vállalatok különböző osztalékpolitikát folytatnak (például *Fama* [1974], *Michel* [1979], *Rozeff* [1982]). Az ágazati hatást bizonyítottnak találó modellek kettős eredményt adtak:

- egyrészt az ágazatok közötti osztalékpolitikák szignifikánsan eltértek egymástól,
- másrészt az ágazatokon belüli osztalékpolitikák homogenitását a megszokott szignifikanciaszinteken nem lehetett elvetni (például *Rozeff* [1982]).

Az ágazatokon belüli hasonlóságokat a következőképpen lehet értelmezni.

A) *A termékek életútja* nagyjából hasonló egy-egy iparágon belül. Például ma Magyarországon a telekommunikáció és az áramszolgáltatók már túljutottak növekedési szakaszukon, a stabil érett szakaszukban tartanak. Jelentős mennyiségű forrás bevonására nincs – és várhatóan nem is lesz – szükségük, ellentétben például a terjeszkedésre törekvő vagy a kezdeti növekedési pályán lévő cégekkel. Ez utóbbiak a hierarchiaelmélet alapján a belső forrásokat részesítik előnyben a külső forrásbevonással szemben. Ennek oka, hogy a külső piacokról való forrásbevonás leértékelődéssel, vagyis jelentős tranzakciós költség-vesztéssel jár vagy járhat. Főleg a saját tőke további bevonása jelent negatív hírt a piac számára (a külső szereplők aszimmetrikus informáltsága miatt) – mintha a belső tulajdonosok azért szándékoznának további tulajdonostársaknak részvényt eladni, mert tudják, hogy a jelenlegi ár felülértékeli a papírokat. Növekvő életszakaszban lévő cégek – pozitív növekedési kilátásokkal – tehát az osztalék visszatartását, a belső források tartalékolását inkább fogják választani, a jövőben nagyobb valószínűséggel lesz szükségük pótlólagos forrásokra, és ezt rugalmasabb és így olcsóbb is a belső forrásokból megoldani.

Rozeff [1982] többváltozós regressziós modelljébe a múltbeli és a jövőben várható növekedést is beépítette. A múltbeli növekedési ütem 1 százalékpontos növekedése átlagosan 0,3 százalékponttal, a jövőben várható növekedési ütem hasonló növekedése 0,53 százalékponttal csökkentette a várható osztalékfizetési rátát (mindkét változó hatása szignifikáns volt).

B) Az előzővel párhuzamos magyarázat az adott ágazathoz tartozó vállalatok hasonló *bétája*.¹¹ Az érett vállalatok *bétája* átlag közeli értéket mutatott, a növekvő vállalatok inkább hordoznak piaci kockázatot – a piaci fellendülés forgalmukban többszörös növekedést okozhat. Rozeff [1982] többváltozós regressziós modellje alapján a magasabb *béta* alacsonyabb osztalékfizetéssel járt együtt. Rozeff – az osztalékfizetési rátára mint eredményváltozóra felírt – modelljében a *bétának* $-27,62$ volt a regressziós együtthatója, azaz a *béta* egységnyi növekedése átlagosan $27,62$ százalékpontos esést okozott a kifizetési rátában.

A fentiek alapján tehát úgy látszik, a vállalati befektetések várható jövedelmezőségétől nem lehet elválasztani az osztalékpolitikát. Az a tökéletes piaci feltételezés, hogy adott beruházási és finanszírozási politika mellett kívánjuk vizsgálni az osztalékpolitika szerepét, megdől, ha a különböző stratégiák tranzakciós költségbeli következményeit is figyelembe vesszük. Nem igaz, hogy az osztalékfizetés és új részvények párhuzamos kibocsátása tökéletes helyettesítője az eredmény visszatartásának a kibocsátások tranzakciós költsége miatt. Ez másképpen azt jelenti, hogy nemcsak a tervezett beruházási politika hat az osztalékpolitikára, de az ellenarányú hatásmechanizmusnak is léteznie kell. Az osztalékpolitika visszahat a beruházási politikára is: a növekvő vállalatok a fentiek alapján kevesebb osztalékot fizetnek a nagyobb forrástartalék miatt, de az is elképzelhető, hogy jövedelmező beruházásokról mondanak le azért, mert ez a forrásoldal drasztikus megváltoztatását jelentené – és akár az osztalékpolitika megváltoztatása, akár a további részvénykibocsátás túlzott tranzakciós költségekkel járna.

Úgy tűnik, az érett vállalattá válás nemcsak a jövedelmezőség, hanem egyben a vállalat szisztematikus kockázatának csökkenését is jelenti. Ilyen szempontból vizsgálva az osztalékpolitika hírhatását, az osztalék növelése kettős információt tükröz: a jövedelmezőség csökkenését (ami rossz hír) és a kockázat csökkenését (ami jó hír). Allen–Michaely [2003] számításai szerint 1972 és 1998 között az osztalékukat növelő vállalatokkal szembeni hozamkövetelmény átlagosan 1 százalékpontot csökkent. (Bár a várható növekedési ütemük ennél jobban, 2 százalékponttal csökkent, de az osztalék növekedett, így a Gordon-modell¹² alapján elméleti árfolyamuk növekedett.)

C) Ugyancsak iparágon belüli azonosságot jelenthet az eszközök likviditása, transzformációs lehetősége. Vannak iparágak, ahol a vállalatok eszközei jellemzően speciális funkciójúak (például áramvezeték, hűtőtorony stb.). Az ilyen eszközöknek rossz a likviditása, és teljesen más értéket képvisel egy működő vállalat és egy felszámolási eljárás keretében. Az ilyen vállalatok finanszírozási problémáikat nem tudják rugalmasan az eszközoldalon kezelni, tehát vélhetően óvatosabb, konzervatívabb forráspolitikát kell folytatniuk. További problémát jelent, ha az eszközök döntő része immateriális eszköz, ami a külső forrás bevonását is megnehezíti. Ezeknél a cégeknél a finanszírozási problémák megoldásában nagyobb rész járul a saját forrásra, és emiatt az eredményből nagyobb részt kell biztonsági tartalékként visszaforgatnia.

D) Az előző problémával némileg összefügg az eladósodottság kérdése, az eladósodottságra ugyanis hatást gyakorol az eszközszerkezet is. Az eladósodottság viszont befolyásolja az osztalékpolitikát is. A legnyilvánvalóbb hatás a kötvényesek igényeinek előtérbe kerülése, amit negatív záradékokkal nyomatékosítani is képesek – azaz korlátozhatják az osztalékfizetés nagyságát, vagy az adósságállomány rendezéséig teljesen megtiltathatják a kifizetést.

¹¹ A *béta* az adott befektetés várható hozamának a piaci portfólió várható hozamára vonatkozó lineáris regresszió együtthatója. A tőkepiaci javak árazási modellje (CAPM, *Capital Asset Pricing Model*) szerint az adott befektetés *bétájától* lineárisan függ a befektetéstől várt hozam.

¹² $PV = DIV_1 / (r - g)$, ahol DIV_1 a következő éves osztalékfizetés nagyságát, r a részvénytől várt éves hozamot, g az osztaléksorozat éves növekedési ütemét jelenti, PV pedig a sorozat jelenértéke.

Ezzel ellentétes a részvényesek érdeke, akik, ha nagyon eladósodott vállalatról beszélünk, már opciós jogokkal is rendelkeznek. Ez tehát megnövelheti a részvényesekben azt a szándékot, hogy megpróbáljanak osztalékfizetés – vagy más címen – a vállalatból pénzt kiszedni.

