

Vállalati osztalékpolitika – számít-e az ágazat?

© SZEMÁN Judit

Miskolci Egyetem Gazdaságtudományi Kar, Miskolc

pzszeaman@uni-miskolc.hu

Elméleti összefoglaló – a klasszikus nézetek

A vállalati osztalékpolitika kérdésköre sok vitára adott okot a pénzügyi szakirodalomban. Az elmélet nem egységes ebben a témában, hanem egymásnak teljesen ellentmondó nézetek láttak napvilágot és maradtak meg a mai napig. A vállalat stratégiai céljának a vállalati vagyon növekedése tekinthető. A fő kérdés, hogy az osztalékpolitikával befolyásolható-e a vállalat értéke. Három klasszikus elmélet alakult ki, de újabb teóriák is meghonosodtak az elmúlt években, amelyek újabb, releváns szempontokat hoztak az osztalékpolitika vizsgálatába (aszimmetrikus információ, ügynökelmélet, viselkedéstan modellek stb). Az első klasszikusnak nevezhető elmélet, a „jobboldaliak” álláspontja szerint az osztalékfizetés növekedése növeli a cég értékét. Ez a nézet az 1950-es években alakult ki, arra való hivatkozással, hogy a befektetők számára értékesebb az a nyereségrész, amit osztalékként megkapnak, mint ami nem kerül kiosztásra a vállalat eredményéből. (Graham & Dodd, 1951) A korabeli tőkepiacok információval való ellátottsága csekély volt, a magas osztalék fontos információtartalmat hordozott a befektetők számára és a befektetők magasabbra értékelték a kifizetett osztalékot a visszaforgatott eredményénél. Tehát maga az osztalék árnövelő tényező. Az ezzel ellentétes „baloldali” felfogás (az 1960-as évek végétől) az alacsony osztalékfizetést tartja ideálisnak a vállalat értéke szempontjából. A megközelítés lényege az, hogy amíg az osztalékot jobban megadóztatják, mint a tőkenyereséget, addig a vállalatnak a lehető legalacsonyabb osztalékot kell fizetnie. Az osztalék adóhátrányát növeli az a tény, hogy míg az osztalékadót a keletkezés évében meg kell fizetni, addig az árfolyamnyereség adó elhalasztható a tényleges realizálásig. A „középutas” vélemény az osztalékpolitika közömbösségét hangsúlyozza, vagyis a vállalat értékére nem gyakorol hatást a kifizetett osztalék nagysága. Az elmélet megalkotói a *Miller és Modigliani* szerzőpáros (1961), akik modelljükben (többek között) tökéletes és hatékony tőkepiacot tételeztek fel és eltekintettek az adózástól. Az osztalék irrelevancia hívei azt hangsúlyozzák, hogy az MM feltételek ugyan nem teljesülnek a való világban, de a befektetők alkalmazkodnak a vállalatok adott osztalékpolitikájához. Egyensúlyi helyzetben a vállalatnak nem érdeke az osztalékpolitika változtatása, mert az a befektetői kör megváltozásával járna, nem pedig a vállalati érték növekedésével. Az újabb modellek újabb tényezőket vontak be a vizsgálatba, így a különböző piaci tökéletlenségek vizsgálatával és az információs aszimmetria kérdéskörének elemzésével szélesítették a releváns szempontokat.

A dolgozatomban azt vizsgálom, hogy *az ágazatnak van-e szerepe az osztalék nagyságnak megállapításánál*. Mivel az egyes iparágak különböző kockázatossággal bírnak, a kérdésem tehát az, hogy *a vállalat ágazati kockázata befolyásolja-e a kifizetett osztalék nagyságát*. Nemzetközi kutatások alapján (Fama, 1974; Rozeff, 1982a) bizonyítottnak látszik, hogy van befolyásoló szerepe az ágazatnak. A magasabb kockázatú (konjunktúra érzékeny) cégekre alacsonyabb osztalékfizetés

jellemző, ugyanakkor az alacsony kockázatú cégek (alapvető termékeket, szolgáltatásokat előállító cégek) nagyobb osztalékot fizetnek. A magyar kutatások esetén *Fazakas és Juhász* (2009) és *Fazakas* (2010) ugyanerre az eredményre jutott a tőzsdei cégek elemzése kapcsán. A feltett kérdésre a NAV adatbázisa alapján keresem a választ, amely a társasági adóbevallást benyújtó, kettős könyvelést vezető társaságok összevont adatait tartalmazza.

