

SZLÁDEK DÁNIEL

Osztalékfizetés helyett részvény-visszavásárlás?

A részvény-visszavásárlások népszerűségének lehetséges okai

A vállalati pénzügyek célja a vállalat értékének maximalizálása, ennek elérése érdekében a vállalatok az optimális beruházási, finanszírozási, valamint osztalékfizetési politikát keresik. Az elmúlt évtizedekben ez utóbbiban jelentős változás figyelhető meg, hiszen a klasszikusnak tekinthető osztalékfizetés mellett a vállalatok mindinkább egy másik módon juttatnak pénzt a tulajdonosokhoz: részvényt vásárolnak vissza. A részvény-visszavásárlások során a vállalat a saját részvényeit vásárolja meg, ezáltal a tranzakcióban eladóként részt vevő részvényest – az osztalékfizetéshez hasonlóan – a vállalat pénzállományából fizetik ki. A részvény-visszavásárlások előtérbe kerülése friss témát szolgáltat a vállalati pénzügyeket kutatók és pénzügyi szakemberek számára, hiszen ezentúl nemcsak az a kérdés, hogy *mennyit* fizessen a vállalat a részvényeseknek, hanem az is, hogy *milyen* formában történjen a kifizetés. Ennek megfelelően az osztalékfizetési politika helyett érdemes a kifizetési politika kifejezéssel illetni a vállalati pénzügyek e kérdéskörét. E tanulmány azt vizsgálja, hogy a részvény-visszavásárlások értéke mekkora része a teljes tulajdonosi kifizetések értékének, hogyan fogadja és értékeli a piac a részvény-visszavásárlásokat, továbbá feltárja ennek az újszerű kifizetési módnak az elméleti hátterét.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G35.

Bevezetés

Egy befektető kétféleképpen realizálhat pénzügyi hozamot részvénybefektetésén: árfolyamnyereségre tehet szert, ha magasabb árfolyamon értékesíti részvényét, mint amekkorára árfolyamon vásárolta, valamint osztalék formájában részesülhet a vállalat pénzáramlásaiból. Alapvetően azoktól a vállalatoktól várható osztalékfizetés, amelyek nem rendelkeznek jövedelmező beruházási javaslatokkal és erős növekedési potenciállal, de

* A szerző köszönetét fejezi ki Kosztopulosz Andreásznak a kézirat készítése során nyújtott támogatásáért.

a gyakorlatban nem feltétlenül csak ezek a szempontok érvényesülnek az osztalék meghatározásokor. Ráadásul az elmúlt évtizedekben a részvény-visszavásárlások (*share repurchase* vagy *buyback*) megjelenésével jelentős átalakulás figyelhető meg a kifizetési politikában (*payout policy*). A vállalatok klasszikusan osztalékot fizettek a részvényeseknek, ha pénzt szerettek volna visszajuttatni a tulajdonosokhoz, azonban a részvény-visszavásárlások a teljes tulajdonosi kifizetés egyre nagyobb hányadát alkotják.

A 20. század utolsó évtizedeiben az osztalékfizetés „eltűnőben” volt, a pénzvisszajuttatás klasszikus formájával élő vállalatok száma fokozatosan csökkent. *Fama–French* [2001] az amerikai részvénytőzsdék (*New York Stock Exchange, NYSE; American Stock Exchange, AMEX; Nasdaq Stock Market, NASDAQ*) vállalatainak elemzésével tárja fel ezt a folyamatot. Kutatásuk szerint – amely a szakirodalomban gyakran alkalmazott módszer alapján nem terjedt ki a közmű- és a pénzügyi vállalatok körére – az osztalékfizető vállalatok aránya 1978-ban érte el maximumát. Az 1973-ban megfigyelt 52,8 százalékos arány 1978-ban 66,5 százalékra emelkedett, ezután azonban folyamatosan csökkent, 1999-ben már csak a vizsgált vállalatok 20,8 százaléka fizetett osztalékot. A szerzőpáros bemutatja azt is, hogy a jelenség nemcsak a tőzsdén újonnan megjelenő részvénytársaságok azon tulajdonságaival magyarázható, amelyek az osztalékot nem fizető vállalatokra jellemzők (például alacsony vagy negatív eredmény, kis méret, magas beruházási kiadások), hanem az osztalékfizetési hajlandóság mérséklődése is legalább ennyire fontos tényező. Az ezredfordulót követően valamelyest emelkedett az osztalékfizető vállalatok aránya az Egyesült Államokban, azonban a részvény-visszavásárlók hányada minden évben meghaladta az osztalékfizetőket (*Farre-Mensa és szerzőtársai* [2014]).

