



Budapesti Corvinus Egyetem
Gazdálkodástani Doktori Iskola

Tézisgyűjtemény

Fazakas Gergely
Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon
című PhD értekezéséhez

Témavezető:

Dr. GáspárBencéné Vér Katalin
Egyetemi docens

Budapest, 2009

Budapesti Corvinus Egyetem
Gazdálkodástani Doktori Iskola

Pénzügyi és Számviteli Intézet
Befektetések és Vállalati pénzügyi tanszék

Tézisgyűjtemény

Fazakas Gergely
Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon
című PhD értekezéséhez

Témavezető:

Dr. GáspárBencéné Vér Katalin
Egyetemi docens

Budapest, 2009

Tartalomjegyzék

a) A dolgozat célja, előzményei	1
Szakirodalmi előzmények	3
b) Alkalmazott módszerek és azok indoklása	5
c) A dolgozat főbb tudományos megállapításai, eredményei	7
d) A dolgozat eredményeinek hasznosíthatósága	17
e) A szerzőnek a témában megjelent publikációi	18

a) A dolgozat célja, előzményei

Dolgozatomat az osztalékpolitikának, közelebbről a magyarországi vállalatok osztalékpolitikai sajátosságainak szentelem. A szakirodalomban szereplő vizsgálatok az eredmény felosztásának vagy újrabefektetésének dilemmáját vizsgálják különböző keretek között. Empirikus vizsgálataimnál én is csak erre a szűkített kérdésre koncentrálok: a magyarországi vállalatok készpénzes osztalékfizetési sajátosságaira milyen tényezők hatnak.

1992-ben kerültem a Pénzügy (majd 1993-tól, megalakulásától a Vállalati pénzügyi) tanszékre. Fő feladatként azt kaptuk, hogy a frissen lefordított Brealey – Myers [1992] könyvre alapozva honosítsuk meg a „modern” vállalati pénzügyek oktatását, ami számos továbbgondolásra érdemes problémát vetett fel.

Ezek egyike volt az osztalékpolitika, amelyet az 1989-es eredeti kiadás – ennek alapján készült az első, 1992-es, magyar kiadás – viszonylag egyszerűen elintézt. Az osztalékpolitikai fejezet üzenete annyi volt, hogy tökéletes piacon az osztalékpolitika nem számít, ahogy ezt a jólismert 1961-es Modigliani – Miller cikk az osztalékpolitika irrelevanciájáról állítja.

A tananyag nem tért ki részletesen az álláspontok, a különböző elméletek bemutatására – a fő érv az eredmény minél nagyobb hányadának osztalékként kifizetése mellett az átláthatóság, az információ-áramlás biztosítása, az osztalékfizetési ráták csökkentése mellett pedig az osztalékok adóhátránya, az osztalékadónak az árfolyamnyereség-adónál magasabb adókulcsa volt. A téma nem ígért különösebb izgalmakat, főleg annak a gyakran hangoztatott tételnek a fényében nem, miszerint a vállalati pénzügyi döntésekben – befektetés, finanszírozás, osztalékpolitika – az osztalékpolitikának reziduális szerepet kell betöltenie: rögzített befektetési és finanszírozási politika mellett vizsgáltuk hatását.

Ugyanakkor a magyar piac szemmel láthatóan nem a középutas elmélet alapján működött. Az oktatáshoz elengedhetetlen volt, hogy a magyar tőkepiacra kisbefektetőként és „botcsinálta” elemzőként is valamilyen rálátásom legyen. A gyakorlati tapasztalatok is azt mutatták, hogy a részvényesek egyértelműen és fenntartások nélkül szeretik az osztalékok emelkedéséről szóló híreket, és ezeket a piac rendre árfolyam-emelkedéssel nyugtázza. Az elmúlt 16 év bármelyikében, bármelyik képzési csoportnál feltettem a kérdést, hogy magasabb vagy alacsonyabb osztalékot szeretnének egy részvénytől, az állást foglalók egyértelműen a magasabb osztalék mellett tették le voksukat. Úgy tűnik tehát, hogy a main-stream, az

irrelevancia tétel feltételezése, a tőkepiacok tökéletessége szöges ellentétben áll a tényleges piaci gyakorlattal.

Az elmélyüléshez a témában az adta az első lökést, hogy a nem túl hatékonyan működő magyar tőkepiacon egyszerűnek tűnik a tökéletlenségek tesztelése és ezzel annak belátása, hogy bizonyos helyzetekben, bizonyos vállalatoknál, befektetői köröknél a magasabb, más helyzetekben az alacsonyabb osztalékfizetés politikája növeli a részvényesek vagyonát. A tőkepiac tökéletességének feltételezése persze nemcsak Magyarországon nem állja meg a helyét, hanem fejlettebb tőkepiacokon sem – a szakirodalom mélyebb tanulmányozása során döbbsentem rá arra, hogy milyen sokféle tényező, befektetői motiváció, a vállalathoz és részvényeseihez viszonyítva belső és külső paraméter befolyásolhatja optimális nagyságát.