Az empirikus kutatások eddigi fő eredményei

Az 1970-es évektől statisztikai vizsgálatokkal próbálták bizonyítani, hogy a különböző ágazatokban a vállalatok különböző osztalékpolitikát folytatnak (például *Fama*, 1974; *Rozeff*, 1982a). Az ágazati hatást bizonyítottak találó modellek kettős eredményt adtak: egyrészt az ágazatok közötti osztalékpolitikák szignifikánsan eltértek egymástól, másrészt az ágazatokon belüli osztalékpolitikák homogenitását a megszokott szignifikancia szinteken nem lehetett elvetni (például *Rozeff*, 1982a, 1982b). A nemzetközi kutatások empirikus eredményei közül *Rozeff* modelljét emelem ki, aki többváltozós modelljében az osztalékfizetési rátát (egy részvényre jutó osztalék/egy részvényre jutó adózott eredmény) tekintette eredményváltozóknak, magyarázó változókként pedig a bennfentesek tulajdoni arányát, a részvényt tulajdonosok számát, a vállalat növekedési kilátásait valamint a részvények bétáját szerepeltette. Eredményei szerint mind a növekedési kilátások, mind a vállalat bétája negatívan hatott az osztalék-kifizetési rátára. A béta az adott befektetés várható hozamának a piaci portfólió várható hozamára vonatkozó lineáris regressziós együtthatója. A CAPM modell szerint az adott befektetés bétájától lineárisan függ a befektetéstől várható jövőbeli hozam. A vizsgálati időszak (1974-1979) öt évében a vállalati árbevétel átlagos növekedési ütemének 1 százalékpontos növekedése 0,3 százalékponttal, a béta egységnyi növekedése 26,5 százalékponttal csökkentette az osztalék-kifizetési ráta nagyságát. *Rozeff* eredményei szerint, a jelentős osztalékhozamú és jelentős osztalékfizetési rátájú értékpapírok jellemzően az alacsonyabb bétájú részvények közül kerülnek ki. Ez azt jelenti, hogy a kevésbé konjunktúra érzékeny vállalatok jellemzően nagyobb osztalékot fizetnek, a magasabb növekedési kilátásokkal rendelkező társaságok pedig inkább a növekedésre koncentrálnak, a keletkezett nyereséget visszaforgatják a cégbe. A konjunktúráról függő társaságok előtt valószínűleg inkább nyílnak növekedési lehetőségek, míg a konjunktúrára érzéketlen papírok inkább alapvető cikkek termelésével foglalkoznak, ahol az értékesítés mennyiségének jelentős változtatására nincs lehetőség. A vállalatok osztalékpolitikáját tehát befolyásolják befektetési lehetőségeik.

A magyarországi osztalékpolitikai vizsgálatok között említhető (*Andor et al.*, 2004), akik a klasszikus módszerek értéksemlegességi feltételeit vizsgálva, megállapították az 1998–2002 közötti időszakot vizsgálva, hogy az egyéb értéksemlegességi feltételek (tőkestruktúra, adózás értéksemlegessége, azaz irrelevanciája a vállalat piaci értéke szempontjából) elfogadása mellett Magyarországon nem teljesül az osztalékpolitika értéksemlegessége, nem teljesül a magyar adójogban az adósemlegesség. Empirikus eredményeik szerint a magyar kis- és középvállalkozókat osztalékfizetési döntésük meghozatalánál nem befolyásolja a vállalat számviteli adatokkal mért vagyoni és pénzügyi helyzete, beruházási döntéseik alakulása.