Az osztalékot fizető vagy nem fizető vállalatok aránya mellett természetesen az is fontos információ, hogy a fizető vállalatok mekkora összegű kifizetéseket hajtottak végre. Az Egyesült Államokban az osztalékok átlagos éves növekedési üteme *Grullon–Michaely* [2002] alapján 1980 és 2000 között 6,8 százalék volt, ezzel szemben a részvény-visszavásárlásokra fordított összeg ugyanezen időszak alatt évente átlagosan 26,1 százalékkal növekedett. A vállalatok aggregált eredményéből 1980-ban 4,8 százalékot, míg 2000-ben már 41,8 százalékot juttattak vissza a tulajdonosoknak részvény-visszavásárlások formájában. Ezeknek a folyamatoknak a következménye, hogy a részvény-visszavásárlások osztalékokhoz viszonyított aránya az 1980-ban megfigyelt 13,1 százalékról az évszázad végére 113,1 százalékra nőtt, ezáltal a(z amerikai) történelem során először több pénzt juttattak vissza a tulajdonosokhoz a vállalatok részvény-visszavásárlás formájában, mint osztalékként (*Grullon–Michaely* [2002]). Az osztalékfizetések dollárban számított értéke – kisebb ugrásoktól eltekintve – nagyjából stabilan növekedett az 1970-es évektől a 2000-es évek elejéig. Ezzel szemben a részvény-visszavásárlások ciklikusabbak, kifejezetten szembeutó a 2008-as válság előtti erőteljes fel-futás, az utána következő jelentős zuhanás, majd visszapattnás (*Farre-Mensa és szerzőtársai* [2014]). A teljes tulajdonosi kifizetés összegét tehát a stabilabb osztalékfizetés mellett a volatilisabb részvény-visszavásárlások alakítják.

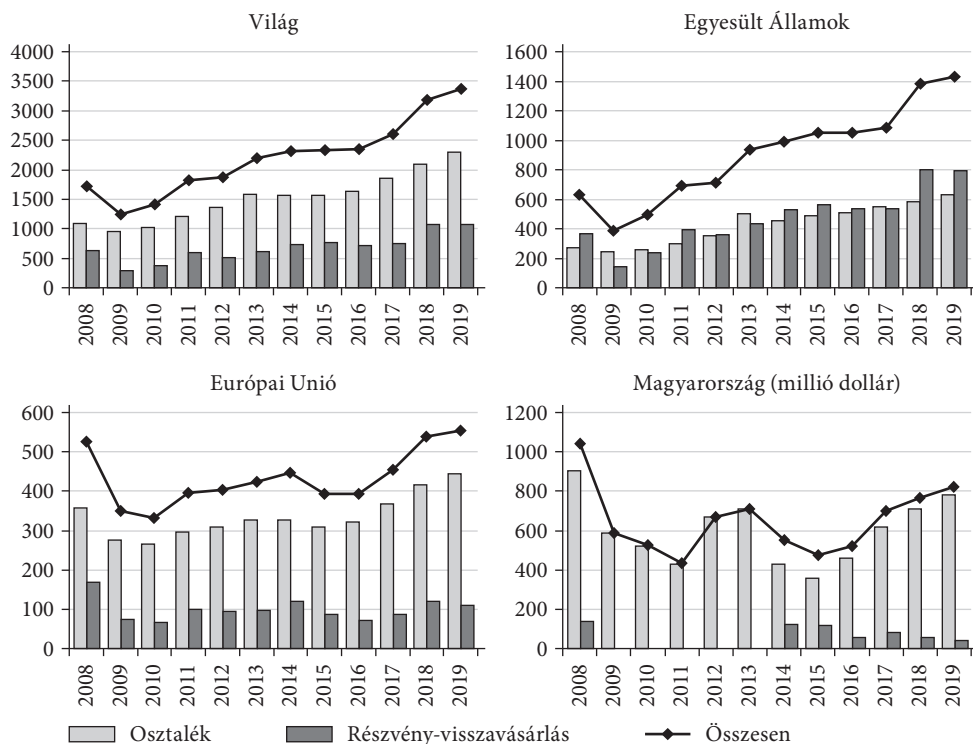
A kifizetési döntéssel foglalkozó empirikus tanulmányok többsége az amerikai részvénytőzsdéket elemzi, ugyanakkor néhány nemzetközi kutatás azt vizsgálja, hogy a világ többi részén is ennyire jellemző-e az elmozdulás a részvény-visszavásárlások felé. *Fama–French* [2001] amerikai eredményeihez hasonló következtetéseket von le

