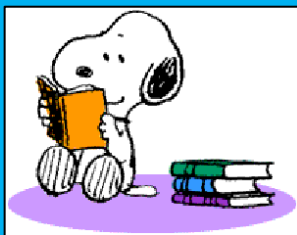


 Szládek Dániel	Mottó: <i>„A tőzsde tele van olyan személyekkel, akik ismerik mindennek az árát, de nem ismerik semminek az értékét.”</i> Philip Fisher	Kulcsfogalmak: szokásos és különleges osztalék, osztalék-részvény, osztalékhozam, osztalékfizetési ráta, osztalékpolitikai elméletek, osztalékfizetési stratégiák, részvény-visszavásárlás	 ≈ 40 perc
--	---	--	---

Ebben az olvasóleckében az osztalékpolitikával kapcsolatos ismereteket tekintjük át. Megismerkedünk az osztalékfizetés formáival, valamint az osztalékfizetés mutatószámaival. Az osztalékpolitikai elméletek után az osztalékfizetés mértékét befolyásoló tényezőket és a különböző kifizetési stratégiákat szemlélzzük. Végezetül szót ejtünk a részvény-visszavásárlásokról, amely egy másik, egyre népszerűbb módja a tulajdonosok kifizetésének.

1. Az osztalékfizetés formái

A befektetők kétféleképpen realizálhatnak hozamot egy részvény megvásárlásával: részesülhetnek a vállalat eredményéből osztalék formájában, továbbá, ha magasabb árfolyamon tudják értékesíteni az értékpapírt, mint amennyiért vették, akkor árfolyamnyereségük keletkezik. Az eredmény azon része, amelyet nem fizet ki a vállalat osztalék formájában lesz a visszatartott nyereség, ez az eredménytartalék részeként a saját tőke értékét fogja növelni. Az osztalékpolitika tehát kapcsolatban áll a vállalat finanszírozási politikájával.

Az osztalékfizetésnek több formája létezik, leggyakrabban pénz formájában történik a kifizetés. A szokásos osztalékfizetés rendszeres időközönként történő kifizetést takar, az Egyesült Államokban általában negyedévente, Európában jellemzően évente történik a szokásos osztalékfizetés. Előfordul, hogy a vállalat a szokásostól eltérő időben és mértékben, egyszeri különleges vagy speciális osztalékot fizet. Ez jellemzően akkor fordul elő, amikor egy kiugróan eredményes év után lehetőség nyílik többet fizetni a részvényeseknek, azonban hosszabb távon nem lenne fenntartható a megemelt kifizetés.

Nemcsak készpénzes osztalék létezik, a vállalatok más formában is fizethetnek a tulajdonosoknak. Alkalmazhatnak osztalékrészvényeket is, ekkor pénz helyett meghatározott számú részvényt kapnak a már birtokoltak mellé a tulajdonosok. Például 5%-os kifizetés esetében ez azt jelenti, hogy minden 100 részvény mellé további 5 részvényt kap minden tulajdonos. Ez az eljárás növeli a forgalomban lévő

részvények számát és csökkenti az egy részvényre jutó vállalatértéket, ceteris paribus. A nem készpénzes osztalék extrémebb formája, amikor a vállalat termékmintát vagy szolgáltatást kínál a részvényeseknek.

2. Az osztalékfizetési politika mutatószámai

Kétféle mutatóval szokás jellemezni az osztalékfizetési politikát, ezek az **osztalékhozam** és az **osztalékfizetési ráta**. Mindkét mutató esetén a fizetett osztalék nagyságát viszonyítjuk egy másik értékhez, valamint mindkettő számolható egy részvényre jutó értékek és a teljes vállalatra vonatkozóan is.