További probléma lehet, hogy az eladósodott vállalatok nagyobb arányban a túlélésre és folyamatosan forrásigényeik „befedésére” koncentrálnak. A tőkeáttételes vállalatok számára megnehezedik a külső források beszerzése. A magas eladósodottság miatt a vállalat esetleg eleve nem juthat további idegen forrásokhoz, és az eladósodottság ténye a további részvénykibocsátást is megnehezítheti. Ez egyrészt járhat a belső források szerepének felértékelődésével és ezáltal az osztalékfizetés korlátozásával. Másrészt az idegenforrás-lehetőségek bezárultával a vállalat rákényszerülhet a nyilvános piacokon való tőkeszerzésre, ami a fentiekkel ellentétes módon felértékelheti az osztalék jelzőszerepét: a további tőkebevonások szempontjából fontos jelzés lehet a piac számára, hogy a vállalat vezetése és tulajdonosai úgy látják, hogy tartható egy vonzó osztalékszint (*Kalay* [1982]).

E) A befektetők az osztalékfizetések kapcsán a közvetlen vetélytársvállalatokat figyelik, és leginkább azokkal vetik össze a helyzetüket. Emiatt a vállalatoknak tekintettel kell lenniük az iparági osztalékfizetési szokásokra is. Nyilván indokolt esetben el lehet térni a szokásoktól/normáktól, de ennek hírértéke van, és ha ennek nincs könnyen érthető pozitív üzenete, akkor a vállalatnak érdemes tartózkodnia az iparági átlagoktól való eltérésektől.

Az előzőkben leírtak alapján úgy tűnik, hogy az osztalékfizetést iparág- és vállalatspecifikus tényezők is nagymértékben befolyásolják. Az ágazati alapú magyar kutatások ugyanakkor nem adtak egyértelmű képet (lásd például *Karacs* [2008], *Nagy* [2007]). Bizonyos ágazatokban, így a bankszektor, a vegyipar, a gépipar, a textilipar, a portfóliókezelés és a vagyionkezelés iparágaiban hasonlóan tekinthetők az egyes vállalatok elmúlt tíz évének osztalékfizetései. Másokban, így az élelmiszeriparban, a gyógyszeriparban és a kereskedelemben a vállalatosztalék-kifizetések eltértek egymástól (*Karacs* [2008]).

Az adó hatása az osztalékpolitikára

Az adóhatásra építő modellek két fő csoportra oszthatók: 1. a tisztán az adóhatásra építő modellekre; 2. illetve az adók és más tényezők (jelző stb.) együttes hatásának vizsgálatára. Itt kizárólag az első csoporttal foglalkozunk.

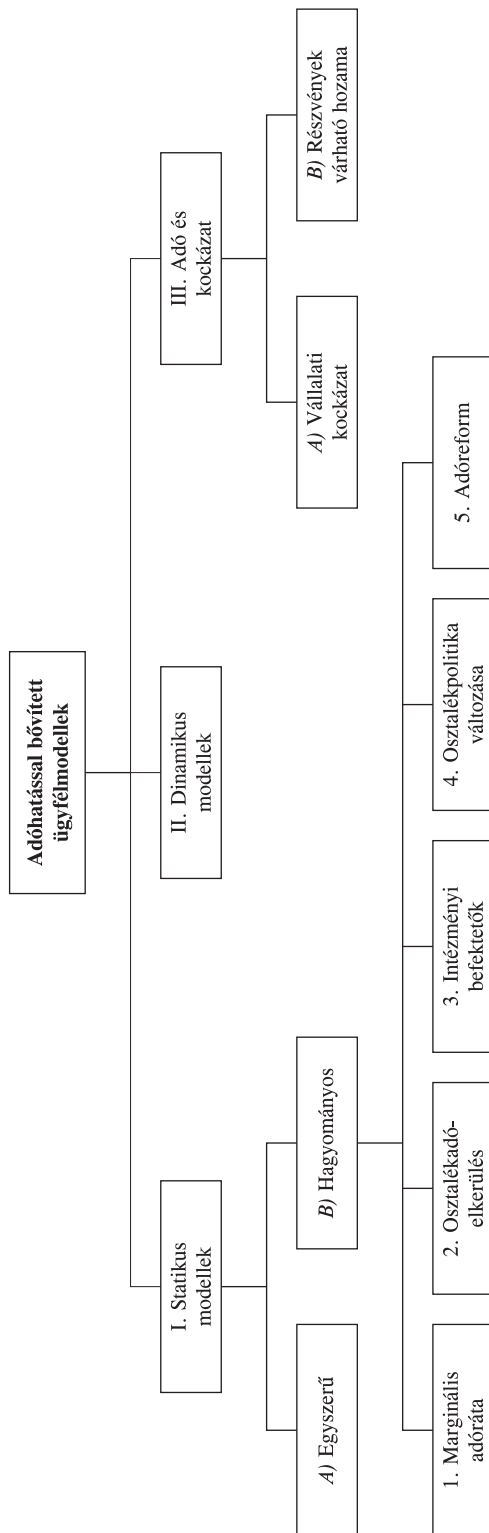
Az adóhatás alapján kialakult ügyfélmodellek

Ügyfélmodelleknek nevezi a szakirodalom, amikor a befektetők különböző preferenciáik alapján más és más vállalatokat részesítenek előnyben, és ezzel a vállalatoknak stabil ügyfélkörük, befektetői körük alakul ki.

Az adóhatás alapján kialakult ügyfélmodellek csoportosítási lehetőségeit tartalmazza a 2. ábra (*Kosárka* [2007]).

I. Statikus modellek. A statikus modellek adott befektetési környezet hatásait vizsgálják: adott adókulcsokhoz adott vállalati osztalékpolitika esetén hogyan alkalmazkodnak a befektetők, illetve ezt hogyan tükrözik a részvények árfolyamai. A statikus befektetői stratégia azt jelenti, hogy változatlan osztalékpolitika mellett, egyensúlyi helyzetben a

2. ábra
Az adó osztalékpolitikára gyakorolt hatásának vizsgálati modelljei



befektetők nem kereskednek papírjaikkal, hanem tartják pozíciójukat (Brennan [1970], Litzemberger–Ramawamy [1979], [1980], [1982]).

A) *Egyszerű statikus ügyfélmodellek.* Az egyszerű statikus modellek gyakorlatilag a klasszikus baloldali álláspontra épülnek. Alapfeltevésük, hogy a befektetők azonos adókulcs alapján adóznak – mind az árfolyamnyereség-adó, mind az osztalékadókulcs azonos az összes szereplőre, és szinkronban az amerikai tényleges adózási helyzettel, az osztalékok adókulcsa a magasabb. A modellek feltevése, hogy a magas osztalékhozamú részvények adózás utáni hozamkövetelménye magas, és ezzel alacsonyabb értéket képviselnek, mint a kisebb osztalékot fizetők. Az egységes adókulcs miatt az ügyfélkörök nem az adóhatások, hanem más befektetői preferenciák miatt alakulnak ki – ezek hatását azonban a modell nem vizsgálja. Az egyszerű statikus modellek tehát a szó igazi értelmében nem is tekinthetők még ügyfélmodelleknek – az adóhatás kezdeti modellezésével a későbbi ügyfélmodellek kiindulópontjának tekinthetők.

B) *Hagyományos ügyfélmodellek.* Ezekben a befektetők marginális jövedelme különböző adósávokhoz tartozik, így különböznek az osztalék iránti preferenciáik. A magasabb adókulcsú befektetők relatív adóelőnye az árfolyamnyereség, az alacsonyabb jövedelemadó-kulcsú befektetők relatív adóelőnye az osztalékok irányába tolja el a kifizetési igényeiket. Ez a modell feltevéseiben jól modellezi az amerikai tőkepiaci helyzetet, így statisztikáinknak nagy magyarázó erőt tulajdonítanak.