Fatemi-Bildik [2012]; egy 33 országot felölelő kutatásban szemlélteti az osztalékfizetők arányának csökkenését: nemzetközi mintájában 1985-ben a vállalatok 87 százaléka fizetett osztalékot, az osztalékfizetők aránya azonban 2006-ig 53 százalékra mérséklődött. Az európai országok kifizetési politikáját *Eije-Meggison* [2008] vizsgálta, mintája az Európai Unió első tizenöt tagállamának tőzsdén jegyzett vállalatait tartalmazta. Az Egyesült Államokhoz hasonlóan az európai országokban is csökkenő tendenciát mutatott az osztalékfizető vállalatok száma, azonban a kétezres évek elején kontinensünkön is megfordult a folyamat. Kiemelendő, hogy az osztalékfizetés mélypontján is a vállalatok legalább 40 százaléka fizetett osztalékot, és ez az arány még magasabb értéket is felvett egyes országokban/régiókban. Szintén *Eije-Meggison* [2008] adatai alapján megállapítható, hogy Európában a részvény-visszavásárlások értéke nem közelítette meg az osztalékfizetések nagyságát a 90-es években és az ezredforduló környékén. Ez nem meglepő, hiszen Európában az 1990-es évek végéig sokkal szigorúbban szabályozták a részvény-visszavásárlásokat, mint az Egyesült Államokban.

A fenti elemzések jellemzően a kétezres évek közepéig vizsgálták a részvény-visszavásárlások és osztalékok értékének nagyságát. Az 1. ábra a Refinitiv Eikon adatbázis alapján 2008-tól 2019-ig mutatja be a tulajdonosi kifizetések alakulását.

1. ábra

Részvény-visszavásárlások és osztalékfizetések, 2008–2019 (milliárd dollár)



Megjegyzés: az Európai Unió adatsora az Egyesült Királyság vállalatainak adatait is tartalmazza.
Forrás: saját szerkesztés a Refinitiv Eikon adatai alapján.

Az 1. ábra négy földrajzi egység – a világszintű adatok mellett az Egyesült Államok, az Európai Unió és Magyarország – tulajdonosi kifizetéseit szemlélteti. A Refinitiv Eikon a tőzsdén jegyzett vállalatok beszámolóiban közölt részvény-visszavásárlásra és osztalékfizetésre fordított pénzmennyiségét összegzi évenként és országonként. Világszinten a tulajdonosi kifizetések növekedtek a vizsgált időszak alatt, azonban megfigyelhető a globális pénzügyi válság hatása a 2009-es értékeken, különösen a részvény-visszavásárlások értéke csökkent erőteljesen, az osztalékfizetések nagyságát kevésbé érintette a válság (*Floyd és szerzőtársai* [2015]). 2008-ban a világ vállalatai körülbelül 636 milliárd dollárt fordítottak részvény-visszavásárlásra, ez csökkent drasztikusan 296 milliárd dollárra 2009-ben. Az osztalékfizetések értéke a 2008-as 1086 milliárd dollárról enyhébb visszaesést mutatott, 2009-ben 947 milliárd dollár osztalékot fizettek a részvénytársaságok. A válság utáni visszarendeződés is eltérően alakult, az osztalékok már 2011-ben elérték a válság előtti szintet, a részvény-visszavásárlások azonban csak 2014-től haladták meg a 2008-as értéket. Az adatsor végén, 2019-ben a részvény-visszavásárlások globálisan a teljes tulajdonosi kifizetések körülbelül 32 százalékát (körülbelül 1066 milliárd dollár) alkották.

Az Egyesült Államokban már a 2007–2008-as globális pénzügyi válság előtti években is meghaladta a részvényvisszavásárlások értéke az osztalékfizetéseket (2008-ban körülbelül 363 milliárd dollár és körülbelül 269 milliárd dollár). A válság következtében az amerikai vállalatok körében is meredeken csökkent a visszavásárlásokra fordított összeg (2009-ben körülbelül 142 milliárd dollár), míg az osztalékként kifizetett pénzmennyiség ennél enyhébben csökkent (körülbelül 241 milliárd dollárra). Az Egyesült Államokban azonban a visszavásárlások már 2011-ben újra meghaladták a válság előtti szintet és az osztalékfizetések értékét is. Az elmúlt évtized végén, 2019-ben az amerikai részvénytársaságok a tulajdonosi kifizetések nagyjából 55 százalékát (körülbelül 854 milliárd dollár) részvény-visszavásárlások útján teljesítették.