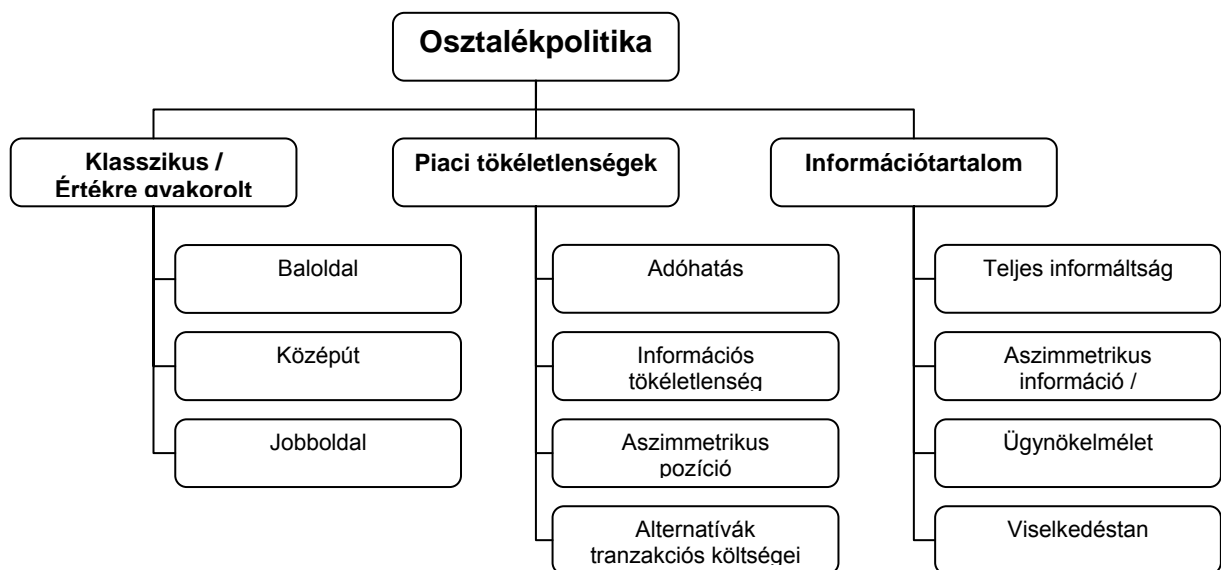
A dolgozat készítése közben megerősödött bennem az az elképzelés, hogy az osztalékpolitika vizsgálata kiváló lehetőség lenne felsőbbéves (mester) vállalati pénzügyi összegző tárgyként. Az osztalékpolitika egyfajta összegzésképpen fogható fel. Vizsgálatával láthatjuk, hogy mennyi minden külső tényező hat a részvényesek osztalékban és részvényben megtestesült vagyonára, mennyi szempont befolyásolja őket az osztalékhoz való viszonyukban és az erre vonatkozó döntéseikben. Ekkorra már a hallgatók az alapvető vállalati pénzügyi, eszközértékelési, befektetési, számviteli, adózási, jogi és opciós ismeretekkel fel vannak vértézve. Ugyanakkor mindezeket túl az osztalékpolitikai ismeretekhez, a befektetői mozgatórugók megismeréséhez gazdaság-pszichológiai, az összefüggések elméleti igényességű feldolgozásához mélyebb matematikai-statisztikai eszköztárra is szükségük van.

Az elmúlt 18 év magyar részvénytőkepiaca számtalan érdekes, konkrét osztalékpolitikai döntéssel is szolgált – ezek konkrétumokba menő feldolgozása az elmélet szórakoztatóbb megértésére, a gyakorlati élet sokszínű megoldásainak és a szakirodalmi modelleknek egyfajta szimbiózisára adhat lehetőséget.

Az osztalékpolitikáról szóló vitacikkek száma a jelentősebbeket tekintve is százas nagyságrendű, a vizsgált paraméterek, feltételezések alapján a problémakör rendkívül szerteágazó. Nyilvánvalónak tűnik, hogy egy-egy paraméter hatását szinte lehetetlen függetlenül kezelni. Sokan osztalékpolitikai rejtélyről beszélnek, hiszen például vállalatok a nyilvánvaló adóhátrányok ellenére fizettek jelentős osztalékot, mások az információs hatások ellenére tartózkodtak az osztalék kifizetésétől. Magától értetődőnek tűnik, hogy egy adott iparágbeli, adott befektetői kör tulajdonolta vállalat, amely adott időpontban, adott szabályozó- és adórendszerben, adott menedzsmenttel, adott befektetési lehetőségek között működik, a körülmények együttes hatására alakítja ki osztalékpolitikáját.

A csoportosítási lehetőségek sokszínűségét mutatja be az alábbi ábra, melyben a vitabeli álláspontok rendszerezési lehetőségeit sorolom fel.

1. ábra Az osztalékpolitikai álláspontok csoportosítási lehetőségei



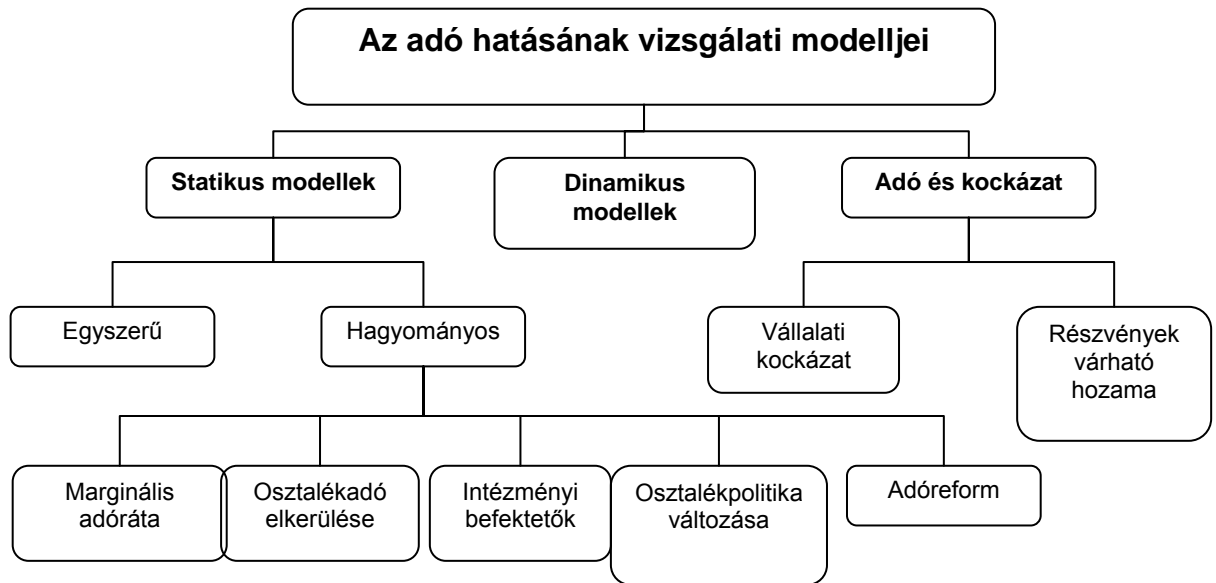
Dolgozatom első, a szakirodalmat áttekintő részében igyekszem bemutatni az osztalékpolitikával foglalkozó irányzatok mindegyikét. Az empirikus részben ugyanakkor két területen végzek vizsgálatokat.

Egyrészt a piaci tökéletlenségek ágazati, vállalati sajátosságait szeretném elemezni, elsősorban a vállalati növekedéssel összefüggésben. Ez a kérdéskör az alternatívák tranzakciós különbségeivel függ össze: az osztalékfizetés és tőkebevonás nem ingyenes

tőkepiaci művelet, és vállalattól, iparágtól függ ennek a költségnek a felmerülési valószínűsége és várható értéke.