1. Az ügyfélkör marginális adórátája és a választott részvények osztaléka közti kapcsolat. Elton–Gruber [1970] alapján mutatjuk be, miként határozza meg a befektetők adórátája az általuk vásárolt részvények osztalékának adózás utáni értékét. Ebben a klasszikus modellben a befektetők kockázatsemlegesek, és fő célkitűzésük az adózás utáni vagyonuk maximalizálása.

Érvényes a modell fenti feltevése, hogy az osztalék adókulcsa minden befektetőre magasabb az árfolyamnyereség-adó kulcsánál. További feltételezés, hogy az árfolyamnyereség-adó szimmetrikus, azaz árfolyamvesztés esetén adó-visszatérítés jár, vagy az árfolyam-vesztések más ügyletek árfolyam-nyereségével adózási szempontból szembeállíthatók.

A modell alapján egyensúlyi helyzet akkor jön létre, ha a befektető számára közömbös, hogy osztalékfizetés előtt vagy után veszi meg az adott részvényt. A befektető akkor közömbös az osztalékfizetés előtti napi vagy az osztalékfizetést követő, úgynevezett *ex dividend* árfolyamon való értékesítés iránt, ha nettó kifizetése a két módon megegyezik. Ez másképpen azt jelenti, hogy a részvények várható áresése osztalékfizetéskor kisebb, mint az osztalék tényleges nagysága, azaz az árfolyamesés kifizetett osztalékhoz viszonyított aránya az osztalékok relatív adóhátrányát tükrözi.

Az Elton–Gruber [1970] által végzett próba azt vizsgálta, hogy a részvények osztalékhozama és osztalékkifizetési rátája mennyiben határozza meg a részvények tulajdonosi körét. Hipotézisük alapján a magas adórátájú befektetők az alacsony osztalékkifizetésű, míg az alacsony adórátájú befektetők a magas osztalékhozamú papírokat választják, hogy relatív adóelőnyüket érvényesíteni tudják. Vizsgálatuk igazolta a hipotézist: erős negatív kapcsolatot tudtak kimutatni a részvények ügyfélkörének adósávja és a különböző részvények osztalékkifizetési rátája között.

A hipotézist részben cáfolja Long [1977] elmélete. Szerinte az osztalékfizetés, főleg annak véletlen ingadozása egyedi kockázatot jelent. Hipotézise szerint a magas jövedelmű, fiatal befektetők inkább kockázatkedvelők, és ők a személyes preferenciáik miatt hajlamosak még akkor is a magasabb osztalékot fizető részvényekre spekulálni, ha ezzel növekszenek adóterheik.

2. *Az osztalékadó elkerülése.* Statikus modellben nincs rendszeres kereskedés – ez a modell akkor érdekes, ha a kereskedés tranzakciós költségei túlzottan magasak, és így az adóelkerülés többszöri kereskedéssel, azaz dinamikus stratégiával megvalósítható előnyeit meghaladják annak hátrányai. Az osztalékok adóhátrányának elkerülésére a statikus modellben a legegyszerűbb recept, ha az árfolyamnyereség-adónál magasabb marginális adókulcsú befektetők tartózkodnak az osztalékot fizető részvények tartásától. Az amerikai adórendszerben az 1986. évi adóreformig azonban az osztalékot fizető részvények tartásával is kikerülhető volt az osztalékadó nagysága, ha megfelelő portfólióban tartotta a befektető a részvényeit.

3. *Az intézményi befektetők szerepe.* Az Egyesült Államokban a társadalmilag támogatott intézményi befektetők – nyugdíjalapok, alapítványok – nem fizetnek nyereségadót, így sem az elért árfolyamnyereségük, sem a más vállalatnál kapott osztalék után nem adóznak. Ezért az osztalék terén komparatív előnyt élveznek a többi szereplővel szemben. Mivel az intézményi befektetők nem szenvednek adóhátrányt az osztalékon, érthetően szívesebben vásárolják a magasabb osztalékhozamú részvényeket – ha egyben azok teljes hozama is magasabb. Ugyanakkor az osztalékok *abszolút* preferenciájáról esetükben nem beszélhetünk – mivel sem nyereségük, sem kapott osztalékuk után adót nem fizetnek, adózás előtti teljes hozamuk maximalizálása egyben adózás utáni teljes hozamukat is maximálja.¹³

A többi intézményi befektető esetében az osztalékfizetés az adóalap része lesz, de csak az osztalék 30 százaléka után adóznak (*Brealey–Myers* [2005] 478. o.),¹⁴ így gyakorlatilag kedvezményesebb az adókulcsuk. Az árfolyamnyereség ugyanis teljes egészében növeli a nyereségadó alapját, míg a kapott osztalék 70 százaléka adóalap-korrektívó tétel, azaz az osztalék 30 százaléka jelent adóalapot. Esetükben tehát nemcsak komparatív, hanem abszolút adóelőnyt is élvez az osztalékfizetés. Hasonló a helyzet Magyarországon is, ahol az osztalék levonható a társasági adóalapból, míg az árfolyamnyereség nem.

Számos tanulmány bizonyította, hogy az intézményi befektetők az osztalékot fizető és ezen belül is a magasabb osztalékot fizető részvényeket részesítik előnyben – ezt az adóelőnyön túl intézményi előírások (az úgynevezett *prudent man rule*) is szabályozzák, ami megnehezíti számukra a kevés osztalékot vagy azt egyáltalán nem fizető részvények vásárlását (*Han és szerzőtársai* [1999], *Michaely* [1991], *Poterba–Summers* [1984], *Shleifer–Vishny* [1986]). A jövedelmező („jó”) vállalatoknak megérheti magas osztalékkal magukhoz vonzani az intézményi befektetőket, mert azoknak jellemzően jobb az információszerzési képességük is, és így ténylegesen meggyőződhetnek a vállalat jobb teljesítményéről. Nyilván a rosszabb teljesítményt nyújtó vállalatoknak nem éri meg az osztalék növelése az intézményi befektetők csalogatására, hiszen nem céljuk, hogy tényleges helyzetük kiderüljön.

Ugyanakkor az intézményi tulajdonhányadot más motivációk is megkülönböztethetik a magánszemélyek preferenciáitól – például a tulajdonosok és vállalatvezetők közti kapcsolattartás ügynökköltsége, amelynek ha szakszerű intézményi befektetőket tételezünk fel, kisebbnek kell lennie, mint a magánbefektetők esetében. Ezek a hatások éppen ellentétesen befolyásolják a magasabb osztalékfizetés iránti intézményi igényt. Az adókedvez-

¹³ *Jaksity* [1991] 398. o. a következőt írja: „Sok intézményes befektető (legfőképpen a jóléti, például nyugdíjalapok) mentesek az osztalék és kamat utáni adózástól a fejlettebb országokban. ... lényegesen befolyásolhatják a vállalatok osztalékpolitikáját.” A *Jaksity* által idézett példák az Egyesült Államokból származnak, ahol az említett pénzügyi intézmények nemcsak ezekre a tételekre, de teljes egészében adómentességet élveznek (lásd *Brealey–Myers* [2005] 479. o.).

¹⁴ Magyarországon ugyanakkor a más vállalatnál kapott osztalék minden vállalati részvénytulajdonos számára adómentes (negatív adóalap-korrektívó jelent).

ményben nem részesülő intézményi befektetők körére az adópreferencia sem igaz, viszont számos tanulmány együtt kezelte az intézményi tulajdoni hányadot. Ez is magyarázhatja azt, hogy például *Grinstein-Michaely* [2005] az eddigiekkel ellentétben azt találta, hogy az intézményi befektetők inkább választják a kevesebb osztalékot fizető és a vállalati készpénzt a részvényesekhez részvény-visszavásárlás formájában eljuttató vállalatokat.