Az Európai Unióban és Magyarországon is visszavetette a válság a részvény-visszavásárlások értékét, és eltérően az Egyesült Államoktól, a visszavásárlások szintje azóta sem érte el a 2008-ban erre a célra elköltött összeget. 2019-ben Európában a tulajdonosi kifizetések 20 százaléka (125 milliárd dollár), Magyarországon 5 százaléka (41 millió dollár) történt részvény-visszavásárlások formájában. A 2010-es évek adatait összegezve megállapítható, hogy egyelőre kizárólag az Egyesült Államokban haladta meg a részvény-visszavásárlások értéke az osztalékfizetésre fordított pénzmennyiséget, Európában és Magyarországon továbbra is a klasszikus tulajdonosi kifizetési mód az elterjedtebb, azonban nem elhanyagolható a visszavásárlásokra fordított összeg sem.

A vállalatok többféle módon vásárolhatják vissza részvényeiket, a legelterjedtebb módszerek a nyílt piaci visszavásárlási program (*open market repurchase program*), a fix áras ajánlat (*fixed-price tender offer*), a holland aukciós ajánlat (*Dutch auction tender offer*) és a zárt körű ajánlat (*privately negotiated purchase*).¹ Banyai és

¹ A nyílt piaci visszavásárlási program tényleges vételi kötelezettséggel nem jár, általában hosszabb távú (akár többéves) program, amely során a visszavásárolni kívánt részvények összértékét jelentik be

szerzőtársai [2008] szerint 1985 és 2004 között az Egyesült Államokban a részvény-visszavásárlások 84 százaléka történt nyílt piaci visszavásárlási programok keretében, valamint a visszavásárlásokra fordított pénzmennyiség 90 százaléka köthető ezen programokhoz. Így megállapítható, hogy a vállalatok elsősorban ezt a módszert alkalmazzák, amikor részvényeiket vásárolják vissza. A továbbiakban ezért a részvény-visszavásárlásokon a nyílt piaci visszavásárlási programokat értjük, amikor nem, akkor pontosan megnevezzük a visszavásárlási módszert.

A klasszikus vállalati pénzügyi elmélet alapján az osztalékpolitika nem hat a vállalat értékére tökéletes piaci viszonyok között (*Miller–Modigliani* [1961/1988]), ezért a tulajdonosi kifizetés új fajtája, a részvény-visszavásárlás is elméletileg irreleváns ebből a szempontból. Az empirikus eredmények szerint azonban a visszavásárlások rövid és hosszú távon is szignifikáns pozitív hatással vannak a vállalatok értékelésére.

Vermaelen [2005] az amerikai részvény-visszavásárlásokat elemző kutatások eredményeit összegzi, melyek alapján rövid távon pozitív abnormális hozam kapcsolódik a visszavásárlások bejelentéséhez: nyílt piaci programok esetében 1,5 és 3,5 százalék, fix áras ajánlatoknál 6 és 13 százalék, holland aukciós ajánlatoknál 6,7 és 8,7 százalék közötti átlagos abnormális hozamokat találnak a tanulmányok szerzői (i. m. 221–222. o.).

Peyer–Vermaelen [2008] a hosszú távú abnormális hozamokat vizsgálja az Egyesült Államokban részvény-visszavásárlások bejelentése után: 12 hónap (2,67 százalék), 24 hónap (10,54 százalék), 36 hónap (18,60 százalék) és 48 hónap (24,25 százalék) után is pozitív átlagos abnormális hozamot mutatott ki (uo. 1701. o.).

A részvény-visszavásárlások vállalatértékre gyakorolt hatásának nemzetközi eredményeit *Manconi és szerzőtársai* [2019] gyűjtötte össze: rövid távon egy ország kivételével (Hollandia: $-0,22$ százalék) mindenhol pozitív átlagos abnormális hozam figyelhető meg (0,00 és 6,00 százalék között), valamint hosszú távon is jellemzően pozitív átlagos abnormális hozamot mutatnak ki a szerzők (uo. 1903–1904. o.), továbbá 1998 és 2010 közötti adatokon maguk is megvizsgálták a részvény-visszavásárlások hatását. Eredményeik alapján rövid és hosszú távon az Egyesült Államokban és az elemzett másik 31 országban is átlagosan pozitív abnormális hozam figyelhető meg a visszavásárlások bejelentése után.

Mi az oka annak, hogy a részvény-visszavásárlások egyre nagyobb hányadát alkotják a tulajdonosi kifizetéseknek? Mivel indokolható, hogy a visszavásárlások rövid és hosszú távon is átlagosan pozitív hatást fejtenek ki a vállalatok értékére? Az alábbiakban azokat a tényezőket és elméleteket mutatjuk be, amelyek ezen jelenségek okait próbálják megmagyarázni.

a darabszám helyett. A fix áras és a holland aukciós ajánlat esetében előre rögzítik a darabszámot, és rövidebb időtartamot szabnak meg. A fix áras ajánlat során a visszavásárlási árfolyamot is bejelentik, a holland aukciónál árfolyamsávot határoznak meg. Zárt körű ajánlattal jellemzően egy nagyobb részvénytulajdonossal rendelkező tulajdonost vagy csoportot keres meg a vállalat. A részvény-visszavásárlási módokat részletesen bemutatja *Vermaelen* [2005].

A részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó elméletek

A kifizetési politikával kapcsolatos elméletek kiindulópontja *Miller–Modigliani* [1961/1988] tétele, amely szerint a vállalat értéke független az osztalékfizetés nagyságától, tehát nem létezik optimális osztalékpolitika – a vállalat értékét a beruházási döntések határozzák meg. Ez a tétel azonban kizárólag szigorú feltételek mellett érvényes, ezeket Miller és Modigliani három kategóriába sorolja.

- A tökéletes tőkepiacok feltétele (*perfect capital markets*) azt jelenti, hogy egyik piaci szereplő sem tudja befolyásolni a piaci árat, az árfolyamokkal kapcsolatos információ mindenki számára elérhető és ingyenes, nincsenek tranzakciós költségek, továbbá nincsenek adók, vagy legalábbis nincs különbség a visszaforgatott nyereség, az osztalék és az árfolyamnyereség adózása között.

- A piaci szereplők racionális viselkedése (*rational behaviour*) alapján a befektetők a nagyobb vagyont minden esetben többre értékelik, mint a kisebb vagyont, illetve közömbösek arra vonatkozóan, hogy a vagyonnövekmény pénzeszközök vagy értékpapírjaik érték növekedésében testesül-e meg.

- A tökéletes bizonyosság (*perfect certainty*) azt takarja, hogy a befektetők ismerik a vállalatok jövőbeli beruházásait és nyereségességét.

Természetesen ezek a szigorú feltételek a valódi tőkepiacon sérülhetnek, ebben az esetben a kifizetési politika igenis hathat a vállalat értékére.² Az osztalékpolitikai elméleteket *Fazakas–Kosárka* [2008] tanulmánya tekinti át, a részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó teóriákat a következő oldalakon foglaljuk össze.

Szabályozás és adózás

A Miller–Modigliani-féle feltételek közül a valódi tőkepiacon nyilvánvalóan sérül az egyik megkötés, ugyanis a vállalatok és a magánszemélyek is adóznak jövedelmük után. Témánk szempontjából az is fontos, hogy az eltérő jogcímből származó jövedelmeket különböző mértékű adókulcsok terhelhetik, például ha az osztalékjövedelem a személyi jövedelemadó kulcsa szerint, az árfolyamnyereségből származó jövedelem pedig tőkejövedelemként adózik. Az Egyesült Államokban a 20. század második felének nagy részében az általános személyi jövedelemadó kulcsa jelentősen magasabb volt, mint a tőkejövedelemké, ezért az osztalékoknak adóhátránya volt a részvény-visszavásárlásokkal szemben (*Grullon–Michaely* [2002]). Sokáig mégis inkább a hagyományos kifizetési módot, az osztalékfizetést választották a vállalatok, ennek oka pedig a szabályozási kérdésekben keresendő.

Az 1934-es, a tőzsdék működéséről szóló *Securities Exchange Act* szabályozta a részvény-visszavásárlásokat az Egyesült Államokban. A szabályozásra azért volt

² *Miller–Modigliani* [1961/1988] levezeti, hogy tételük akkor is helytálló, ha nem érvényesül a tökéletes bizonyosság feltétele. A többi feltétel feloldásának következményeiről csak érintőlegesen írnak tanulmányuk zárógondolatai között.

szükség, mert az amerikai tőzsdefelügyelet (*Securities and Exchange Commission, SEC*) szerette volna megakadályozni, hogy a vállalatok a visszavásárlásokkal a tőzsdén kialakuló árfolyamokat manipulálják. A szabályozás azonban túlságosan elrettentő volt, ezért az adóhátrány ellenére a vállalatok osztalékot fizettek a részvény-visszavásárlások helyett (*Grullon–Michaely* [2002]). Az 1980-as évek deregulációs hulláma alatt a SEC 1982-ben elfogadta a *Rule 10b-18* szabálmódosítást, amely egy úgynevezett „biztonságos kikötő” (*safe harbor*) szabályozás, azaz nem kötelező érvényű, de a visszavásárlásokat e szabályok szerint végző vállalatokat nem vádolhatják meg árfolyam-manipulálással (*Vermaelen* [2005]). A szabályzat korlátozza a visszavásárlás módját (egy brókeren keresztül lehetséges), az idejét (nem lehet nyitó tranzakció, illetve nem történhet a kereskedés utolsó félórájában), az árfolyam nagyságát (nem lehet magasabb az utolsó független ajánlatnál), valamint a kereskedés volumenét (adott napi visszavásárlás nem haladhatja meg a megelőző négy hét átlagos kereskedési forgalmának 25 százalékát) (*Vermaelen* [2005]). A *Rule 10b-18* szabályozásnak köszönhetően az amerikai vállalatok számára biztonságosabbá vált saját részvényeik visszavásárlása. *Grullon–Michaely* [2002] kutatása igazolja, hogy a szabálmódosítás következtében 1982 után szignifikánsan megnőtt a visszavásárlási tevékenység a korábbi évekhez viszonyítva.