Az **osztalékhozam** a részvényárfolyamhoz viszonyítja az egy részvényre jutó osztalék nagyságát. Ezzel azonos eredményt kapunk, ha a teljes osztalékként kifizetett pénzmennyiséget elosztjuk a vállalat piaci kapitalizációjával (a forgalomban lévő részvények darabszáma szorozva a részvényárfolyammal):

Osztalékhozam kiszámítása:

$$DY = \frac{DIV}{P} = \frac{\text{Teljes kifizetett osztalék}}{\text{Piaci kapitalizáció}}, \text{ ahol}$$

DY: osztalékhozam (*dividend yield*);

DIV: egy részvényre jutó osztalék;

P: egy részvény árfolyama.

Az osztalékhozam azt mutatja meg, hogy **a részvényért fizetett összeghez képest mekkora hozamra számíthatunk osztalék formájában**. Az osztalékhozam fontos mutatószám, hiszen ez a befektető által realizálható teljes hozam (osztalék + árfolyamnyereség) részét képezi.

A másik mutatószám az **osztalékfizetési ráta**, amely az osztalék nagyságát a vállalat eredményéhez viszonyítja. Szintén kiszámítható egy részvényre és a vállalat egészére vonatkozóan is:

Osztalékfizetési ráta kiszámítása:

$$DPR = \frac{DIV}{EPS} = \frac{\text{Teljes kifizetett osztalék}}{\text{Adózott eredmény}}, \text{ ahol}$$

DPR: osztalékfizetési ráta (*dividend payout ratio*);

DIV: egy részvényre jutó osztalék;

EPS: egy részvényre jutó adózott eredmény.

Az osztalékfizetési ráta azért is releváns számunkra, mert nemcsak az osztalékfizetés nagyságát fejezi ki az eredményhez viszonyítva, hanem a visszatartott nyereségről is hordoz információt. Vegyük észre, hogy az eredmény osztalékként ki nem fizetett része a vállalatnál marad, tehát pl. 40%-os osztalékfizetési ráta esetén a maradék 60% az eredménytartalékot fogja növelni. Emlékezzünk arra, hogy a sajáttőke-arányos nyereség (ROE) és az újrabefektetési ráta (amely megegyezik $1 - \text{DPR}$ értékével) szorzataként becsülhető az eredmény (és rögzített osztalékfizetési ráta esetében az osztalék) növekedési üteme.

Osztalékfizetési mutatók kiszámítása

Tegyük fel, hogy egy vállalat 120 Ft osztalékot fizet részvényenként. Egy részvény árfolyama 2400 Ft, összesen 1 millió darab részvény van forgalomban. A vállalat adózott eredménye 400 millió forint. Számítsuk ki az osztalékhozam és az osztalékfizetési ráta nagyságát!

Az osztalékhozam egyszerűen kiszámítható a megfelelő adatok behelyettesítésével: egy részvényre jutó osztalék (DIV) = 120, egy részvény árfolyama (P) = 2400:

$$DY = \frac{\text{DIV}}{P} = \frac{120}{2400} = 0,05, \text{ azaz az osztalékhozam } 5\%.$$

Az osztalékfizetési rátához szükségünk van az egy részvényre jutó eredmény (EPS) értékére is, ehhez az adózott eredményt kell elosztani a forgalomban lévő részvények darabszámával:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Forgalomban lévő részvények száma}} = \frac{400 \text{ millió}}{1 \text{ millió}} = 400 \text{ Ft}$$

Ezek alapján az osztalékfizetési ráta:

$$\text{DPR} = \frac{\text{DIV}}{\text{EPS}} = \frac{120}{400} = 0,3, \text{ azaz az osztalékfizetési ráta } 30\%.$$

Természetesen számolhatunk a teljes vállalatra vonatkozóan is, ugyanezeket az eredményeket kapjuk. Pl. az osztalékfizetési ráta esetében a teljes osztalékként kifizetett összeg az egy részvényre jutó osztalék ($\text{DIV}=120$) és a forgalomban lévő részvények számának (1 millió db) a szorzata, vagyis 120 millió Ft. Ezt a 400 millió adózott eredménnyel elosztva szintén 30%-os osztalékfizetési rátát kapunk.