4. Az osztalékpolitika megváltoztatásának hatása. Gyakran vizsgált hipotézis, hogy a vállalati osztalékpolitika megváltoztatása együtt jár az ügyfél megváltozásával is (*Michaely és szerzőtársai* [1995]). Az elmélet továbbra is azt feltételezi, hogy a befektetők statikusak, azaz szignifikáns forgalmi változásról az új egyensúlyi helyzet megtalálásáig beszélhetünk csak. Az osztalékpolitikában erőteljes változásnak az osztalékkezdemenyezés, illetve az osztalékkiesés számít. Osztalékkezdésnek (vagy -újrakezdésnek) tekintik azt, ha a vállalat többéves (általában ötéves) osztalékmentes időszak után először fizet osztalékot; osztalékkiesés, ha többéves osztalékfizetési időszak után a vállalat először nem fizet osztalékot. Az általános elmélet szerint ilyen esetekben a befektetők vállalathoz fűződő jövőbeli pénzáramlásra vonatkozó elképzelései is megváltoznak – míg az előző évek *status quójának* fenntartása már nem okoz változásokat.

Az empirikus eredmények minden kutatásban az osztalékpolitika megváltozásakor a részvényforgalom emelkedését mutatták. Ezt azonban a szerzők egy része csekély, másik része jelentős hatásúnak találta. *Michaely és szerzőtársai* [1995] vizsgálata alapján a *forgalom* ilyen esetekben csak kismértékben nőtt meg, ami a tulajdonosi kör eltolódását nem magyarázza.

Más kutatók elsősorban az intézményi tulajdoni hányadokra koncentráltak. *Michaely és szerzőtársai* [1995] vizsgálatai szerint különösen fontos, hogy az osztalékkiesések, az osztalékfizetéssel való felhagyás nem okozott lényeges változást az intézményi tulajdonosi szerkezetben.

Allen és szerzőtársai [2000] egyenesen úgy találták, hogy nemcsak magasabb osztalékhozamú papírokat keresnek az intézményi befektetők, de az oksági kapcsolat megfordítható: egyes vállalatok azért fizetnek magasabb osztalékot, hogy ezzel intézményi befektetőket vonzzanak.

5. Az adóreformok hatása. A legtöbbet elemzett tőkepiacon, az Egyesült Államok piacán az összevont jövedelmek alapján kivetett osztalékadó és az elkülönülten adózó árfolyamnyereségadó kulcsát többször változtatták. Az 1950-es évektől kezdődő időszak egészét tekintve az osztalékadó adóhátrányt szenvedett az árfolyamnyereségadóval szemben, az adóterhelés különbsége a 20-24 százalékpontot is elérte. A különbségek megszüntetésének szándékával két jelentős adóreformot hajtottak végre, 1986-ban és 2003-ban. Az 1986. évi adótörvényben lecsökkentették a személyi jövedelemadó kulcsait, eltörölték a hosszú távú tőkenyereségek adómentességét, és ezzel – ha az árfolyamnyereségek adóhalasztási lehetőségétől eltekintünk – megszüntették az osztalékok adóhátrányát. Az 1986 és 2003 közötti időszakban a folyamatos adószabály-módosításoknak köszönhetően az adózási különbség ismét visszaszökött a rendszerbe,¹⁵ ezért 2003 májusában adómérséklési törvényt (*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act*) léptettek életbe.

Az osztalékreform hatásait három irányban vizsgálták: 1. a reform okozott-e változást a részvények árfolyamában, illetve a reformok milyen válaszokat szültek, 2. inkább a vállalatok igazították osztalékfizetési stratégiájukat a meglévő ügyfélkörük megváltozott

¹⁵ Az osztalékokat érintő legmagasabb adókulcs 39 százalék volt, míg az árfolyamnyereségek adója 15 százalék.

igényeihez, 3. vagy az ügyfélkör alakult át, és így az igazodott a vállalati osztalékokhoz az új adózási körülmények közepette.

Michaely [1991] úgy találta, hogy az 1986. évi adóreform nem okozott jelentős változást a részvényárfolyamokra, mert a részvényt piacokat alapvetően vállalati befektetők befolyásolják, akik az adóreform előtt és után is az osztalékfizetésben élveztek adóelőnyt, tehát abban voltak érdekelték.

Amromin és szerzőtársai [2005] a 2003. évi adóreformmal kapcsolatban arra a megállapításra jutott, hogy az osztalékadó csökkentése nem befolyásolta a részvényt piac összetett kapitalizációját, ami összezseng *Michaely* [1991] említett megállapításával. Ugyanakkor azt találta, hogy az egyes vállalati értékekben átrendeződés történt, a nagyobb osztalékot fizető részvények túlteljesítették az alacsony kifizetési hányadúakat. Ez a piaci kereslet megváltozását jelzi, vagyis hogy a befektetők átcsoportosították eszközeiket, azaz az ügyfélkörben átrendeződés történhetett.

II. Dinamikus modellek. *a) Kockázatmentes dinamikus modellek.* A dinamikus modellek feltevése, hogy a befektetők nem statikusan veszik fel az optimálisnak tartott pozíciójukat, hanem folyamatos kereskedéssel maximalizálják annak adózott értékét. A statikus modellben a befektetők csak a befektetési környezet (adózás, osztalékpolitika, egyéb új információk) megváltozásaira reagálnak, új egyensúlyi helyzetet keresnek, és azt tartják a meghatározó tényezők újabb megváltozásáig. Ezzel szemben a dinamikus modellekben a befektetők olyan stratégiát választanak, ami a vállalati osztalékpolitika vagy az adózási környezet *változása nélkül* is adásvételeket generál.

Az adóhatás alapján kialakított *dinamikus stratégiák lényege*, hogy az osztalékfizetés időpontja környékén a befektetők olyan kereskedési stratégiát hajtanak végre, amely mellett az adózott hozamuk a lehető legmagasabb. Azok a szereplők, akik az osztalékon adóhátrányt érnének el, eladják papírjaikat azok számára, akik az osztalék után kedvezményesebb vagy legalábbis azonos kulccsal adóznak, mint az árfolyam-nyereség után. Az osztalékfizetés után az ellentétes tranzakciók is lezajlanak, vagyis mindkét szereplőcsoport hosszú távon az eredetileg tartani kívánt mennyiséget és pozíciókat fogja birtokolni.

A dinamikus stratégia modellezésének úttörője, *Kalay* [1982] modellje szerint ha tökéletes piacot tételezünk fel (pontosabban a piaci tökéletlenségeket csak az adók jelentik), vagyis nincsenek tranzakciós költségek, tökéletes az informáltság és nincsenek a kereskedésre intézményes megkötések, akkor a befektetők kereskedésükkel képesek teljesen kiiktatni az osztalékadók adóhátrányát. Feltevése szerint mivel a kereskedés csak az osztalékfizetés körüli néhány napra korlátozódik, jelentős időbeli kockázatokról nem beszélhetünk, a helyzet gyakorlatilag arbitrázst jelent. E szerint a tökéletes arbitrázs lehetőségei biztosítják azt, hogy az *ex dividend* árfolyam esése megegyezzen a tényleges osztalék nagyságával, és ne ennél kisebb legyen.