A vállalatok nem követnek egységes, racionális magatartást: osztalékpolitikájuk kialakításakor (*Nagy*, 2007) eredményeik azt mutatják, hogy nem beszélhetünk az

osztalékpolitika homogenitásáról és az osztalékáramok kisimítási tendenciájáról a magyarországi nagyvállalatok esetében. Az osztalékok „kisimítása” szerepel (Lintner, 1956) eredményeiben. A szerző következtetése szerint, a viszonylag fiatal kapitalista vállalati kultúra nem adott még elég időt arra, hogy a nyugaton tapasztalható viselkedéstani modellek itt is beágyazódhassanak (Fazakas & Juhász, 2009). vizsgálatában arra a megállapításra jutott, hogy 1997-2007 között a Budapesti Értéktőzsdén lévő vállalatok esetén is érvényesül az az elv, hogy az alacsonyabb piaci kockázattal bíró cégek magasabb osztalékot fizetnek. Eredményeik szerint a magasabb osztalékfizetési rátával (egy részvényre jutó osztalék/egy részvényre jutó adózott eredmény) jellemezhető cégek inkább az alacsonyabb bétájú cégek közül kerültek ki, míg a magas piaci kockázatú cégek mérsékelt (de nem nulla) osztalékkal voltak jellemezhetőek. Ugyanakkor azt is meg kell említeni, hogy a vizsgált cégek osztalékpolitikája nagyon változatos volt, határozott trenddel nem lehetett jellemezni, a piaci kockázat megváltoztatásából az osztalékfizetési ráták változására nem lehetett következtetni. Az osztalékpolitika és az ágazat kapcsolatát vizsgálta (Fazakas, 2009) magyar tőzsdei cégek esetén az 1996-2006 közötti időszakra. Eredményei szerint a vállalatok osztalékpolitikáját befolyásolja az ágazathoz való tartozásuk, szignifikáns különbséget talált az egyes ágazatok jellemző osztalékpolitikája között. Ugyanakkor a vizsgált hat ágazatból csak egy volt az, amelyikben viszonylag homogénnek tekinthető az egyes vállalatok osztalékpolitikája: a vegyiparban. Az ágazatok eltérő osztalékpolitikáját különböző jövedelmezőségi mutatószámokban mutatkozó eltérésekkel magyarázta. Az volt a kiindulópont – az elméleteknek megfelelően –, hogy a magasabb jelenbeli és várható jövedelmezőség a vállalatokat inkább az eredmények újra befektetésére, semmint osztalék fizetésére ösztönzi. A kapott eredmények azonban ezzel ellentétesen alakultak: az osztalékfizetési rátákat vagy pozitívan, vagy egyáltalán nem befolyásolták a várható jövedelmezőségek. Nehezen érthető, hogy miért nem forgatja vissza például eredményei döntő részét az élelmiszeripar, ha az átlagosnál jóval magasabb jövedelmezőségeket tud elérni? Válasz lehet a növekedési lehetőségek és azok befektetői értékelése. Az élelmiszeripar és a villamos-energia ipar, a tipikus „fejőstehen” ágazatok limitált növekedési lehetőségekkel rendelkeznek, tehát vélhetően hiába magas a meglévő jövedelmezőségük, további, hasonló hozamú újrafektetésekre már csak minimális lehetőségük van. A vállalati kapcsolatok elemzésekor szembetűnő, hogy az osztalékhozam és a sajáttőke-arányos eredmény közötti erős pozitív kapcsolat van. A vizsgálat szerint nem azok a vállalatok fizetnek több osztalékot, akiknek a rossz növekedési kilátások alapján érdemes lenne ezt megtenni, hanem azok, akik elég jövedelmezőséggel bírnak ahhoz, hogy a magas fenntartható növekedési ütem mellett még részvényeseiknek stabilan magas-szintű osztalék fizetésére is képesek legyenek.

A vizsgálat hipotézisei, az elemzés menete

A dolgozat a hazai vállalatok osztalékpolitikájában bekövetkező változásokat vizsgálja 2002 és 2012 között. Az elemzéshez szükséges adatok a NAV honlapjáról letölthető társasági adóbevallás kiemelt adatai nevű kimutatásból származnak, ami statisztikai ágak szerint tartalmazza a kettős könyvvitelt vezető, adóbevallást benyújtó gazdasági társaságok összevont adatát. A vizsgált tizenegy év alatt voltak változások az adatbázisban. Így 2008-ban változások következtek be az ágazati besorolásban, például megjelent az ágazatok között az információ és kommunikáció,

valamint 2008-tól látható az adatok között nemcsak a jóváhagyott osztalék, hanem az adott évben ténylegesen kifizetett osztalék nagysága is. Az osztalékpolitika érdemi vizsgálatához fontos a minél hosszabb időtáv alkalmazása, ezért az osztalékra vonatkozó két adat közül a jóváhagyott osztalékot tudom vizsgálni. Ez behatárolja az osztalékpolitika vizsgálati körét. A vizsgálat lehetőségeit az is jelentősen befolyásolja, hogy egyedi vállalati adatok nem álltak rendelkezésre, hanem csak összevont, ágazati adatokkal dolgoztam.