3. Osztalékpolitikai elméletek

A vállalati pénzügyek célja a vállalat értékének maximalizálása. Az osztalékpolitikai elméleteket az alapján különböztetjük meg, hogy **az osztalékfizetés milyen hatást gyakorol a vállalat értékére**. E gondolat mentén három csoport jött létre: baloldaliak, akik szerint minél kevesebb osztalékot kellene fizetni, a jobboldaliak, akik a lehető legmagasabb osztalékfizetést támogatják, és a középutasok, akik szerint az osztalékfizetés nem hat a vállalat értékére. Utóbbi csoporttal kezdjük az áttekintést.

A **középutasok** szerint tehát a **vállalat értéke független az osztalékpolitikától**, azaz az osztalékfizetés nem hat a vállalat értékére. Az álláspont Modigliani és Miller 1961-ben megjelent tanulmánya alapozza meg, amelyben a szerzők levezetik, hogy egy olyan világban, ahol nincsenek adók, tranzakciós költségek és más piaci tökéletlenségek, ott teljesen mindegy, mennyi osztalékot fizet a vállalat, a vállalat értéke ugyanakkora lesz. Azzal érvelnek, hogy **a vállalat értékét a beruházási politika határozza meg**, ha a növekvő osztalékfizetés miatt nem lenne elegendő forrás a beruházásokat megvalósítani, akkor jól működő tőkepiacon új részvények kibocsátásával lehet ezt pótolni. Több részvény lesz forgalomban és ezek értéke alacsonyabb lesz, mint korábban, de az eredeti részvényesek által elszenvedett árfolyamcsökkenés pontosan megegyezik a kapott osztalék értékével.

Természetesen az igazi tőkepiacok nem tökéletesek, illetve adók és tranzakciós költségek is léteznek. A **baloldaliak** az adózási szabályok miatt gondolták úgy, hogy a vállalatok **fizessenek minél kevesebb osztalékot**. A XX. század második felének nagy részében az Egyesült Államokban az osztalékok adózása sokkal kedvezőtlenebb volt, mint az árfolyamnyereségé. **Az osztalék a személyi jövedelemadó kulcsa, az árfolyamnyereség pedig a tőkenyereség adókulcsa alapján adózott, az előbbi sokáig jelentősen magasabb volt.** A baloldaliak ezért azt szorgalmazták, hogy **a vállalatok inkább forgassák vissza eredményüket, növekedjenek és így a befektetők magasabb árfolyamnyereséget tudnak realizálni.** Ezáltal jobban járnak, mintha a magasabb adókulccsal rendelkező osztalékot kapnák kézhez az árfolyamnyereség helyett. Az adózási szabályok időben nem állandóak, jelenleg a legtöbb országban (beleértve az Egyesült Államokat is) nincs már ekkora különbség a kétféle hozam adózása között.

A baloldaliakkal ellentétben a harmadik csoport, a **jobboldaliak** szerint minél magasabb osztalékot tud fizetni a vállalat, annál jobb, tehát az **osztalékfizetés pozitívan hat a vállalat értékére**. A jobboldaliak abból indulnak ki, hogy **az osztalékok „ragadósak”, a vállalat menedzserei semmiképp sem szeretik csökkenteni az osztalék értékét a korábbi évek kifizetéseikhez képest.** Így amikor egy vállalat magasabb osztalékot jelent be, ezzel jelzi a piacnak, hogy pozitívan ítéli meg a jövőbeli teljesítményre vonatkozó kilátásokat, fenn tudja majd tartani hosszabb távon is a megemelt osztalékfizetést. A piac erre a többletinformációra reagálhat kedvezően, növelve az árfolyamot és így a

vállalat értékét. A jobboldaliak álláspontja indokolható azzal is, hogy bizonyos tanulmányok szerint **a társadalom egyes rétegei kifejezetten preferálják az osztalékfizetést**. A kutatások alapján az idősebb és a kevésbé tehetős emberek kedvelik az osztalékokat, számukra értékesebb lehet egy magasabb osztalékot fizető vállalat.