Másrészt az osztalékpolitika adóhatásaival foglalkozom részletesebben. Az adóhatás önmagában is nagyon kiterjedt szakirodalommal rendelkezik, ahogy ezt a következő ábra is mutatja.

2. ábra Az adó hatásának az osztalékpolitikára vizsgálati modelljei



Disszertációm empirikus részében az adó hatásokon belül az osztalékadó elkerülésével, az adóarbitrázzsal foglalkozom részletesen.

b) Alkalmazott módszerek és azok indoklása

Az osztalékpolitika vizsgálata során a módszerek széles tárházát alkalmazták. Empirikus eredmények nélküli, tisztán elméleti modellek (például Brennan [1970], Modigliani – Miller [1961]) éppúgy megtalálhatóak benne, mint vállalati vezetőkkel készített interjúk (Lintner [1956] – de a leggyakrabban a statisztikai – ökonometriai modellek tesztelését választották a modellek verifikálására.

Vizsgálatom során én is a statisztikai mintákon végzett tesztelésekkel kívánom kérdéseimre a válaszokat megkapni, vagyis kvantitatív vizsgálatokat kívánok folytatni. A Budapesti Értéktőzsde részvényeinek árfolyam- és forgalmi adatai napi bontású adatsorral szolgálnak, a tőzsdén szereplő vállalatok pénzügyi kimutatásaiból pedig éves bontású mérleg- és eredményadatokat lehet szerezni. Ez másképpen azt jelenti, hogy elfogadható nagyságú minta áll rendelkezésre, amely a kvantitatív elemzést lehetővé teszi. A vizsgált változók mindegyike arányskálán mérhető, és ez a statisztikai elemzések széles körére ad lehetőséget.

Empirikus kutatást két területen végeztem, a használt módszertan is ehhez igazodik.

A vizsgálat első felében az elemeztem, hogy a különböző vállalatok, ágazatok osztalékfizetési rátája és osztalékhozama mennyiben tekinthető azonosnak, illetve befolyásolják-e ágazati jellemzők.

Elsőként a vállalati béták magyarázó erejét teszteltem az osztalékfizetési rátákra. Mivel maguk a béták közvetlenül nem megfigyelhető, csak becsülhető mutatók, többféle módszer alapján összeállított bétákkal is próbáltam magyarázni az osztalékfizetési ráták alakulását. A kétváltozós regressziós analízis eredményei után megvizsgáltam azt is, hogy bizonyítható-e nem-lineáris kapcsolat is a béták és az osztalékfizetési sajátosságok között. A nem-lineáris, illetve az esetleges további, rejtett magyarázó változók hatásainak tesztelésére faktoranalízist és klaszteranalízist végeztem el.

Másodjára az osztalékhozamok és osztalékfizetési Ráták ágazati sajátosságait kívántam bemutatni. A különböző ágazatonkénti) vállalati csoportok átlagos osztalékhozamának és osztalékfizetési rátájának bemutatására a varianciaanalízis a legjobb módszer – segítségével tesztelhető, hogy a megszokott szignifikancia-szinteken az egyes csoportok közti különbségek statisztikai szempontból jelentősnek vagy elhanyagolhatónak tekinthetőek.

A hipotézisvizsgálat során nullhipotézist és alternatív hipotézist állítok fel. A nullhipotézis lényeges állítása az, hogy a vizsgált magyarázó változó (az ágazati besorolás) nem okoz lényegi változást az eredményváltozó értékében (osztalékfizetési ráta; osztalékhozam). Ezzel szemben az alternatív állítás az, hogy adott (jellemzően 95%-os) megbízhatósági szinten a

nullhipotézis nem fogadható el, a vizsgált magyarázó változó szignifikáns eltérést okoz az eredményváltozó értékében. A nullhipotézis elvetése és az alternatív hipotézis elfogadása tehát annak statisztikai erejű bizonyítását jelenti, hogy a magyarázó változó szignifikáns hatást gyakorol az eredményváltozóra.

A dolgozat empirikus részének második nagy része az adóelkerülés elvi és gyakorlati lehetőségeivel foglalkozik. Ehhez először bemutattam, hogy a különböző befektetők eltérő adókulcsai lehetőséget adnak az adóelkerülésre, adóarbitrázsra. Elméleti modellemben egy új fogalom, az osztalék árfolyamegyenértékese szempontjából modelleztem, hogy az egyes szereplők eltérő mértékben preferálják az osztalékfizetést és az árfolyamnyereséget. Az egyenértékesek segítségével modellezni tudtam a különböző szereplők által lefolytatható adóelkerülő kereskedés lehetséges ártartományát, majd az ártartomány segítségével a szereplők által összességében elérhető adómegettakarítás nagyságát.

- A szignifikáns forgalomnövekedés tesztelésére egy egyszerű t-statisztikát választottam. Azt teszteltem, hogy az adott ablakban mérhető átlagos napi forgalom (értékben mérve) szignifikánsan meghaladja-e az adott részvény adott évi napi átlagos forgalmát. A használt modellhez azzal a feltételezéssel kellett élnünk, hogy a vizsgált 5 – 20 napos ablakok és a teljes éves minta eloszlása és szórása nem különbözik szignifikánsan.

A kereskedési napok száma mindenütt meghaladta a 30-at, de jellemzően a 100-250-es tartományban mozgott. Ha ezt vesszük figyelembe, normális eloszlást és 30 fölötti szabadságfokot feltételezve, akkor ha a teszt eredménye 2 vagy annál magasabb értéket mutat, akkor legalább 95%-os megbízhatósági szinten állíthatjuk, hogy a vizsgált ablakban szignifikáns forgalomnövekedést tapasztaltunk

c) A dolgozat főbb tudományos megállapításai, eredményei

Hipotéziseim azzal foglalkoznak, hogy kimutathatóak-e a piaci körülmények hatásai a magyar vállalatok osztalékpolitikájára. Vizsgálataimban a nemzetközi szakirodalommal egyező eredményekre jutottam.

1. hipotézis: A magyar tőzsdei vállalatoknál a béta és az osztalék-kifizetési hányad között negatív kapcsolat van.