Kalay [1982] állítása szerint a hagyományos (azaz statikus) osztalékalapú ügyfélmodellek nem is léteznek, mert a befektetők osztalékfizetés környékén arbitrázstevékenységükkel megszabadulnak osztalékadó-kötelezettségüktől. Számos tanulmány foglalkozott azzal, hogy a világ tőkepiacain – például az Egyesült Államokban, Olaszországban, Japánban, Svédországban, Norvégiában – az osztalékfizetés környéki időtartamban jelentős forgalom zajlik. Ez a forgalom pozitív kapcsolatban áll a fizetett osztalékok nagyságával, és negatív kapcsolatban a tranzakciós költségekkel, valamint a köztes időszak kockázatával.

b) A kockázatot is beépítő dinamikus modell. *Michaely–Vila* [1996] modellje szigorított *Kalay* modelljének feltételein. Feltevése, hogy a dinamikus stratégiával megváltozik a

befektetők kockáznak való kitéttisége. Az adóminimalizáló kereskedés során ugyanis el kell térniük eredeti, optimálisan diverzifikált részvénytportfóliójuktól. *Michaely-Vila* [1996] modellje szerint a dinamikus stratégia nem arbitrázst, hanem pozícióoptimalizálást jelent: a befektetők az adócsökkentés előnyeit állítják szembe a kockázati kitéttiség megnövekedésének hátrányaival. Kereskedési kapacitásuk korlátai így szigorúbbak, mint az arbitrázshelyzetet feltételező Kalay-féle modellben, és a kereskedés volumene nemcsak a megszerezhető adóelőnyről és a tranzakciós költségektől függ, hanem az adott részvény kockázatától a kereskedési intervallumban, valamint a befektetők kockázatviselési hajlandóságától is.

c) *A dinamikus kereskedés empirikus vizsgálata.* Kalay állításával szemben számos cikk megkérdőjelezi az arbitrázskereskedés hatásosságát. *Elton-Gruber* [1970], *Poterba-Summers* [1984], sőt maga *Kalay* [1982] is úgy találta, hogy az osztalékfizetésnek betudható áresések kisebbek az osztalék mértékénél, azaz az osztalékadó hátrányának kiküszöbölésére folytatott arbitrázs nem működött tökéletesen. *Michaely-Vila* [1996] azt állapította meg, hogy az osztalékfizetés körüli időszakokban a részvényeknek csak nagyon kicsi hányada, általában a kintlévő részvényeknek kevesebb mint egy százaléka cserélt csak gazdát, ráadásul ezeknek az adásvételeknek egy része azonos adócsoporthoz tartozott (*Allen-Michaely* [2003]).

A gyakorlatban a teljes arbitrázst a tranzakciós költségek léte is akadályozza. Kalay álláspontja szerint a befektetők addig hajtják végre az arbitrázst, amíg a tranzakciós költségeket is figyelembe véve megéri nekik. Véleménye szerint az osztalékfizetés miatti áresések (illetve ezek aránya az egy részvényre jutó osztalékhoz képest) elsősorban már nem is az osztalékadókulcsokat, hanem az adóelőnyök és a további kereskedést gátló tranzakciós költségek különbségét tükrözik. Hasonló eredményre jutottak mások is, például *Michaely-Vila* [1996], *Michaely és szerzőtársai* [1996]: tesztekkel bizonyították, hogy a dinamikus kereskedési stratégia volumene csökkent mind a tranzakciós költségek, mind a kockázat növekedésének hatására.

A dinamikus adóminimalizáló modelleknek számos gyakorlati következménye van, ennek hatásait például Magyarországon is lehet érzékelni a jelentős osztalékhozamú részvények osztalékfizetési időpontja körül.

III. Az adóhatás és a kockázat együttes tárgyalása. Izgalmas kérdés, van-e összefüggés a részvények kockázata és osztalékhozama között. A vizsgálatokban két irányt lehet megkülönböztetni: a pusztán az osztalékfizetés és a részvények kockázati tulajdonságai közti kapcsolat elemzését, illetve a kockázat és egyéb piaci tökéletlenségek (adóhatás, információszimmetria, tranzakciós költségek, eltérő befektetési lehetőségek, tulajdonosi koncentráció befolyási lehetősége) együttes vizsgálatát.

Már az 1950-es években a jobboldali álláspont azon a gyakorlati megfigyelésen alapult, hogy a magasabb osztalékhozam magasabb részvényhozammal párosult. Az 1970-es évek egyik vitakérdése úgy szólt, hogy mit kell ellensúlyoznia a részvények magasabb adózás előtti hozamának – a magasabb kockázatot vagy az osztalékot sújtó magasabb adókulcsot.

A) *Az osztalék és a vállalati kockázat összefüggésének vizsgálata.* Az első vizsgált kérdés, hogy a magasabb osztalékhozamú részvények egyben magasabb kockázati szintet is jelentenek-e.

Az osztalékfizetés kockázati alapú magyarázatával először *Gordon* foglalkozott (*Gordon* [1959], [1962a], [1962b], idézi *Jaksity* [1991]). Álláspontja szerint a magasabb osztalékot fizető részvények biztosabb kifizetést és így kisebb kockázatot jelentenek a

tulajdonosok számára; újra befektetni csak akkor érdemes, ha a vállalat a visszaforgatott pénzzel a piaci tőkeköltségnél magasabb hozamokat tud elérni. Az elméleti válaszreakciókat már ismerjük: Miller–Modigliani-szerzőpáros és Brennan elméleti síkon foglalt állást ezzel a modellel szemben, és azt állította, hogy tökéletes piacon a befektetési és finanszírozási (osztalékpolitikai) döntéseket szét kell választani.

A Gordon-féle érvelés másik problémája, hogy a kockázatot még a bizonytalansággal azonosítja. A kockázatok szisztematikus és egyedi részre bontó CAPM-modell csak a Gordon-cikkek után, 1964-ben, illetve 1965-ben (*Sharpe* [1964], *Lintner* [1965]) látott napvilágot.

Az 1970-es évektől azonban empirikus vizsgálatokban már a CAPM-modell felhasználásával bizonyították (*Black–Scholes* [1974], *Blume* [1980], *Poterba–Summers* [1984], *Kalay–Michaely* [2000], *Miller–Scholes* [1982]), hogy a *jelentős osztalékhozamú papírok* jellemzően az *alacsonyabb bétájú részvények* közül kerülnek ki. Ez más szavakkal azt jelenti, hogy a kevésbé konjunktúraérzékeny vállalatok jellemzően nagyobb osztalékot fizetnek, a magasabb bétájú társaságok pedig inkább a növekedésre koncentrálnak. A kapcsolat reális, de vélhetően fordított ok-okozati kapcsolatot tükröz. Az eredmények valószínűleg úgy értelmezhetők, hogy a konjunktúraérzékeny társaságok előtt inkább nyílnak növekedési lehetőségek, míg a konjunktúrára érzéketlen papírok inkább alapvető javak termelésével foglalkoznak, ahol a volumenek jelentős változtatására nincs igény. Ez okfejtés visszavezet az osztalékpolitikának a vállalati életciklussal, az iparági sajátosságokkal és a hierarchiaelmélettel való magyarázatához.

B) A részvények várható hozamának magyarázata az osztalékok és a kockázat együttes kezelésével. Nyitott kérdés maradt azonban az, hogy minek köszönhető az osztalékrészvények nagyobb teljes hozama, ha a hozamtöbblet nem magyarázható a kockázattal. Az első komplex elméleti válasszal *Brennan* [1970] szolgált: amely először fejlesztett ki a kockázat és adóhatás együttes kezelésére modellt. Ebben az osztalékrészvények magasabb hozamát az osztalékok adóhátrányával magyarázza.