A dolgozat arra keresi a választ, hogy van-e jelentősége az ágazati hovatartozásnak az osztalék nagyságának meghatározásánál. A fő kérdés az, hogy a vizsgált időszakban, 2002 és 2012 között az ágazatba tartozás befolyásolja-e az osztalékpolitikát, azaz az egyes ágazatok osztalékfizetési hányadát. Az adatok könnyebb elemzése érdekében a NAV adatszolgáltatásban szereplő ágazatokból a következő csoportokat képeztem:

1. Mezőgazdaság – rövid neve: MEZOGAZD
2. Ipar (bányászat, feldolgozó ipar, energiatermelés) – rövid neve: IPAR
3. Építőipar – rövid neve: EPIPAR
4. Kereskedelem – rövid neve: KER
5. Pénzügyi, biztosítási tevékenység – rövid neve: PÉNZÜGY

A mérlegfőösszeg alapján az ipar részesedése 23%, a kereskedelem részesedése 8%, az építőipar részesedése 4%, a mezőgazdaság részesedése 2%, a pénzügyi, biztosítási tevékenység részesedése 36% (az anyagi és a nem anyagi szolgáltatások nem szerepelnek a vizsgálatban, részesedésük 27%.)

A vizsgált változók az alábbiak:

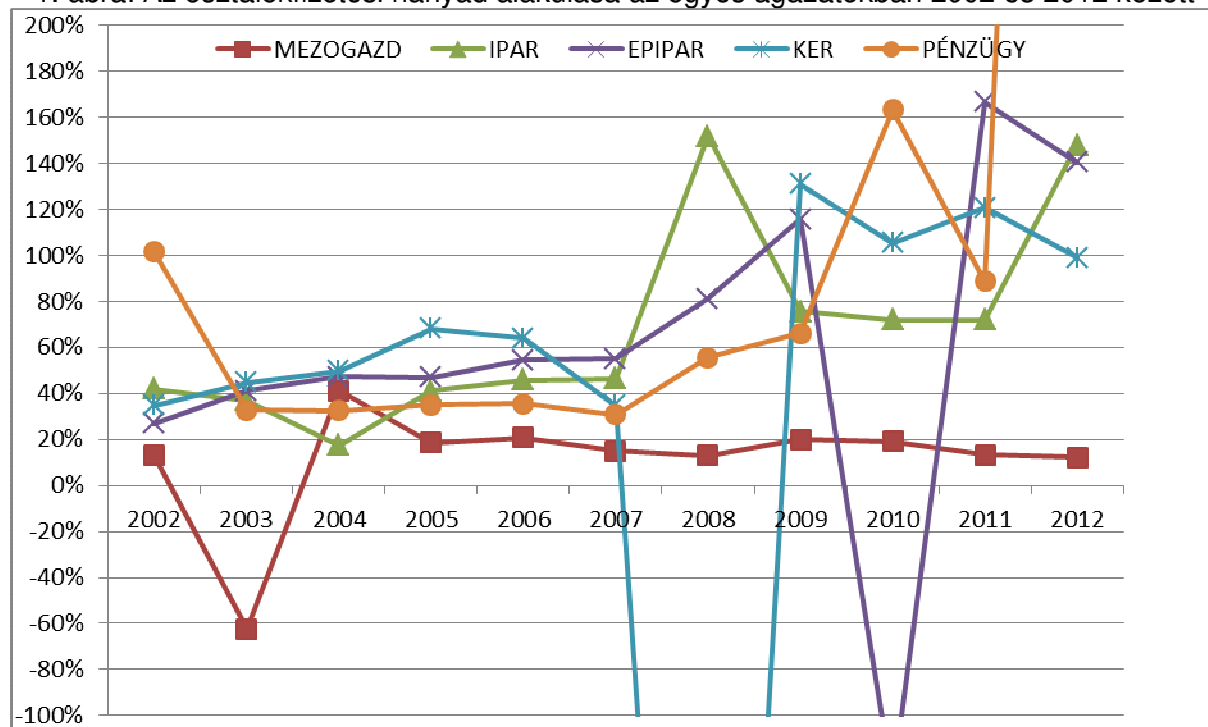
Osztalékfizetési hányad: Jóváhagyott osztalék/Adózott eredmény – Azt vizsgálom, hogy ágazatonként mutatkozik-e jelentős különbség a hányados nagyságában, s ha igen, igazolható-e az az elméleti alapvetés, hogy a növekedési potenciállal rendelkező ágazatok adózott eredményük nagyobb részét visszaforgatják a vállalat fejlődésébe, beruházásokba s csak kis részét fizetik ki osztalékként, míg az alapvető cikket előállító ágazatok, mivel nincsenek jelentős növekedési lehetőségeik, a keletkezett nyereség nagyobb részét osztalékként kifizetik. Mivel 11 év adata áll rendelkezésre, ezért vizsgálható, hogy az osztalék-kifizetés hányada mennyire volt stabil vagy változó, például befolyással volt-e a kifizetésekre a pénzügyi válság.