4. Az osztalékfizetés nagyságát meghatározó tényezők

Az osztalékpolitikai elméletek megismerése közben felfedezhetjük, hogy mennyire összetett kérdésről van szó, **sokféle tényező befolyásolhatja az optimális osztalékfizetés nagyságát**. Az alábbiakban ezek a tényezőket listázzuk.

Az osztalékra vonatkozó törvényi korlátozások. Az osztalékfizetést szinte mindenütt jogszabályi előírások korlátozzák, védve a hitelezők érdekeit. Így például az alapítói tőke terhére nem lehet osztalékot fizetni, erre csak a múltbeli és a jelenlegi adózott jövedelmük használható fel. Jogszabály tiltja azt is, hogy fizetéseképtelen cégek osztalékot fizessenek.

Szerződésekben kikötött korlátozások. Sok esetben a vállalkozás által kötött szerződések is befolyásolják a cég osztalékpolitikáját. A szerződéseknek (pl. hitel- vagy lízingszerződések) lehetnek olyan záradékai, amelyek tiltják a vállalkozás számára az osztalékfizetést mindaddig, míg valamilyen pénzügyi mutató (pl. likviditási ráta vagy adózott nyereség) értéke nem halad meg egy kívánatos szintet.

Az adózási feltételek. A tulajdonos jövedelmét két formában szerezheti meg: egyfelől osztalék formájában, másfelől a részesedés értékesítésekor árfolyamnyereség formájában. Nem közömbös tehát, hogy milyen adókulcsokkal adóznak az egyes jövedelem típusok. Ahogy láthattuk, a baloldaliak álláspontja is az eltérő adókulcsokkal magyarázható.

Az osztalékfizetés **hatása a cég likviditási helyzetére**. Az osztalékfizetés készpénzkiáramlással jár, ezért minél likvidebb a cég, annál könnyebb az osztalék kifizetése. Megfelelő szintű pénzállomány nélkül nem lehet osztalékot fizetni, hiába az adózott eredmény alapján dönt a kifizetésről a vállalat, a fizetés magas pénzzel történik.

Az adósság-kapacitás és a tőkepiacok elérhetősége. A kisebb, kevésbé ismert cégek nehezebben tudnak külső forráshoz jutni a tőkepiacokon, ezért előszeretettel élnek a nyereség visszaforgatásával a finanszírozás során.

A növekedési kilátások. A gyorsan növekvő vállalkozásoknak (gazelláknak) a reményteli beruházási lehetőségek megvalósításához sok tőkére van szükségük. Ezért az ilyen vállalkozások

szívesen forgatják vissza a nyereségüket, hogy ne a drágább és nehezebben megszerezhető külső forrásokra legyenek ráutalva.

A **tulajdonosok preferenciái**. Amikor egy vállalkozásnak kevés tulajdonosa van, akkor a vállalatvezetők megtehetik, hogy az osztalékpolitika kialakítása során figyelembe veszik a tulajdonosok igényeit. Sok tulajdonos esetén persze ez teljesen lehetetlen.

5. Osztalékfizetési stratégiák

Az osztalékpolitika rendszerint a vállalat hosszú távú pénzügyi stratégiájába illeszkedően alakul ki. A gyakorlatban sokszínűen megjelenő osztalékfizetési stratégiák általában a következő alaptípusokra vezethetők vissza.

Passzív vagy maradványelvű osztalékpolitika. Ekkor a vállalat az osztalékot maradékelven kezeli, azaz **mindaddig visszaforgatja a nyereséget, amíg a beruházási javaslatok az elvárt hozamrátánál magasabb hozamot ígérnek**. Ebben az esetben az osztalékfizetést a folyó évi nyereség és a belső források iránti igény határozza meg, és emiatt jellemző, hogy az osztalékok évről évre jelentősen változnak. Azok a vállalatok, amelyek jó növekedési lehetőségekkel rendelkeznek, maradványelvű osztalékpolitika esetén nem, vagy kevés osztalékot fizetnek. Ezzel szemben az érett életszakaszban levő, amelyek számára kevés a vonzó beruházási lehetőség, magas osztalékot fizetnek.