A világ többi részén jellemzően később engedélyezték vagy könnyítették meg a visszavásárlásokat: az Egyesült Királyságban 1981-ben legalizálták, Japánban 1994-ig, Németországban 1998-ig, Hollandiában 2001-ig tiltott volt a visszavásárlás, Franciaországban 1998-ban történt kedvező szabályváltozás e téren (*Kim és szerzőtársai* [2004]). Általában továbbra is szigorúbb keretek között vásárolhatják vissza részvényeiket a más országban, nem az Egyesült Államokban bejegyzett vállalatok. A főbb különbségek közé tartozik, hogy a visszavásárlási programot a részvényeseknek is jóvá kell hagyniuk (az Egyesült Államokban elegendő az igazgatótanács engedélye), általában korlátozzák a visszavásárolható részvények mennyiségét (például a forgalomban lévő mennyiség 10 százalékában, az Egyesült Államokban nincs felső határ), valamint sok országban kizárólag az eredményből finanszírozható részvény-visszavásárlás (hasonlóan az osztalékfizetéshez, de az egyesült államokbeli vállalatoknál nincs ilyen megkötés) (*Vermaelen* [2005]).³

Az Európai Unióban a jogharmonizáció keretén belül az Európai Bizottság 2273/2003/EK rendelete (*EB* [2003]) szabályozza a részvény-visszavásárlásokat, és hasonló „biztonságos kikötő” szabályokat vezetett be Európa-szerte, mint az amerikai *Rule 10b-18* szabályozás. *Siems–De Cesari* [2012] üdvözölte a jogharmonizációs törekvéseket, ugyanakkor elismerte, hogy a tagállamok tőkepiaci fejlettségének függvényében a helyi gyakorlatok még eltérhetnek egymástól. Mindazonáltal megfigyelhető, hogy az Európai Unióban szignifikánsan emelkedett a részvény-visszavásárlások gyakorisága a „biztonságos kikötő” szabályok bevezetése után (*Siems–De Cesari* [2012]). Összességében az Egyesült Királyságon kívül Európában nagyjából két évtizeddel később fektették le a vállalatok számára biztonságos részvényvásárlási szabályokat, mint az Egyesült Államokban, ez is magyarázhatja, hogy kontinensünkön egyelőre még miért nem ez a fajta kifizetés a domináns, eltérően az amerikai piactól (lásd *1. ábra*).

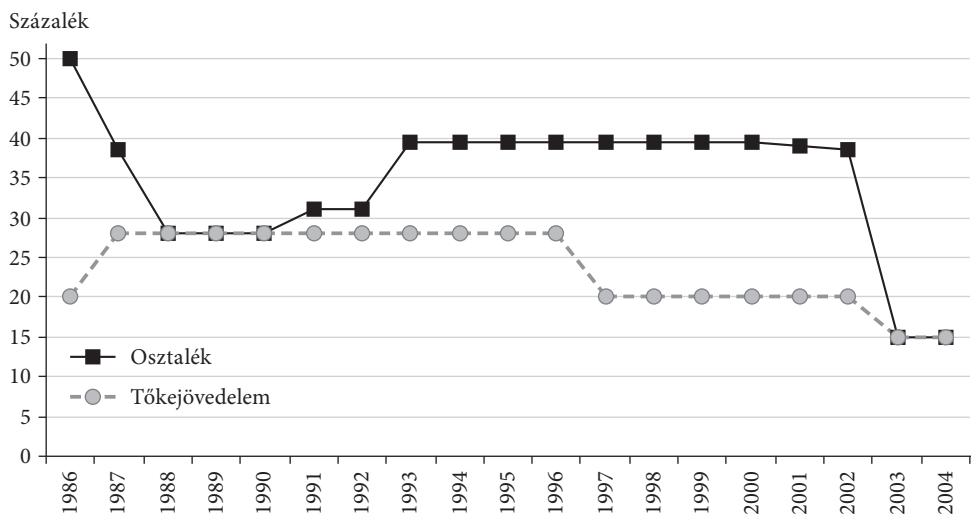
³ A visszavásárolt részvényeket vagy saját részvényként tartja a vállalat, vagy csökkenti a saját tőkét. Magyarországon a visszavásárolt saját részvények értéke maximum a jegyzett tőke 10 százaléka lehet.