A nemzetközi szakirodalom szerint a *jelentős osztalékhozamú és jelentős osztalék-kifizetési rátájú 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 konjunktúrától függő társaságok előtt inkább nyílnak növekedési lehetőségek, míg a konjunktúrára érzéketlen papírok inkább alapvető javak termelésével foglalkoznak, ahol a volumenek jelentős változtatására nincs igény. Ez természetesen azt jelenti, hogy a vállalatok osztalékpolitikáját (a tökéletes piaci feltételezéssel szemben) a valóságban igenis befolyásolják befektetési lehetőségeik. Hipotézisem, hogy a magyar piacon is a magasabb bétájú társaságok eredményük nagyobb hányadát növekedésre fordítják, míg az alacsonyabb bétájú társaságok eredményük nagyobb hányadát osztják ki.

Statisztikai vizsgálataim alapján megállapítható, hogy a magyar vállalatok bétája és osztalékfizetési sajátosságai között kapcsolat található. Többféle módszer alapján is úgy tűnik, hogy a kisebb kockázatú (azaz ismét a növekedésre kevésbé képes) vállalatok fizetik a nagyobb osztalékot.

Vizsgálataink alapján úgy tűnt, hogy a vállalatok osztalékfizetési politikája nem stabil, különböző gazdasági periódusokban eltérő politikákat folytatnak.

2. hipotézis: A magyar vállalatok osztalékpolitikáját különböző időszakokban eltérő módon befolyásolja kockázati kitettségük. Hipotézisem szerint expanzív időszakban a nagy kockázatú vállalatok tendenciában látványosan csökkentenek osztalékukon, míg recesszív vagy stagnáló periódusokban nincs ennyire egyértelmű kapcsolat a vállalati kockázat és az osztalékpolitikák között.

Megfigyelésem szerint valóban, a 2002-2004 időszakban látványosan erősödött a béták és az osztalékfizetési ráták közötti kapcsolat, miközben a többi évben a béták közül csak igen kevés mutatott érdemi kapcsolatot. Ez viszont azt sugallja, hogy ha létezik kapcsolat a kifizetési hányad és a kockázat között, az időben változó volt. Levonható a következtetés, hogy a leginkább az expanzív gazdaságpolitikával jellemezhető 2002 és 2004 közötti

időszakra a nagyobb kockázatú, azaz a növekedési lehetőségekre jobban reagáló cégek inkább újrabefektetették az eredményt és kevesebb osztalékot fizettek, mint stabilabb, és emiatt kisebb növekedési lehetőségekkel rendelkező társaik. A 2. hipotézist tehát nagy valószínűséggel el kell fogadnunk.

Egy másik, de az előzővel összefüggő vizsgálati irány alapján a vizsgált vállalatok osztalékpolitikáját gyökeresen befolyásolja ágazathoz való tartozásuk

3. hipotézis: A különböző ágazatokba tartozó magyar vállalatok osztalék-kifizetési rátái eltérnek egymástól.

1. táblázat Az ágazati súlyozatlan osztalék-kifizetési ráták variancia-analízisének eredménye

dp	<i>Eltérés-négyzetösszeg</i>	<i>Szabadságfok</i>	<i>Átlagos négyzetösszeg</i>	<i>F-érték</i>	<i>p-érték</i>	<i>Kritikus F-érték</i>
<i>SSK</i>	51116,591	5	10223,318	13,095	0,000	2,268
<i>SSB</i>	131156,978	168	780,696			
<i>SST</i>	182273,569	173				

A variancia-analízis eredményei alapján (p: 0,000) feltételezhetjük, hogy a különböző ágazatokba tartozó vállalatok eltérő osztalékpolitikát folytatnak. A 3. hipotézist tehát nagy valószínűséggel elfogadhatjuk. Megállapítható, hogy az érettebb, növekedési lehetőségekkel kevésbé rendelkező iparágak vállalatai nagyobb osztalékot fizetnek.

4. hipotézis: Az egyes ágazatokba tartozó vállalatok azonos osztalék-kifizetési rátával jellemezhetőek. Ennek az állításnak a varianciaanalízis nullhipotézise felel meg.

Másodiknak minden egyes ágazatra külön végeztem variancia-analízist. A csoportképző ismérv szerepét a vállalatok töltötték be, azaz a kérdést úgy tettem fel, hogy az azonos ágazatokhoz tartozó vállalatok osztalékpolitikája hosszútávon tekinthető-e hasonlóknak. A hat ágazat közül egyedül a vegyipar az, ahol a hasonlóságot, mint nullhipotézist a szokásos szignifikancia-szinteken nem lehetett elvetni. A másik öt ágazatban a vállalatok osztalék-kifizetési rátái szignifikáns eltérést mutattak.

A 4. hipotézis tehát csak részben (a vegyipari ágazatban) teljesült, a többi ágazat szignifikáns eltéréseket mutatott. Úgy tűnik, a vállalatokat nem befolyásolta osztalékpolitikájuk kialakításánál az, hogy vetélytársaik milyen politikát folytatnak.

Előzetes várakozásom az volt, hogy a szerényebb növekedési lehetőségekkel rendelkező két ágazatban (élelmiszeripar, villamos-energiaipar) lesznek homogének a vállalatok, hiszen ezekben az ágazatokban a vállalatokra általánosan jellemző a szerényebb növekedési

potenciál, és így egységesen az eredmény nagyobb hányada, amire osztalékként számíthatnának a befektetők.. Várakozásomat egyik ágazat sem teljesítette – mindkettőben volt az eredmény döntő részét kifizető, ún. osztalék-részvények (Zwack, Elmű), és az eredmény nagyobb részét visszaforgató társaságok. A villamos-energiaiparban pl. míg az ELMŰ átlagosan az eredménye 92%-át fizette ki, és a 2007-es évet leszámítva végig legalább 88%-os kifizetési rátát alkalmazott, addig az ágazat másik vállalata, az ÉMÁSZ a vizsgált tíz éve alatt négy olyan alkalom is volt, amikor egyáltalán nem fizetett osztalékot.

5. hipotézis: Az egyes ágazatokban a részvénytulajdonosok által elérhető osztalékhozamok eltérnek egymástól.