Brennan modelljének feltételezése, hogy az eredeti CAPM-modell a hozamkülönbségek jelentős részét nem képes megmagyarázni, és ezért a modell pontosítására további tényezőt – a részvények osztalékhozamát – is bevon. Hipotézise szerint az egyes részvények várható hozama pozitívan függ a részvények osztalékhozamától. Továbbá ezért a pozitív kapcsolatért egyértelműen az adózás felelős, pontosabban az osztalékok adóhátránya a tőkejövedelemmel szemben: az osztalékok magasabb adókulcsát összességében magasabb hozammal kell ellensúlyozniuk a részvényeknek. Végső állítása, hogy a CAPM önmagában nem képes magyarázni a részvények adózás előtti hozamát: két azonos bétájú részvénynek csak akkor lesz azonos a hozama, ha az osztalékhozamuk is azonos.

Brennan [1970] állítása szerint csak az adózás utáni hozamokra vonatkozóan lehetne jól működő CAPM-modellt felírni. Ez a modell egy új frontvonalat nyitott az osztalékpolitikai vitákban.

Black–Scholes [1974] a *Brennan*-modellel szemben arra az ellentétes eredményekre jutott, hogy a statisztikai próbák nem mutatják az osztalékszint szignifikáns hatását a részvények hozamára. Ezzel szemben több kutatás is talált megerősítő hatást az osztalékhozamok és a teljes részvényhozamok között. *Litzenberger–Ramaswamy* [1979], [1980], [1982], *Blume* [1980] empirikus vizsgálatai szerint a részvények várható hozama az osztalékhozamok növekedésével párhuzamosan emelkedik.

Az említett modellek közül talán a leglátványosabb *Litzenberger–Ramaswamy* [1980] modellje. *Brennan* vizsgálataihoz hasonlóan szintén pozitív kapcsolatot tételezett fel az egyes részvények osztalékhozama és teljes hozama között. Állításuk ellenőrzésére a New

York-i tőzsde részvényeit rendezték sorba osztalékhozamuk alapján. Az eredmények szerint a legmagasabb osztalékhozamú részvények csoportját leszámítva, az összes többi csoportban kimutatható volt az adóhatás. Az empirikus eredményekből az is látszik, hogy a befektetők tényleg adókulcsuk és a részvények osztalékhozamának megfeleltetése alapján választottak a részvényekből: a magasabb adókulcsú befektetők alacsonyabb osztalékhozamú, az alacsonyabb adókulcsú befektetők magasabb osztalékhozamú papírokat választottak.

Az osztalékfizetés alternatívái

A vállalati vagyont a részvényesekhez a nyereségosztalék fizetése mellett másik három módon lehet eljuttatni: részvény-visszavásárlás, részvényosztalék fizetése és természetbeni vagyonjuttatás. Ez utolsónak ugyan történelmi hagyományai vannak, de a mai pénzügyi életben minimális a szerepe – ezért csak az első két formával foglalkozunk.

A részvény-visszavásárlás az Egyesült Államok pénzügyi életében a nyolcvanas évektől kezdve vált rendszeres gyakorlattá, a készpénzes osztalékfizetés egyfajta helyettesítőjévé. A 20. század közepéig a készpénzt kerülő osztalékfizetési alternatívát inkább a részvényosztalék fizetése jelentette, de a részvényosztalékot fizető vállalatokkal szemben az Egyesült Államokban az ötvenes évek óta egyre erősebb az ellenérzés. *Barker* [1958] elemzése szerint csak olyan vállalatok folyamodnak részvényosztalék fizetésére, amelyek ugyan szeretnének valamit a részvényeseknek juttatni, de pénztartalékaik a készpénzes osztalékfizetést nem teszik lehetővé. Véleménye szerint a „készpénzkímélő” osztalékfizetés gyakorlata aláássa a társaság piaci megítélését. Empirikus elemzése szerint a részvényosztalékot alkalmazó vállalatok részvényei az osztalékfizetést követő félévben átlagosan 12 százalékot veszítettek értékükből (*Jaksity* [1991]).¹⁶

Részvény-visszavásárlásra vagy részvényosztalék fizetésére az adózási megfontolásokon túl más is befolyásolhatja a vállalatot: a jelzéselmélet, a kereskedési vagy kibocsátási tranzakciós költségek optimalizálása, esetleg a vállalat információs előnye. Mi az adózási különbségekkel foglalkozunk részletesebben.

Részvény-visszavásárlás

Részvény-visszavásárlások esetében a részvényesekhez éppúgy készpénz érkezik a vállalatból, mint a készpénzes osztalék fizetése esetén. Ha a vállalat befektetési és finanszírozási döntései nem változnak, akkor tökéletes piacon ennek éppen úgy nem szabad befolyásolnia a részvényesek összvagyonát, mint osztalék fizetése esetén: a részvényeseknek a megmaradó részvényekben és a készpénzben fekvő vagyonának összege állandó. Nyilvánvalóan hibás tehát az a megközelítés, amely szerint a kisebb részvénytárra magasabb egy részvényre jutó eredménnyel kalkulálhatnak a befektetők (*Jaksity* [1991] 408. o.). Az adott évben már elért eredmény felosztható részét kevesebb részvényes között fogják szétosztani, de ez csak információs hatással jár a részvényesek számára. A jövőre vonatkozóan az eszközérték lecsökkenése miatt a részvénytárral arányos eredménycsökkenés is várható.

¹⁶ Ez az érvelés nem bizonyító erejű. Mivel a társaságok pluszforrást nem vonnak be, így eszközoldaluk is állandó marad, miközben a változatlan eszközoldalal szemben több részvény áll szemben. A részvények várható árfolyamésésének tehát a piaci hangulatváltozástól függetlenül is be kell következnie – ez szaknyelven a részvények „hígulásának” nevezett folyamat.

Az Egyesült Államokban a részvény-visszavásárlásokra leginkább az adóelkerülés készített, hiszen a vállalatból ilyen úton kivéve a készpénzt, a részvényeseknek nem osztalékadó, hanem az ennél kisebb kulcsú árfolyamnyereség-adót kellett fizetniük. Éppen ezért az Egyesült Államok adóhatósága az 1954. évi adótörvény szerint a részvény-visszavásárlásokat minden esetben két szempont alapján ellenőrzi:

- rendszeres-e a visszavásárlások gyakorlata;
- a vállalat visszavásárlási ajánlata az egyes befektetők számára a tulajdoni hányadukkal arányos részvénytöménységre szól-e.

Ha bármelyik kérdésre is igenlő a válasz, akkor adózási szempontból osztaléknak minősítik a visszavásárlással érintett részvényértéket, és ennek megfelelően – a progresszív osztalékadókulccsal – adóztatják.

A részvény-visszavásárlások az 1990-es évekre az Egyesült Államokban a részvényesek számára való pénzkifizetés meghatározó formájává vált. Aggregált vállalati adatok alapján *Grullon–Michaely* [2002] megállapította, hogy az 1970-es években a vállalati adózott eredmény 35-40 százaléka került osztalék és mindössze 2-5 százaléka részvény-visszavásárlás formájában a részvényesekhez. 1998-ra az osztalékkifizetési hányad (osztalék/egy részvényre jutó eredmény) és a részvény-visszavásárlások eredményéhez viszonyított aránya is 48 százalékra nőtt. A piaci árfolyamokhoz mért hozamok alapján mindez azt jelenti, hogy a részvényekkel elérhető osztalékhozamok (osztalék/árfolyam) az 1970-es évekbeli 3-4 százalékról az 1990-es évek végére 1,5 százalék körüli értékre csökkentek, míg a 0,1-0,5 százalék körüli visszavásárlási hozamok (visszavásárolt részvények értéke/kapitalizáció) 1998-ra 1,5 százalék környékére emelkedtek. Ugyanakkor a teljes kifizetések (osztalék + részvény-visszavásárlások) hozama 3-4 százalék között stagnált (*Allen–Michaely* [2003] 132. o.).