ROE: Adózott eredmény/Saját tőke – Az egyes ágazatok jövedelmezőségének mutatószáma azért fontos, mert összefüggést keresek az ágazatok jövedelmezősége és a kifizetett osztalék között. A saját tőke arányos eredmény vizsgálatával az a célom, hogy sorrendet állítsak fel a jövedelmezőség terén az ágazatok között és összevegyem ezt a sorrendet az osztalékfizetési hányad sorrendjével. Arra keresem a választ, hogy Magyarországon a legjövedelmezőbb ágazatok fizeti-e a legmagasabb osztalékot vagy éppen fordítva, a magas jövedelmezőség miatt, a befektetők visszaforgatják a keletkezett nyereséget a vállalatba.

A vizsgálat eredményei

Első lépésben az osztalékfizetési hányadot (Jóváhagyott osztalék/ Adózott eredmény) nézzük meg ágazatonként a vizsgált periódusban.

1. ábra: Az osztalékfizetési hányad alakulása az egyes ágazatokban 2002 és 2012 között



Forrás: Saját szerkesztés

Az első szembevetendő dolog az ábrán, hogy három kiugró adatot nem ábrázoltam, mivel ezek a szélsőséges értékek az ábrát nagyon „ellaposították” volna. A kiugró értékek kivételére nincs mód, mivel egyedi adatok nem állnak rendelkezésre. A tendenciák azonban láthatóak az ábrán.

A vizsgált öt ágazat közül a legalacsonyabb osztalékfizetési hányaddal a mezőgazdaság rendelkezik, és 2005-től kezdődően ez a hányad elég stabilnak mondható, a keletkezett adózott nyereség 15-20%-át fizették ki osztalékként. 2003-ban az ágazat veszteséges volt, de az eredménytartalék terhére történt osztalékfizetés, ezért ebben az évben a görbe a negatív tartományba esik.

Az ipari ágazatban az osztalékfizetési hányad jóval magasabb, tendenciájában emelkedő. A 2008-as magas értéket az okozza, hogy az ágazat adózott eredménye drasztikusan lecsökkent, kevesebb lett, mint az előző évi adózott nyereség harmada, az osztalékot viszont nem csökkentették, hasonló nagyságrendű osztalék jóváhagyás történt (841 milliárd forint), mint az előző évben. A 2012-es magas értéket az okozza, hogy közel megduplázódott az osztalék nagysága az előző évhez képest. Az sajnos nem tudható, hogy ezt mindössze egy-két cég nagy osztalék jóváhagyása okozza-e.

Az építőipar görbét vizsgálva az látható, hogy mind a mezőgazdaságnál, mind az iparnál magasabb az osztalékfizetési hányada, kivéve a trendbe nem illő 2010-es évet. Tendenciájában emelkedő görbét láthatunk, a csökkenő nyereséget nem követi az osztalék csökkenése. A 2010-es év negatív értékét (-129%) az adott évi veszteség mellett kifizetett osztalék okozta.