A részvény-visszavásárlások szabályozása kapcsán fontos megemlíteni, hogy bizonyos időszakokban korlátozhatják a vállalatok tulajdonosi kifizetéseinek nagyságát. Így történt a pénzügyi világválság, valamint a Covid-periódus alatt is: egyes szektoroknak megtiltották a részvény-visszavásárlást és az osztalékfizetést is. Továbbá gazdaságpolitikai viták során is időről időre felmerül, hogy a tulajdonosi kifizetéseket, különösen a részvény-visszavásárlásokat korlátozni kellene, vagy akár teljesen be is tiltani. Két amerikai szenátor a New York Timesban közölt véleménycikkben kritizálta a részvény-visszavásárlásokat: szerintük a vállalatok beruházások, kutatás-fejlesztési tevékenység és munkahelyteremtés helyett saját részvényeik visszavásárlására pazarolják erőforrásaikat, ezért a visszavásárlások betiltását javasolják (NYT [2019]). A felvetés mélyebb, tudományos vizsgálata érdekes kutatási irány lehet.

A szabályozás az 1980-as évektől kezdődően tehát megnyitotta a lehetőséget az amerikai vállalatok számára a részvény-visszavásárlások széles körű alkalmazására. Ennek a tulajdonosi kifizetési módnak egyik előnye az osztalékfizetéssel szemben, hogy eltérő adókulccsal adóznak, és általában az osztalékból származó jövedelem magasabb kulccsal adózik, mint a tőkejövedelem.⁴ A 2. ábra az osztalékból származó jövedelem és a tőkejövedelem adókulcsait mutatja be az Egyesült Államokban az 1980-as évek közepétől a 2003. évi adóreform hatásáig.

2. ábra

Az osztalékból származó jövedelem és a tőkejövedelem adókulcsa az Egyesült Államokban, 1986–2004



Megjegyzés: az ábrán a legmagasabb határadókulcsok szerepelnek, azaz a legmagasabb jövedelmi kategóriába tartozó adózókra vonatkozó kulcsok.

Forrás: saját szerkesztés Moser [2007] 995. o. alapján.

⁴ A *pro rata* típusú részvény-visszavásárlás esetén a befektető ugyanúgy adózik, mint ha osztalékot kapna – hiszen ekkor minden tulajdonostól a tulajdoni hányaduk arányában vásárol vissza részvényeket a vállalat.

Az 1980-as évek közepén számottevően magasabb volt az osztalék adókulcsa, mint a tőkejövedelemé, azonban az évtized végén három évig megegyezett a kétfajta jövedelem adókulcsa (2. ábra). Ezt követően azonban ismét adóhátrány sújtotta az osztalékból származó jövedelmet, a különbség a 2003-as adóreform következtében szűnt meg, amikor az osztalékok adókulcsa drasztikus csökkentés után a tőkejövedelem szintén, de sokkal enyhébben csökkenő mértékéhez simulott. A 2. ábrán a legmagasabb határadókulcsok szerepelnek, *Poterba* [2004] viszont a befektetők súlyozott átlagos adókulcsai alapján állapította meg, hogy 1929 és 2003 között minden évben adóhátránya volt az osztalékoknak a tőkejövedelemmel szemben, bár a részvény-visszavásárlások miatt releváns periódusban, az 1980-as évektől kezdődően fokozatosan csökkent a különbség. Kiemelendő továbbá, hogy a megegyező adókulcsok nem szüntetik meg teljesen az osztalékok adóhátrányát, mivel a tőkejövedelem realizálása időzíthető, elhalasztható. A befektető dönti el, mikor értékesíti nyereséggel a részvényeit, realizál jövedelmet, és keletkezik adókötelezettsége, szemben az osztalékkal, amelyet folyamatosan megkap. Magyarországon az adókulcsok szempontjából közömbös, hogy milyen módon történik a tulajdonosi kifizetés: mind az árfolyamnyereség, mind az osztalékból származó jövedelem 15 százalékos kulccsal adózik.⁵