A részvény-visszavásárlásokat a piac ugyanolyan információnak tekinti, mint az osztalékfizetés növelését vagy megindítását, azaz – empirikus vizsgálatok alapján – pozitív piaci ármozgásokat indít el. A pozitív hír természetéről – csakúgy, mint az osztalék növelése esetében – megoszlanak a magyarázatok.

– A visszavásárlás csökkentheti a vállalatvezetők rendelkezésére álló szabad pénzáram nagyságát, ami így megóv az esetleges negatív nettó jelenértékű befektetések megvalósításától.

– Az aszimmetrikus informáltság miatt a vállalatvezetők nagyobb valószínűséggel tudják, mikor alulértékeltek a piaci ár alapján a részvények, és a visszavásárlást erre időzíthetik.

– A részvény-visszavásárlási politikát is érinti a különböző szereplők aszimmetrikus informáltsági helyzete. Ha a vállalatvezetők többletinformációi alapján alulértékeltnek tartják a részvényeket, inkább a részvény-visszavásárlást választják – ez azt is jelenti, hogy a visszavásárlásnak erősebb a jelzőereje. Ugyanakkor az egyes befektetői kategóriákban is létezik aszimmetrikus informáltság. Az alulinformált befektetők a részvény-visszavásárlások során hátrányban vannak, hiszen nem tudják, mikor érdemes felajánlani részvényeiket, épp ezért ők inkább az osztalékot részesítik előnyben.

Meg kell jegyeznünk ugyanakkor, hogy egy valamiben különbözik az osztalékkifizetés és a részvény-visszavásárlás gyakorlati hatása. A részvényesek számára fontos a *stabil osztalékpolitika*, de nincsenek ilyen igényeik a részvény-visszavásárlásokkal szemben. A vállalatok tehát jóval rugalmasabban, a befektetési és finanszírozási lehetőségekhez jobban alkalmazkodva hajthatják végre visszavásárlási politikájukat, és ennek köszönhető, hogy az 1990-es években a visszavásárlások aggregált értéke jóval nagyobb volatilitást mutatott, mint az osztalékkifizetéseké (*Allen–Michaely* [2003]).

Részvényosztalék fizetése

Részvényosztalék fizetése esetén nem történik pénzmozgás a vállalat és a részvényesek között. A részvényesek nem készpénzben kapnak osztalékot, hanem további pénz befizetése nélkül többletrészvényekhez (gyakori magyar szóhasználattal: bónuszrészvényekhez) jutnak. Formailag a saját tőkén belül átcsoportosítás történik a tőketartalék terhére és a jegyzett tőke javára, így a saját tőke számviteli összértéke sem módosul. Mivel az esz-közoldal és a finanszírozási szerkezet változatlan, így tökéletes piacon a saját tőke piaci értéke sem változhat. Ami változást okozhat mégis, az a részvényosztalék eltérő adózta-tása.

Ha a részvényesek részvényre vonatkozó opciós vételi jogokat kapnak, akkor általá-ban megtehetik azt, hogy a vételi jog lehívásakor keletkező árfolyamnyereség után adóz-zanak, ami rendszerint kedvezőbb, mint magának az ingyenesen kapott jognak az értéke-sítése után járó adó.

A magyar adószabályok alapján a részvényosztalék egyéb jövedelemnek minősül, így személyi jövedelemadót és 4 százalékos társadalombiztosítási hozzájárulást kell fizetni utána. Ennek összes terhe lényegesen nagyobb, mint a kapott osztaléké – ráadásul a befektető részvényosztalék esetében – az osztalékfizetéssel ellentétben – nem kap kész-pénzt, így az adó befizetése miatti esetleges likviditási problémájának megoldása külön tranzakciós költségeket okozhat.

*

Úgy tűnik, nemcsak a vállalati gyakorlat, de az elméletek és az empirikus vizsgálatok alapján sem létezik „optimális” osztalékpolitika. Általános megjegyzéseket lehet csak tenni, hogy egyes vállalatoknál mi szolgálhatja a részvényesek érdekeit.

– A részvényesek számára a kiszámítható, stabil osztalékpolitika többletértéket jelent. Az ettől való eltérés információt hordoz a befektetők számára.

– Az osztalékfizetés csökkentésének vagy annak felfüggesztésének általában negatív, az osztalékfizetés emelésének vagy annak megkezdésének pozitív hírértéke van. Nem egyértelmű azonban, hogy az osztalékfizetés változása jelenti magát a hírt, vagyis a várható osztalékáramlásokat árazza a piac, vagy az osztalék változása csak a várható eredményről és vállalati pénzáramról közvetít információkat a piac számára. A részvé-nyesek reakcióját azonban árnyalhatják az osztalékpolitikai változtatás fundamentális hí-rei (például vonzó befektetési lehetőségek vagy azok hiánya).

– Jellemzően az osztalékfizetés az árfolyamnyereséggel szemben a magánbefektetők részére adóhátrányt jelent, az intézményi befektetők számára semleges, vagy adóelőnyvel jár. Ezért az intézményi befektetők inkább a magasabb, a magánbefektetők inkább az alacsonyabb osztalékhozamú papírokat keresik.

– Ahol az egyes részvényesek, illetve a részvényesek és a vállalatvezetők között nagy az információs aszimmetria, célszerűbb az osztalékfizetés csökkentése, mert e cégek számára költségesebb a részvénytőke-bevonással való forráspótlás.

– A rendszeres jövedelemben érdekelt befektetők előnyben részesítik az osztalékfize-tést annak relatíve kisebb költségei miatt. Ezt a hatást viselkedéstani magyarázatok is erősítik, hiszen a befektetők ódzkodhatnak az árfolyamnyereség realizálásától, amely „végleges” eladással jár. Az intézményi befektetők is a folyó jövedelmet jelentő oszta-lékban lehetnek érdekelték a jövedelemelköltség jogszabályi megkötései miatt.

– Eladósodott cégek esetében a váratlan osztalékfizetés csődopciós előnyt jelenthet a hitelezők/kötvényesek kárára és a részvényesek javára. Értelemszerűen ezek a játszmák etikailag kifogásolhatók, és hosszú távra tervező vállalatok esetében megnehezíthetik a

külső finanszírozást. A hitelezőknek célszerű a szerződésben a fentieket korlátozó rendelkezéseket fogantatosítani.

– Az eltérő életpályán lévő vállalatoknak eltérő a szabad pénzáramlás-mennyisége és a finanszírozási igénye.

– Az érett és jellemzően nagyobb méretű vállalatok, amelyeknek kevésbé vonzó a beruházási lehetőségei, jellemzően nagyobb mennyiségű likvid eszközökkel rendelkeznek, és megnő annak veszélye, hogy a vállalatvezetők kevésbé hatékonyan költik el ezt a felesleget. Ezen vállalatok esetében célszerűbb az eredmény nagyobb hányadának kiosztása.

– Mivel a belső források relatíve olcsóbbak, a fiatal, növekvő, pozitív növekedési lehetőségek előtt álló vállalatok számára olcsóbb az alacsonyabb osztalékfizetési hányad fenntartása, mintsem az időnkénti külső finanszírozás igénybevétele.

Más megfogalmazásban ez utóbbi két megjegyzés azt jelenti, hogy a pénzügyi döntések klasszikus, már-már axiomatikus rendje – a befektetési–finanszírozási–osztalékpolitikai prioritási sorrend – helyett a vállalatoknak a befektetési, finanszírozási és osztalékpolitikai döntések egymáshoz hangolására kell törekedniük.