Véleményem szerint az osztalékhozamok ágazati vizsgálatának jelentőségét az adja, hogy eltérhet az egyes ágazatokba fektetők befektetői magatartása, osztalékpreferenciája is. Míg az *osztalék-kifizetési ráta* az eredmény felosztásának módjával a vállalatok szemszögéből mutatja az osztalékpolitikát, az *osztalékhozamok* a befektetői viszonyulást mutathatják: homogének vagy nem az elérhető osztalékhozamok alapján a különböző ágazatbeli vállalatok. A két mutató nem feltétlenül alakul párhuzamosan – közöttük a piaci értéken számított saját-tőke arányos eredmény adja a kapcsolatot. A priori valószínűnek tűnik, hogy az egyes ágazatok átlagos jövedelmezősége is eltérő, és ezért az egyes ágazatok máshogy különbözhetnek egymástól az osztalékhozamok vizsgálatakor, mint ahogy azt az osztalék-kifizetési ráták esetén tapasztaltuk. Például, ha az alapvető árukat előállító, és ezért biztosabb piacokkal rendelkező villamosenergia-iparnak és élelmiszeriparnak – az alacsonyabb kockázati szinttel adekvát módon – alacsonyabb a jövedelmezősége is, akkor elképzelhető, hogy a befektetett tőkére vetített osztalékhozamok jobban kiegyenlítődnek, mint az osztalék-kifizetési ráták értékei.

2. táblázat Az ágazatok osztalékhozamainak variancia-analízis táblája

dy	Eltérés-négyzetösszeg	Szabadságfok	Átlagos négyzetösszeg	F-érték	p-érték	Kritikus F-érték
<i>SSK</i>	1211,645	5	242,329	21,724	0,000	2,273
<i>SSB</i>	1706,730	153	11,155			
<i>SST</i>	2918,376	158				

A variancia-analízis alapján nagyon magas szignifikancia-szinten elvethető az a nullhipotézis, hogy a különböző ágazatokba tartozó vállalatok azonos osztalékpolitikát folytatnának. Az 5. hipotézist tehát bizonyítottak látjuk.

6. hipotézis: Az egyes ágazatokon belül a befektetők különböző részvények tartásával nagyjából hasonló osztalékhozamokat tudnak elérni.

Úgy tűnik, ismét a vegyipar az az ágazat, ahol még a leghomogénebb módon teljesítik az egyes vállalatok a befektetőknek az osztalékhozamokra vonatkozó elvárásait. A többi iparágban különbségeket találunk az egyes vállalatokkal elérhető osztalékhozamok között – a szigorúbb szignifikancia-szinteken is eltérőnek tűnik a Gyógyszeripar és az Élelmiszeripar egyes vállalataival elérhető osztalékhozam. Úgy látszik tehát, hogy mind a vállalati osztalékpolitikák (az eredmény felosztásának aránya, azaz az osztalék-kifizetési ráta értéke), mind a befektetők által elérhető osztalékhozamok alapján az iparágakon jelentős részében a vállalati politikák is szignifikánsan különböznek egymástól.

A 6. hipotézist tehát részben, ismét kizárólag a Vegyiparra látjuk bizonyítottnak.

A szakirodalomban egyöntetű a vélemény, hogy a vállalatok osztalékpolitikájának ágazati szintű különbségeit elsősorban az ágazat növekedési lehetőségei határozzák meg. Az alacsony osztalék-kifizetési rátájú ágazatokról (a vizsgált magyar mintában a gyógyszeripar, pénzügyi szolgáltatás, vegyipar, informatika) azt gondolhatjuk, azért forgatják vissza a vállalatba eredményük döntő részét, mert magasabb hozamot tudnak elérni az újrabefektetés révén befektetőik pénzével, mintha az osztalékot azok maguk forgatnák meg a tőkepiacokon. Ezzel ellentétben a magas osztalék-kifizetési rátájú ágazatok (a fenti mintában a vegyipar és az élelmiszeripar) azért fizet ki sok osztalékot, mert a jövőben rosszabb vagy stagnáló újrabefektetési lehetőségekre, növekedésre számíthat. A szakirodalmi állítások tesztelésére ezért további három jövedelmezőségi változót is bevontunk a vizsgálatba.

7. hipotézis: A magasabb jövedelmezőségű és magasabb várható növekedési ütemű vállalatok tendenciában kevesebb osztalékot fizetnek.

Az egyes vállalatok átlagos értékeinek pontábrája nemcsak az adatok jelentős szóródását mutatja – a vállalati adatok tanulmányozásával az is látszik, hogy az osztalékráták és a jövedelmezőségek között a várt negatív kapcsolat nem valósul meg.

Úgy tűnik, hogy a vállalatok hosszú távú növekedése nem a tankönyvi sémákat tükrözi: az alacsonyabb osztalékhozamot nem kompenzálták magasabb növekedéssel, illetve a befektetők a részvények értékelésénél a várt semleges hozzáállás helyett nagy súllyal vették figyelembe az osztalékhozamot.

3. táblázat A vállalati éves mutatók közötti közötti korrelációs mátrix

	dp	ROE	dy	g	IRR
dp		0,11957	0,47441	-0,024	0,01699
ROE			0,5478	0,28654	0,30907
dy				0,14535	0,20406
g					0,99741
IRR					

A korrelációs mátrix alapján jól látszik, hogy az osztalékfizetés nagysága és a jövedelmezőség vagy árnövekedés között várt negatív kapcsolatban csalatkoznunk kell. Szembetűnő az osztalékhozam és a sajáttőke-arányos eredmény közötti erős pozitív kapcsolat képe is. Az elmélet alapján azt várnánk, hogy azok a vállalatok fizetnek több osztalékot, akiknek a rossz növekedési kilátások alapján érdemesebb a visszaforgatás helyett kiosztani a megtermelt eredményt részvényeseik között. Ezzel szemben eredményeink szerint úgy tűnik, inkább azok a vállalatok fizetnek sok osztalékot, akik elég jövedelmezőséggel bírnak ahhoz, hogy részvényeseiket osztalékkal *is* és árnövekedéssel *is* kényeztessék.

Úgy tűnik tehát, hogy a Budapesti Értéktőzsdén vizsgált 11 év adatai nem támasztják alá azt a tankönyvi tételt, hogy a jobb növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatoknak kevesebb, a stagnálóaknak több osztalékot érdemes fizetniük. Erre kétféle általános magyarázatunk lehet. Egyrészt a 11-12 éves időszakunk, bár nem tűnik túl hosszúnak, mégis különböző makronövekedési periódusokat foglal magában. Valószínűnek látszik, hogy a vállalatok a növekedési és recessziós szakaszokban eltérő stratégiát folytattak – így elképzelhető, hogy a szakaszokra bontással a vállalati osztalékpolitikák homogénebb képe rajzolódna ki. Másrészt elképzelhető, hogy osztalékot nem az a vállalat fizet, amelyiknek ez lenne a racionális cselekedete, hanem amelyik jelenlegi és várható jövőbeli jövedelmezősége alapján megteheti ezt.