Stabil nagyságú osztalékfizetés. Számos vállalat stabil, csaknem állandó összegű osztalékot fizet részvényenként, így **az osztalékfizetés jóval kevésbé fluktuál, mint a nyereség**. Az osztalékok változásai a hosszú távon fenntartható nyereségszintet követik, és a pénzügyi vezetők csak fokozatosan módosítják az osztalékot a jövedelmek változásának megfelelően. Az évenkénti változásokat elsősorban azért igyekeznek elkerülni, mert a részvényesek ezt a vállalati működés jövedelmezőségének változásaként értelmezhetik.

Állandó osztalékfizetési hányad. A stabil osztalékfizetés másik alternatívája, ha nem az osztalék nagyságát, hanem az osztalékkifizetési rátát tartják állandó szinten. Ha egy vállalat ezt a stratégiát alkalmazza, akkor **minden évben a vállalati jövedelem egy meghatározott százalékát fizetik ki osztalékként**, és az egy részvényre jutó adózott eredménnyel együtt változik az egy részvényre jutó osztalék. Természetesen ilyen esetben, ha a vállalat jövedelme egyik évről a másikra változik, az osztalék is erősen ingadozni fog.

A gyakorlatban általában megfigyelhető, hogy számos vállalat a fentiekben bemutatott osztalékfizetési stratégiák **egyfajta kombinációját követi**, melynek során igyekeznek elkerülni, hogy pozitív nettó jelenértékű beruházásokat kelljen elutasítani az osztalékfizetés miatt, illetve, hogy csökkenjenek az osztalékok.

6. Részvény-visszavásárlás

Az elmúlt évtizedekben előtérbe került a tulajdonosi kifizetés másik formája, a **részvény-visszavásárlás**. Az Egyesült Államokban az ezredforduló óta már magasabb összeget fordítanak részvény-visszavásárlásra, mint osztalékfizetésre, kivéve a globális pénzügyi válság éveit. A világ többi részén még nem történt meg ez a fordulat, de egyre népszerűbbek máshol is a visszavásárlások. A részvény-visszavásárlás azt jelenti, hogy **a vállalat a saját részvényeit vásárolja meg** a tőzsdén a részvényesektől. Ezáltal a vállalattól pénz áramlik ki a befektetőkhez, igaz, ebben az esetben nem az összes részvényes részesül a kifizetésből, mint az osztalékfizetésnél, hanem csak az a tulajdonosi kör, aki értékesíti részvényeit.

A részvény-vásárlás előnye az osztalékfizetéshez képest, hogy sokkal rugalmasabb, a befektetők nem várják el a folyamatos visszavásárlást, mint az osztalékfizetés esetében, ezáltal **a vállalat vezetése szabadabban kezelheti a kifizetési politikát**. Szintén előny, hogy **csak azoknak a tulajdonosoknak keletkezik jövedelme, és így adófizetési kötelezettsége is, akik értékesítik részvényeiket**, míg osztalékfizetésnél az összes tulajdonos köteles adózni az osztalék után. A részvény-visszavásárlások kapcsán is működik a jelzéselmélet, ráadásul a visszavásárlás kezdeményezésével **a vállalat explicite jelezheti a piacnak, hogy alulértékeltnek tekintik a részvényt**. **A tőkeszerkezet is gyorsabban változtatható** részvény-visszavásárlás révén, hiszen ekkor rövidebb idő alatt nagyobb összeggel csökken a vállalat saját tőkéjének értéke, ezáltal könnyebben elérhető egy magasabb tőkeáttételi mutató, ha ez kívánatos a vállalat értékének maximalizálása szempontjából. Ugyanakkor kritikusi, ellenzői is vannak a (túlzott) részvény-visszavásárlásoknak, **egyek szerint a vállalatoknak nem saját részvényeiket kellene vásárolni, hanem beruházásokat megvalósítani, munkahelyeket teremteni**. Ez kétségtelenül nemes gondolat, de ennél összetettebb a kérdés, a részvény-visszavásárlások kapcsán figyelembe kell venni a vállalatok növekedési lehetőségeit is, ahogy korábban az osztalékfizetés nagyságát meghatározó tényezőknél is megállapítottuk.