A kereskedelmi ágazat a vizsgált tizenegy évből öt esetben a legmagasabb osztalékfizetési hányaddal rendelkezett (főleg a vizsgált időszak első felében). A 2008-as kiugró negatív értéket (-531%) az okozta, hogy az ágazat vesztesége ellenére rendkívül magas volt a jóváhagyott osztalék. Az utolsó négy évben több osztalékot hagytak jóvá, mint az adózott nyereség volt, az eredménytartalékot élték fel.

A pénzügyi szektor belesimul a középmezőnybe, kivéve három kiugró értéket, 2002-ben, 2010-ben és 2012-ben. Ágazati szinten ezekről a következő látható: 2002-ben az adózott nyereséget szinte teljes egészében kifizették osztalékként, amikor a többi ágazatban ez nem volt még jellemző. 2010-ben az adózott eredmény 163%-a volt a jóváhagyott osztalék. 2012-ben a bankszektor adózott eredménye drasztikusan lecsökkent, ám a jóváhagyott osztalék nagysága ezt nem követte, az osztalékfizetési ráta 931% volt. Az aggregált adatok miatt nem vizsgálható, hogy csak egy-két pénzügyi szolgáltató miatt lett ez a szélsőségesen magas érték, vagy általánosan jellemző volt a magas jóváhagyott osztalék a bankszektorban.

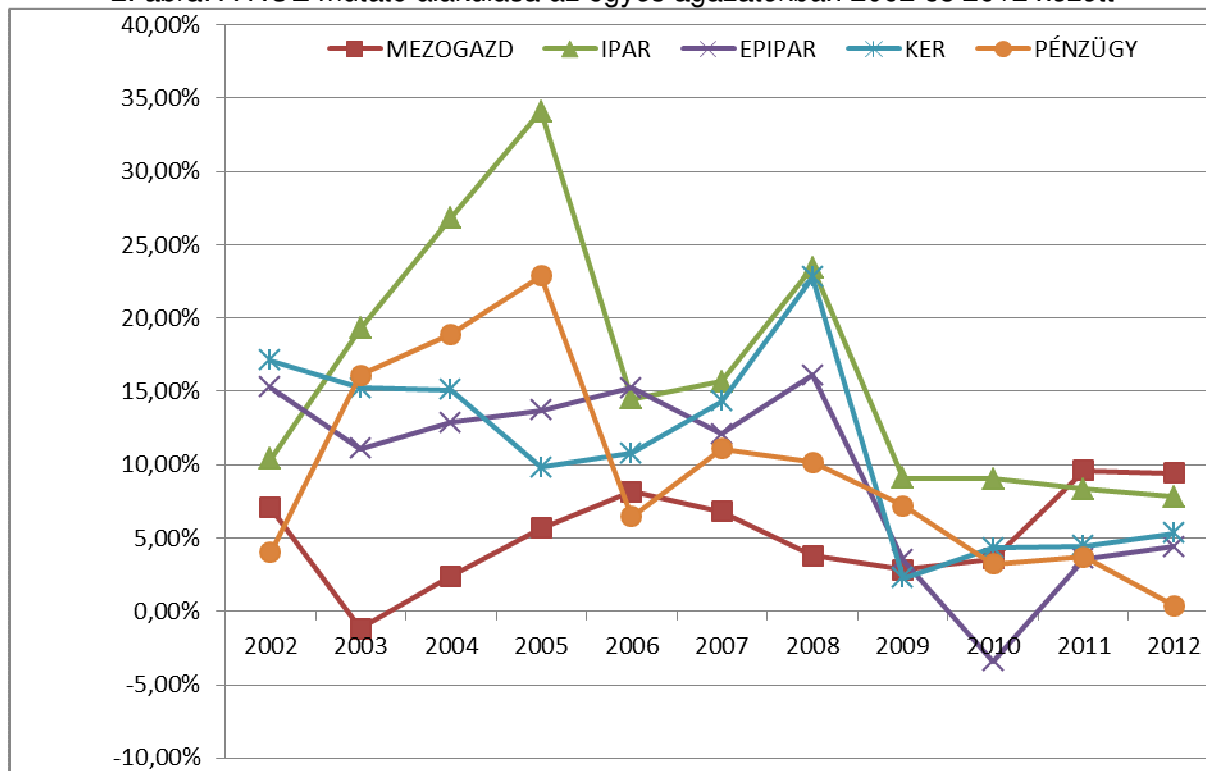
A leírtak alapján megállapítható, hogy különbség van az egyes ágazatok osztalékfizetési hányadában. A legalacsonyabb értékekkel a mezőgazdaság rendelkezik. A többi ágazat esetében a sorrend már nem ennyire egyértelmű, különösen a 2008-tól figyelhetők meg. A pénzügyi válság az addig követett osztalékpolitikát felülírta, volatilisá tette (kivéve a mezőgazdaságot, amelyet a pénzügyi válság nem rázott meg e tekintetben). Az osztalékfizetési ráta átlagos értéke alapján a sorrend a következő:

1. Mezőgazdaság (legalacsonyabb osztalékfizetési ráta)
2. Építőipar
3. Pénzügy
4. Ipar
5. Kereskedelem

Az átlagolás során az extrém értékeket kivettem a számításból. Így nem került bele a kereskedelmi ágazat 2008-as adata, valamint a pénzügyi szektor 2012-es adata. Arra a kérdésre, hogy a növekedési potenciállal rendelkező ágazatok adózott eredményük nagyobb részét visszaforgatják-e a vállalatba s csak kis részét fizetik ki osztalékként, míg az alapvető cikkek előállító ágazatok a keletkezett nyereség nagyobb részét osztalékként kifizetik, a kapott eredmények alapján a következőt lehet válaszolni: a mezőgazdaság rendelkezik a legalacsonyabb osztalékfizetési rátával, a kereskedelem pedig a legmagasabb értékkel. Mindkét ágazat alapvető javakat, szolgáltatásokat előállító szektor, viszonylag kevés növekedési potenciállal. Mivel a két azonos jellegű szektor jelenti a ráta két szélső értékét, ezért az adatbázis alapján az látható, hogy *Magyarországon nem teljesül az az elképzelés, hogy a kis növekedési potenciállal rendelkező ágazatok osztalékként kifizetik az eredményt, a nagy növekedési lehetőségek előtt álló ágazatok pedig visszaforgatják a nyereségüket.*

A következő kérdés a jövedelmezőség és az osztalék közötti kapcsolat. A következő ábra a ROE (Adózott eredmény/ Saját tőke) mutatót ábrázolja:

2. ábra: A ROE mutató alakulása az egyes ágazatokban 2002 és 2012 között



Forrás: Saját szerkesztés

E jövedelmezőségi mutató nem mutat teljesen egységes, ágazatonkénti képet, azonban az ágazatok közötti különbségek láthatók belőle, illetve a jövedelmezőségi tendencia is látható a magyar gazdaság vonatkozásában. Az ágazatok közül a legalacsonyabb jövedelmezőségű a mezőgazdaság, bár 2009-től ez a kép lényeges javulást mutat. A mutató átlagos értéke alapján a sorrend a következő:

1. Mezőgazdaság (legalacsonyabb érték)
2. Pénzügy
3. Építőipar
4. Kereskedelem
5. Ipar

Általános tendencia a jövedelmezőség drasztikus csökkenése 2008 után. Ezt a tendenciát a mezőgazdaság nem követi, a két utolsó évben ez az ágazat a kedvező időjárás és a kedvező export lehetőségek miatt jövedelmezőségi csúcspontokat ért el. A két utolsó évben a pénzügyi szektor lett a legkevésbé jövedelmező ágazat, főleg a bankrendszerre kivetett különadók és a hitelezési veszteségek miatt (Bozsik, 2013).

A sorrendet illetően megállapítható, hogy a mezőgazdaság esetén a legalacsonyabb a jövedelmezőség és ebben az ágazatban kerül megállapításra a legkisebb osztalékfizetési hányad is. A többi szektor esetén a sorrend nem egyezik meg, de csak egy-egy helycsere van az ágazatok között a sorrendet illetően. Tehát összefüggés van a vállalatok jövedelmezősége és osztalékfizetési rátája között, minél jövedelmezőbb a cég, annál magasabb osztalékot fizet ki a tulajdonosoknak. A befektetők nem forgatják vissza a nyereséget a még nagyobb jövedelmezőség érdekében, hanem kiveszik a cégből. Ebből az következtetés adódik, hogy Magyarországon ebben az időszakban, nem a hosszabb távon gondolkodó stratégiai befektetők domináltak, hanem inkább a rövidebb időtávon gondoló, pénzügyi

befektetők szemléletmódja érvényesült jobban. Ez az eredmény megegyezik a magyarországi tőzsdei cégek 1996-2006 közötti eredményeivel (Fazakas, 2009).