7. hipotézisemet tehát elvetem.

A dolgozat befejező részében az adóelkerülés elméleti lehetőségeivel és magyar gyakorlatával foglalkoztam. Úgy tűnik, időről időre az adórendszer aszimmetrikus szabályozása lehetővé teszi, hogy a különböző részvényesi csoportok arbitrázssal eltüntessék osztalék- (és/vagy árfolyamnyereség-) adójuk jelentős részét. Ehhez az szükséges, hogy a különböző befektetői csoportok eltérő osztalékadó- és árfolyamnyereség-adó kulcsokkal rendelkezzenek. Vizsgálatomban három befektetői csoportot különítettem el: a vállalati

befektetőket, a normál kulccsal adózó magánbefektetőket és az adókedvezményeket igénybevenni tudó magánbefektetőket.

Az adókulcsok jelentős különbségeket mutatnak, és ez dinamikus adóelkerülésre csábíthatja a különböző befektetőket. Az adóelkerülés lehetséges nagyságának méréséhez első lépésben egy új fogalmat, az osztalék árfolyamnyereség-egyenértékesét vezeték be:

$$(P_B - P_A) = DIV * \frac{1 - T_D}{1 - T_{pg}}$$

Az egyenletet átrendezve az adóhatások arányával ki tudjuk fejezni, hogy 100 Ft osztalék mekkora árfolyam-eséssel egyenértékű az adott befektető számára, azaz mekkora számára az osztalék árfolyamnyereség-egyenértékese.

$$(P_B - P_A) / DIV = \frac{1 - T_D}{1 - T_{pg}}$$

$$T^* = 100 * \frac{1 - T_D}{1 - T_{pg}}$$

ahol

T_D - az osztalék adókulcsa,

T_{pg} - az árfolyamnyereség-adó kulcsa,

T^* - 100 egység osztalékkal azonos nagyságú adózott jövedelmet biztosító árfolyamnyereség nagysága (100 egység osztalék árfolyamnyereség egyenértékese).

A képlet alapján meghatározható, hogy mekkora árfolyam-nyereséget kellene kapnia az adott piaci szereplőnek, hogy ugyanannyi adózás utáni jövedelemhez jusson, mintha 100 Ft osztalékot kapott volna – vagy másképpen mekkora 100 Ft osztalék *árfolyamnyereség egyenértékese*. Értelemszerűen a 100-nál nagyobb értékek az osztalék kedvezőbb adókulcsát jelentik és fordítva.

Második lépésként bemutatom a különböző szereplők kerekedése által elérhető adóarbitrázs nagyságát, illetve az ezt lehetővé tevő ársáv terjedelmét.

1996-tól kezdve a vállalati befektetők egyértelműen az osztalékfizetésnél élveznek adóelőnyt, hiszen a más vállalattól kapott osztalékuk adómentes, míg az árfolyamnyereség a társasági adóalap részét képezi, ezután társasági adót kell fizetniük. Magánszemélyek esetében 1998-tól kezdve is többször változtak az adózási feltételek. 1996 és 2001 között tőzsdei részvények esetében, ha egyéni befektetők tőkeszámlán tartották a befektetésüket, mentesültek az árfolyamnyereség-adó hatása alól. Ezen időszakban az egyéni befektetők tehát

egyértelműen az árfolyamnyereség tekintetében élveztek adókedvezményt. Ez azt jelenti, hogy 1996 és 2001 között a két befektetői csoport nem komparatív, hanem **abszolút adóelőnyöket** élvezett az egyik az egyik, illetve a másik a másik adónemmel szemben. Osztalékfizetések környékén tehát az intézményi befektetőknek venni, a magánbefektetőknek eladni volt érdemes.

A magyar adózási gyakorlatban az árfolyamesés az osztalékfizetés után minimum annyi, hogy a magánszemélynek megérje eladni a részvényt osztalékfizetés előtt és visszavásárolni osztalékfizetés után:

$$P_A - P_B = DIV * (1 - T_D)$$

Az árfolyamesés osztalékfizetés után maximum annyi, hogy a vállalati szereplőnek megérje osztalékfizetés előtt megvenni a részvényt és osztalékfizetés után eladni azt (feltételezve, hogy a vállalat nyereséges és így fizet nyereségadó):

$$P_A - P_B = DIV / (1 - T_C)$$

Ahol T_c a vállalati nyereségadó kulcsa.

A lehetséges áresés sávja:

$$DIV * (1 - T_D) < P_A - P_B < DIV / (1 - T_C)$$

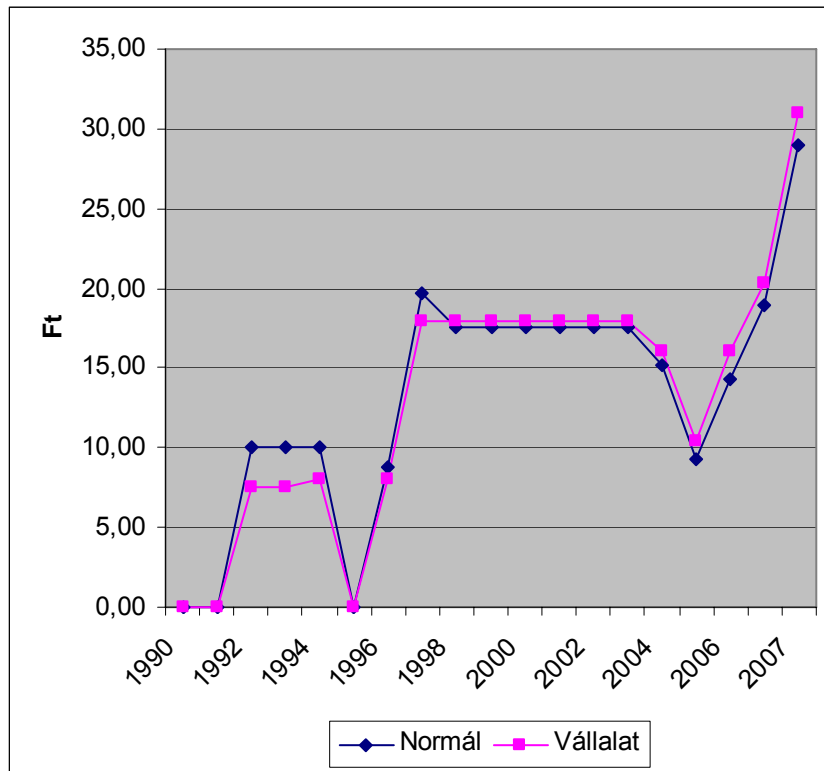
A teljes adómegetakarítás összege attól függ, hogy milyen áron zajlik az adásvétel, hiszen a szereplők eltérő árfolyamnyereség-adót fizetnek.