További érdekes információk a témában

Az osztalékpolitika

Az osztalékpolitikát érintő döntéseket befolyásoló mikro- és makro-tényezők széles tárházát elemzi Fazekas Gergely [PhD értekezésében](#):

Fazekas G. (2009): *Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon*. Doktori (PhD) értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástudományi Doktori Iskola.



ÖNELLENŐRZŐ KÉRDÉSEK:

1. Melyek az osztalékfizetés formái?
2. Sorolja fel az osztalékfizetés nagyságát meghatározó tényezőket!
3. Mi a részvény-visszavásárlás és milyen előnyei vannak az osztalékfizetéshez képest?
4. Igaz vagy hamis?

A baloldaliak a magasabb osztalékot tekintik kedvezőnek.

Megoldás: hamis

A középútasok szerint az osztalékpolitika nem hat a vállalat értékére.

Megoldás: igaz

A passzív vagy maradványelvű osztalékpolitika arra törekszik, hogy az osztalékhozam állandó legyen.

Megoldás: hamis

5. Egy vállalat összesen 200 millió forintot fizet idén osztalékként. A saját tőke piaci értéke, azaz a piaci kapitalizáció 10 milliárd forint. Az egy részvényre jutó eredmény (EPS) 125 Ft. Tudjuk továbbá, hogy 4 millió részvény van forgalomban.

- a.) Mekkora az osztalékhozam?
- b.) Mekkora az osztalékfizetési ráta?
- c.) Mekkora az újrabefektetési ráta?

Megoldás:

- a.) $DY = DIV/P = \text{Teljes osztalék}/\text{Piaci kapitalizáció} = 200\text{millió}/10\text{milliárd} = 2\%$
- b.) $DPR = DIV/EPS = \text{Teljes osztalék}/\text{Adózott eredmény}$, $DIV = 200\text{millió}/4\text{millió} = 50 \text{ Ft}$, $DPR = 50/125 = 40\%$
- c.) $\text{Újrabefektetési ráta} = 1 - DPR = 1 - 40\% = 60\%$

6. *Mi maradt ki az alábbi felsorolásból?*

Az osztalékpolitika kialakítása során figyelembe kell venni az alábbi tényezőket:

- az osztalékra vonatkozó törvényi előírásokat,
- a szerződésekben kikötött korlátozásokat,
- az osztalék kifizetés hatását a likviditási helyzetre
- az adósságkapacitást,
- a növekedési kilátásokat,
- a részvényesek preferenciáit.

Megoldás: a tőkepiacok elérhetősége

7. *Igaz vagy hamis a következő állítás?*

A gyorsan növekvő vállalkozások jellemzően magas osztalékot fizetnek a részvényeseknek.

Megoldás: hamis

8. *Sorolja fel, milyen osztalékfizetési stratégiákat ismer!*



It's all corporate finance. (Aswath Damodaran)

Bővítse ismereteit az alábbi újságcikk elolvasásával!

[A jövő év elejéig hosszabbították meg a banki osztalékstopot](#)

SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
KÖZGAZDÁSZ KÉPZÉS
TÁVOKTATÁSI TAGOZAT
LECKESOROZAT
COPYRIGHT © SZTE GTK 2017/2018

A LECKE TARTALMA, ILLETVE ALKOTÓ ELEMEI ELŐZETES,
ÍRÁSBELI ENGEDÉLY MELLETT HASZNÁLHATÓK FEL.

JELLEN TANYAG
A SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEMEN KÉSZÜLT
AZ EURÓPAI UNIÓ TÁMOGATÁSÁVAL.
PROJEKT AZONOSÍTÓ: EFOP-3.4.3-16-2016-00014

SZÉCHENYI 2020



Európai Unió
Európai Szociális
Alap



BEFEKTETÉS A JÖVŐBE