Következtetések

Dolgozatomban arra kérdésre kerestem a választ, hogy a vállalati osztalékpolitikát befolyásolja-e az ágazati hovatartozás. A vizsgálatot magyarországi vállalatokra, 2002-2012 közötti időszakra végeztem el. A NAV adatbázisa alapján öt ágazatot vizsgáltam: a mezőgazdaságot, az ipart, az építőipart, a kereskedelmet és a pénzügyi szektort. Az osztalékfizetési hányad alapján megállapítható, hogy különbség van az egyes ágazatok osztalékfizetési hányadában, a legalacsonyabb osztalékfizetési hányaddal a mezőgazdaság rendelkezik. Az is kiderült, hogy a pénzügyi válság az addig követett osztalékpolitikát felülírta, volatilisabbá tette (kivéve a mezőgazdaságot, amelyet a pénzügyi válság nem rázott meg e tekintetben). A vizsgálat nem igazolta azt az elvet, miszerint a nagy növekedési potenciállal rendelkező ágazatok az adózott eredményük jelentős részét visszaforgatják a vállalatba s csak kis részét fizetik ki osztalékként, míg az alapvető cikket előállító ágazatok a keletkezett nyereség nagyobb részét osztalékként kifizetik. A következő lépésben a jövedelmezőség és az osztalékfizetési hányad kapcsolatát vizsgálva, az a megállapítás vonható le, hogy a jövedelmezőbb cégek magasabb osztalékhányadot fizetnek ki a tulajdonosainak. A befektetők nem forgatják vissza a nyereséget a még nagyobb jövedelmezőség érdekében, hanem kiveszik a cégből. Ebből az a következtetés adódik, hogy Magyarországon ebben az időszakban a nem hosszabb távon gondolkodó stratégiai befektetők domináltak, hanem inkább a rövidebb időtávra gondoló pénzügyi befektetők szemléletmódja érvényesült jobban.

Irodalomjegyzék

- ANDOR György, MATUKOVICS Gábor, & ORMOS Mihály (2004). *A tulajdonosi érték jövedelem alapú mérésének egyes kérdései a magyar kis- és középvállalkozások gyakorlatában*. [Kézirat.] Budapest: BME.
- BOZSIK Sándor (2013). Európai adópolitika változása a válság hatására. In Karlovitz János Tibor (szerk.), *Ekonomické štúdie – teória a prax* (pp. 125-135). Komárno: International Research Institute.
- FAMA, E. F. (1974). The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms. *American Economic Review*, (6), 304-318.
- FAZAKAS Gergely (2009). *Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon*. [Ph.D. dolgozat.] Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem.
- FAZAKAS G., & JUHÁSZ P. (2009). Alacsonyabb kockázat – nagyobb osztalék? A béta és az osztalékfizetési hányad kapcsolatának vizsgálata a Budapesti Értéktőzsdén (1997-2007). *Közgazdasági Szemle*, (4), 322-343.
- GRAHAM, B., & DODD, D. L. (1951). *Security analysis: Principles and techniques*. New York: McGraw-Hill.
- LINTNER, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, (5), 97-113.
- MILLER, M. H., & MODIGLIANI, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- NAGY Bálint (2007). Az osztalékpolitikai rejtély és viselkedéstani magyarázatai. *Hitelintézet Szemle*, (6), 628-642.

ROZEFF, M. S. (1982a). Industry influence on Dividend Policy in a Firm-Specific Model. *Working Papers*, University of IOWA, 1-10.

ROZEFF, M. S. (1982b). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.

Adatforrások

http://nav.gov.hu/data/cms306057/Kettos_konyvitelt_vezetok_kiemelt_mutatoi_2013.10.17.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms260837/Kettos_konyvitelt_vezetok_mutatoi_2011.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms201941/Gyorsjelentes_2010_%28kiemelt%29.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms163873/Gyorsjelentes_2009_%28kiemelt%29.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms137922/Gyorsjelentes_%28kiemelt%29_2008.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms56008/gyj07_kiem.pdf