Minimum (a minimális áresésnél): $DIV * T_D + DIV * (1 - T_{DP}) * T_C$

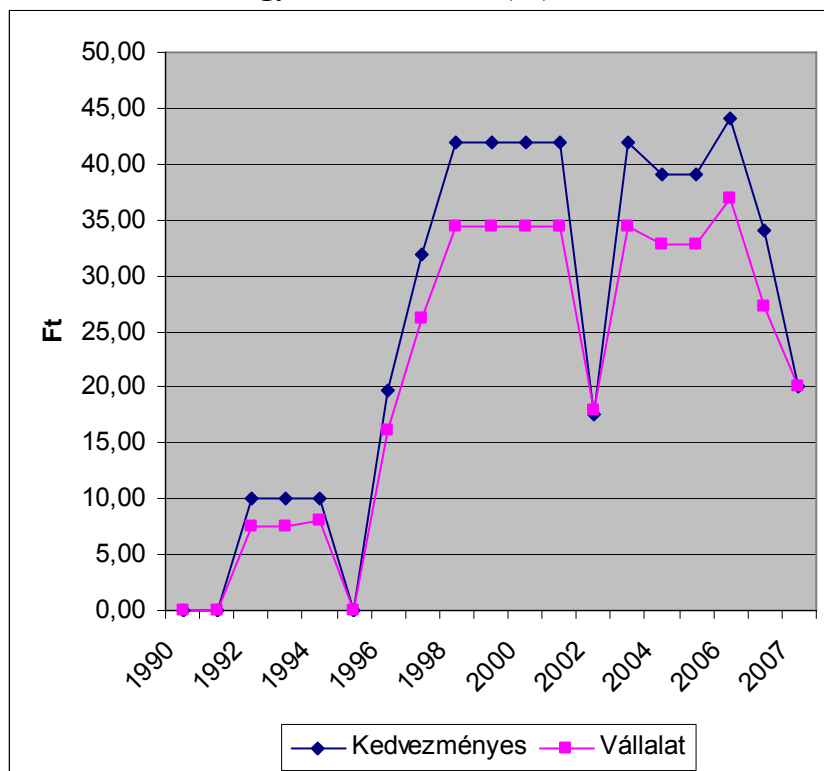
Maximum (a maximális áresésnél): $DIV * T_D + DIV / (1 - T_C) =$

1990 és 2007 között végigszámoltam, hogy a magyar adórendszer milyen mértékben tette lehetővé a szereplők adóarbitrázsát, azaz 100 Ft osztalék kifizetése mekkora adómegetakaírtást tett lehetővé. Amint az ábrán is látható, arbitrázs-mentesnek az 1990-91-es és az 1995-ös év tekinthető. Az is látható, hogy az adóreformok célkitűzései között elsősorban nem az arbitrázslehetőségek kiküszöbölése állt. Az 1995-ös adóreform megszüntette az addigi, szerénynek mondható arbitrázs-lehetőséget. A magánszereplők számára 1996-ban megnyíló adókedvezmények (értékpapírszámlán tartott részvények árfolyamnyereség-adó mentessége), valamint a vállalatok 1996-tól érvényes osztalékadó-mentessége növelték. A 2003-as majd 2006. szeptemberi változások (tőzsdén kereskedett részvények 25% helyett csak 10%-os osztalékadó-kulcsa) időlegesen csökkentették az arbitrázs lehetőségét. A magánszemélyek osztalékát sújtó kiegészítő hozzájárulások azonban az arbitrázssal elérhető hasznokat ismét 30% környékére emelték.

3. ábra 100 Ft osztalék arbitrázsi lehetősége egy normál módon adózó magánszemély és egy vállalat között (Ft)



4. ábra 100 Ft osztalék arbitrázsi lehetősége egy kedvezményesen adózó magánszemély és egy vállalat között (Ft)



Jól látható, hogy 1996 és 2001 között a magánszemélyek adókedvezményei az arbitrázs lehetőségét növelték, míg a 2002-től életbe lépő adókedvezmények az arbitrázs lehetőségeit ideiglenesen szűkítették – a 2003-tól érvényes változások ismét az arbitrázs lehetőségeit bővítették.

Ha feltételezzük, hogy a magánbefektető és a vállalat összesen négy tranzakciójára (oda-vissza egy-egy adásvétel) mindösszesen 1%-os tranzakciós díjjal kalkulálhatunk, akkor 2007-ben

- tőzsdei papír esetében (20%-os arbitrázs-nyereség) legalább 5%-os osztalékhozamú;
- tőzsdén kívüli papír esetében (31%-os arbitrázs-nyereség) 3,2%-os osztalékhozamú

részvénynél már megéri az adóelkerülő tranzakció. Ilyen papírokat pedig mind a tőzsdén, mind a tőzsdén kívüli kereskedelemben lehetett találni...

Elméletileg sikerült tehát kimutatni, hogy a magyar részvénypiacokon a különböző adókulcsú befektetőknek megvan a potenciális lehetősége arra, hogy az osztalékfizetés környékén aktív adóelkerülési stratégiákat hajtsanak végre. Ez másképp azt jelenti, hogy a részvényeknek az osztalékfizetési nap körüli adásvételével a befektetők minimalizálhatják adóterheiket. Gyakorlati piaci tapasztalataink alapján ezt a befektetők a részvények egy részénél meg is teszik. Ennek tesztelésére azt vizsgáltam meg, hogy osztalékfizetés környékén történik-e jelentős forgalom-emelkedés – ha igen, akkor véleményem szerint ez az arbitrázs-tevékenység bizonyítéka.

8. hipotézis: Osztalékfizetés környékén a részvények egy jelentős részénél szignifikánsan nagyobb a forgalom, mint az év többi részében.