Hivatkozások

- ALLEN, F.–BERNARDO, A. E.–WELCH, I. [2000]: A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, december, 2499–2536. o.
- ALLEN, F.–MICHAELY, R. [2003]: Payout Policy. Megjelent: *Constantinides, G. M.–Harris, M.–Stulz, R. M.* (szerk.): *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, 1. kiadás, Vol. 1. No. 1. <http://ideas.repec.org/h/eee/finchp/1-07.html>.
- AMROMIN G.–HARRISON, P.–NELLIE, L.–SHARPE, S. [2005]: How Did the 2003 Dividend Tax Cut Affect Stock Prices and Corporate Payout Policy? *Finance and Economics Discussion Series*, FED, Washington, 57.
- BARKER, C. A. [1958]: Evaluation of Stock Dividends. *Harvard Business Review*, 36. július–augusztus, 99–114. o.
- BENARTZI, S.–MICHAELY, R.–THALER, R. [1997]: Do Changes in Divident Signal the Past or the Future? *The Journal of Finance*, Vol 7. No. 3. 1007–1043. o.
- BHATTACHARYA, S. [1980]: Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy. *The Quarterly Journal of Economics*, augusztus, 1–24. o.
- BHATTACHARYA, S. [1988]: Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani. *Journal of Economic Perspectives*, őszi szám, 135–147. o.
- BLACK, F. [1976]: The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2. 5–8. o.
- BLACK, F.–SCHOLES, M. [1974]: The Effects of Dividends Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Return, *Journal of Financial Economics*, május, 1–22. o.
- BLUME, M. [1980]: Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence. *Review of Economics and Statistics*, november, 567–577. o.
- BREALEY, R. A.–MYERS, S. C. [2005]: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest.
- BRENNAN, M. J. [1970]: Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, december, 417–427. o.
- BRENNAN, M. J. [1971]: A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model. *Journal of Finance*, december.
- EASTERBROOK, F. H. [1984]: Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74. 650–659. o.
- ELTON, E.–GRUBER, M. [1970]: Marginal stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 1. 68–74. o.
- FAMA, E. F. [1974]: The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms. *American Economic Review*, *American Economic Association*, június, 304–318. o.
- FRANKFURTER, G. M.–LANE, W. R. [1992]: The Rationality of Divident. *International Review of Financial Analysis*, 1. 115–129. o.

- FRANKFURTER, G. M.–WOOD, B. G. [2002]: Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11. No. 2. 111–138. o.
- GRAHAM, B.–DODD, D. L. [1951]: *Security Analysis: Principles and Techniques*. 3. kiadás, McGraw Hill Company, New York.
- GRAHAM, B.–DODD, D. L.–COTTLE, S. [1962]: *Security Analysis: Principles and Techniques*. 4. kiadás, McGraw Hill Company New York.
- GORDON, M. J. [1959]: Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, május.
- GORDON, M. J. [1962a]: The Savings, Investment and Valuation of the Corporation. *Review of Economics and Statistics*, február.
- GORDON, M. J. [1962b]: The Investment Financing and Valuation of the Corporation. R. D. Irwin, Homewood, Illinois.
- GRINSTEIN, Y.–MICHAELY, R. [2005]: Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, American Finance Association, 60. 1389–1426. o.
- GRULLON, G.–MICHAELY, R. [2002]: Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, Vol. 62. No.4.1649–1684. o.
- GRULLON, G.–MICHAELY, R.–SWAMINATHAN, B. [2002]: Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, Vol. 75. No. 3. 387–424. o.
- HAN, K. C.–LEE, S. H.–SUK, D. Y. [1999]: Institutional Shareholders and Dividends. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 12. No. 1. 53–62. o.
- JAKSITY GYÖRGY [1991]: Az osztalékpolitika és a részvényárfolyamok. *Pénzügyi Szemle*, 390–415. o.
- JENSEN, M. C. [1986]: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76. No. 2. 323–329. o.
- JENSEN, M. C.–MECKLING, W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. No. 4. 305–360. o.
- KAHNEMAN, D.–TVERSKY, A. [1982]: The Psychology of Preferences. *Scientific American*, 246. 160–173. o.
- KALAY, A. [1982]: The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect. *The Journal of Finance*, 37. szeptember, 1059–1070. o.
- KALAY, A.–MICHAELY, R. [2000]: Dividends and Taxes: A Re-Examination. *Financial Management*, nyári szám, 55–75. o.
- KARACS KATALIN [2008]: Az osztalékpolitika ágazati hatása Magyarországon. Szakdolgozat.
- KOSÁRKA JUDIT [2007]: Az adó hatása az osztalékpolitikára. Szakdolgozat.
- LA PORTA, R.–LOPEZ-DE-SILANES, F.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. W. [2000]: Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, február, 1–34. o.
- LANG, L. H. P.–LITZENBERGER, R. H. [1989]: Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24. 181–191. o.
- LINTNER, J. [1965]: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, február, 13–37. o.
- LITZENBERGER, R. H.–RAMASWAMY, K. R. [1979]: The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 7. No. 2. 163–195. o.
- LITZENBERGER, R. H.–RAMASWAMY, K. R. [1980]: Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clienteles and Market Equilibrium. *The Journal of Finance*, május, 469–482. o.
- LITZENBERGER, R. H.–RAMASWAMY, K. R. [1982]: The Effects of Dividends on Common Stock Prices. Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*, május, 429–443. o.
- LONG, J. B. [1977]: Efficient portfolio choice with differential taxation of dividends and capital gains. *Journal of Financial Economics*, 5. augusztus, 25–53. o.
- MICHAELY, R. [1991]: Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act. *The Journal of Finance*, július, 845–859. o.
- MICHAELY, R.–THALER, R. H.–WOMACK, K. L. [1995]: Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, Vol. 50. No. 2. 573–608. o.
- MICHAELY, R.–VILA, J. L. [1996]: Trading volume with private valuation: evidence from the ex-dividend day. *Review of Financial Economics*, Vol. 9. No. 2. 471–509. o.

- MICHAELY, R.–VILA, J. L.–WANG, J. [1996]: A model of trading volume with tax-induced heterogeneous valuation and transaction costs. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 5. No. 4. október, 340–371. o.
- MICHEL, A. J. [1979]: Industry Influence on dividend Policy. *Financial Management*, Vol. 8. őszi szám, 22–26. o.
- MILLER, M. [1987]: The information content of dividends. Megjelent: *Bossons, J.–Dornbush, R.–Fischer, S.* (szerk.): *Macroeconomics. Essays in Honor of Franco Modigliani*. MIT Press, Cambridge, 37–61. o.
- MILLER, M. H.–MODIGLIANI, F. [1961]: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, október, 411–433. o.
- MILLER, M. H.–SCHOLES, M. S. [1982]: Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, Vol. 90. No. 6. 1118–1141. o.
- NAGY BÁLINT [2007]: Az osztalékretjtély és viselkedéstani magyarázatai. *Hitelintézeti Szemle*, 6. sz. 628–642. o.
- POTERBA, J.–SUMMERS, L. H. [1984]: New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends. *Journal of Finance*, december, 1397–1415. o.
- ROSS, S. A. [1977]: The determination of Financial Structure. *The Bell Journal of Economics*, tavaszi szám, Vol. 8, No. 1, 23–40. o.
- RUBNER, A. [1965]: *The Ensnared Shareholder and the Modern Corporation*. MacMillan, London.
- ROZEFF, M. S. [1982]: Industry influence on Dividend Policy in a Firm-Specific Model. Working Papers, University of Iowa, No. 82-21. 1–10. o.
- SHARPE, W. F. [1964]: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, szeptember, 425–442. o.
- SHLEIFER, A.–VISHNY R. W. [1986]: Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94. No. 3461–488. o.
- Tax Reform Act of [1986]. <http://www.answers.com/topic/tax-reform-act-of-1986?cat=biz-fin> (Letöltve: 2008.04.04.)
- THALER R. H.–SHEFRIN, H. M. [1981]: An Economic Theory of Self Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 89. No. 2. 392–410. o.