9. hipotézis: Az osztalék adójának arbitrázzsal történő elkerülését ösztönzi, ha az adórendszer nagyobb különbségeket határoz meg az egyes szereplők adókulcsai között, és ezzel tágabb lehetőséget nyit a megtakarítható adómennyiségre.

Ahhoz, hogy az esetleges szignifikáns forgalomemelkedésre mindenképp felfigyelhessünk, az osztalékfizetési nap környékén négy különböző megfigyelési ablakot nyitottam:

- a fizetést megelőző öt nap;
- a fizetést követő öt nap;
- a fizetést megelőző 20 nap;
- a fizetést követő 20 nap.

Azt teszteltem, hogy az adott ablakban mérhető átlagos forgalom (értékben mérve) szignifikánsan meghaladja-e az adott részvény adott éves forgalmát. A használt modellhez

azzal a feltételezéssel kellett élnünk, hogy a vizsgált 5 – 20 napos ablakok és a teljes éves minta eloszlása és szórása nem különbözik szignifikánsan.

Az eredmények szerint a vizsgált 17 vállalatból 14 esetében volt olyan év, amikor az osztalékfizetés környékén valamikor jelentős forgalomnövekedés volt tapasztalható. Talán még plasztikusabb, ha azt nézzük, hogy a vizsgált, összesen 150 forgalmi év több, mint negyedében, 41 esetben lehetett szignifikáns forgalomnövekedésről beszámolni. Ebből a 41-ből 18 esetben az osztalék fizetését megelőzően és azt követően egyaránt szignifikánsan emelkedett a forgalom – azaz nemcsak a kereskedés növekményét, hanem az oda-vissza kereskedés tényét is meg lehetett figyelni.

A 8. hipotézist, az osztalékfizetés környéki megemelkedett kereskedési aktivitást tehát nagy valószínűséggel igazoltuk.

A vizsgált 150 részvényévből 120 év, azaz a minta 80% esett az arbitrázs szempontjából legizgalmasabb 1997 és 2001 illetve 2003 és 2007 közötti időszakra. Amint ez a 42. táblázatból és a 25.-26. ábrából is kitűnik, ez a kilenc év különösen széles lehetőségeket nyújtott az adóelkerülésre. A 41 megfigyelt szignifikáns forgalomnövekményből 31 eset, azaz körülbelül 75% esett erre az időszakra. Abból a 18 esetből pedig, amikor az osztalékfizetés előtt és után egyaránt szignifikáns volt a forgalom növekedése, mindössze 11 eset, azaz alig több, mint 60% esett az arbitrázsra oly széles teret nyitó időszakra.

Úgy látszik tehát, hogy a 9. hipotézist egyszerűbb módszerekkel nem sikerült igazolni: az osztalék adóját elkerülni igyekvő arbitrázs tevékenység annak „hatékonyságától” függetlenül fennállt.

d) A dolgozat eredményeinek hasznosíthatósága

Az osztalékpolitika kapcsán háromféle szereplő érdekeiről beszélhetünk.

- Egyrészt a növekedést, azaz újrabefektetést, vagy a tulajdonosainak pénzt juttatását mérlegelő vállalatok,
- másrészt a kockázat – nettó hozam térben leghatékonyabb befektetéseket kereső – és ennek érdekében az adókikerülést, adóarbitrázst is használó befektetők, részvénytulajdonosok,
- harmadrészt pedig a fenti vállalati és befektetői döntéseknek keretet adó, az adókikerülést, adójátszmákat megakadályozni kívánó állam, szabályozó hatóság szempontjairól.

Ebből a dolgozatban a legkézzelfoghatóbb gyakorlati eredményeket az adókikerülés elvi lehetőségét megmutató 10. fejezet, valamint az adókikerülés tényét statisztikai úton is bizonyító 11. fejezet adja. Ezek alapján úgy tűnik, hogy időre időre a szabályozó hatóság megpróbálja a befektetők adókikerülő játszmáinak terét a minimálisra csökkenteni, de utána a szabályozás későbbi, más szempontokat szem előtt tartó változtatásai rendre újra lehetővé teszik a különböző adókulcsú befektetők arbitrázs-tevékenységét.

Az empirikus eredmények megmutatták, hogy ezek a tökéletlenségek nem pusztán elvi lehetőségek, hanem a szereplők ténylegesen ki is használják azokat. A teszteredmények megmutatták, hogy az osztalékfizetés környékén szignifikáns a forgalomnövekedés, azaz a dinamikus adóelkerülő stratégiát nagyléptékben folytatják a magyar piaci szereplők. Forintban számolva tízmilliárdos lehetőségeket jelent a befektetők számára az aktív adóelkerülési stratégia, illetve nyilván ez az összeg az, amelyet a szabályozó hatóságnak az államkincstár számára az adókulcsok egységesítésével meg kellett (részben ma is meg kellene) mentenie.

A befektetők, illetve a befektetőik érdekeit szem előtt tartó vállalatok ugyanúgy évente forint-tízmilliárdok sorsáról döntenek, amikor meghatározzák éves osztalékpolitikai döntésüket. A részvényeseik által fizetendő adó, a vállalati befektetési lehetőségek, a részvényesek pszichológiai megszokásai, a nem-várt osztaléknagyságra érkező piaci reakciók mind-mind befolyásolják az árfolyamváltozásokon keresztül részvényeseik vagyont is.

e) A szerzőnek a témában megjelent publikációi

Könyv:

Fazakas G [1998]: Vállalati pénzügyek. Kereskedelmi, Vendéglátóipari és Idegenforgalmi Főiskola, Budapest.

Könyvrészlet:

Fazakas G. – Gáspár B. – Soós R. [2003]: Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba, Tanszék Kft., Budapest.

Fazakas G. – Sulyok-Pap M. [2000]: A vállalkozások pénzügyi döntései. in.:Pénzügy. Magyar Könyvvizsgálói Kamara, 315-343, Budapest.

Folyóiratcikkek:

Fazakas G. [2003]: Hozamfajták. Vezetéstudomány, április, 47-56.

Fazakas G. – Juhász P. [2009]: Alacsonyabb kockázat – nagyobb osztalék? A béta és az osztalékfizetési hányad kapcsolatának vizsgálata a Budapesti Értéktőzsdén (1997-2007). Közgazdasági Szemle, április, 322-343

Fazakas G. – Kosárka J. [2008]: Az adók hatása az osztalékpolitikára. Közgazdasági Szemle, szeptember, 782-806.