Az osztalékból származó, illetve a tőkejövedelem eltérő adókulcsai, valamint ezeknek a változása valóban befolyásolja a vállalatok kifizetési politikáját? *Moser* [2007] az Egyesült Államok vállalatainak részvény-visszavásárlásait és osztalékfizetéseit elemezte 1986-tól 2004-ig, eredményei alapján az adókulcsok eltérése befolyásolja a vállalatok kifizetési politikáját: amikor az osztalékok adóhátránya emelkedik, a vállalatok szívesebben vásárolják vissza részvényeiket osztalékfizetés helyett. Hasonló következtetésre jut *Korkeamaki és szerzőtársai* [2010], amely a 2004-es finn adóreform kifizetési politikára gyakorolt hatását elemezte. A reform az osztalékból származó jövedelem adóvonzatát növelte jelentősen, aminek következtében a részvény-visszavásárlások értékében szignifikáns emelkedés volt tapasztalható. A fentiekől eltérő eredményre jutott *Geiler–Renneboog* [2015]: az Egyesült Királyság adópolitikai változásait tekintette át 1997-től 2007-ig, és a vállalatok tulajdonosi kifizetéseit elemezve megállapította, hogy a nyereség visszaforgatása, az osztalékfizetés vagy a részvény-visszavásárlás közötti döntés nem az alapján történik, hogy az adófizetési szempontból kedvező-e a befektetők számára.

Ezt támasztja alá *Brav és szerzőtársai* [2005] rendhagyó kutatása is, amelyben a vállalatok pénzügyi-számviteli adatainak elemzése helyett pénzügyi igazgatók véleményét összegzi. Összesen 384 amerikai vállalat pénzügyi vezetője válaszolt a kérdőívre, valamint további 23 döntéshozóval készített mélyinterjú a kifizetési politikát alakító tényezőkről. A pénzügyi vezetők válaszai alapján a befektetők jövedelmének adózása másodlagos szempont a kifizetési döntés meghozatalakor. A 2003-as amerikai adóreform után a szerzők megismételték a kutatást, és bár valóban emelkedett valamelyest az osztalékfizetők száma és az osztalékok nagysága, a pénzügyi vezetők továbbra is a kevésbé fontos tényezők között tartották számon a befektetők adókulcsait (*Brav és szerzőtársai* [2008]).

⁵ Lásd 1995. évi CXVII. törvény a személyi jövedelemadóról.

Az adózás az egyik tényező, amely nem a Miller–Modigliani-féle feltételrendszer szerint működik, ezért elméletileg a kifizetési politikát és így a részvény-visszavásárlások volumenét befolyásolhatja a különböző jogcímen realizált jövedelmek eltérő adókulcsa. Az empiria azonban eltérő képet mutat: a vállalatok pénzügyi adatai alapján végzett kutatások sem erősítik meg egyöntetűen, hogy a befektetők adókulcsait figyelembe véve határozzák meg a vállalatok a kifizetési politikájukat, továbbá a tulajdonosi kifizetésekért felelő pénzügyi vezetők számára sem elsődleges szempont a befektetők adózása.

Jelzés- és alulértékeltégi elmélet

A Miller–Modigliani-féle feltételrendszer egyik eleme a tökéletes tőkepiacok (*perfect capital markets*) feltétele, amely magában foglalja az információ hozzáférhetőségét és ingyenességét. A valódi tőkepiacokon azonban általában információs aszimmetria figyelhető meg: egy vállalat menedzsmentje több információval rendelkezik a vállalat működéséről, jövőbeli lehetőségeiről, mint a vállalat finanszírozói, tehát a tulajdonosok és a hitelezők. Az információs aszimmetria következtében a menedzserek a kifizetési döntésekkel jelezhetik a piacnak pozitív várakozásaikat a vállalat teljesítményével kapcsolatban. A jelzésemelthez kapcsolódik az alulértékeltégi elmélet: a vállalat számára akkor különösen érdemes visszavásárolni saját részvényeit, amikor a menedzsment értékítélete szerint a piac alulértékeli a vállalat részvényeit, vagyis alacsonyabb árfolyamon kereskednek a részvényekkel, mint amennyit a vezetés szerint érnek. A részvény-visszavásárlás segítségével a vállalat vezetése jelezheti a piacnak, hogy alulértékeltnek tartja a vállalat részvényeit (*Ofer–Thakor* [1987]).

A jelzésemelthez foglalkozó elméleti tanulmányok eredetileg az osztalékok információközvetítő szerepével foglalkoztak. *Bhattacharya* [1979] és *John–Williams* [1985] modelljeiben az osztalékokból származó jövedelem magasabb adókulccsal adózik, mint a tőkejövedelem. Az adóhátrány ellenére történő osztalékfizetés maga a jelzés a piac számára, hogy a többletinformációval rendelkező vállalatvezetés szerint a vállalat a jövőben jól fog teljesíteni. *Bhattacharya* [1979] modelljében a jelzés költségét az osztalékfizetés miatti új forrás kibocsátásának költsége is növeli. *Miller–Rock* [1985] modelljének kiindulópontja az, hogy a vállalatok akár a beruházások megvalósítása helyett is fizetnek osztalékot, így a jelzés abban áll, hogy a tökéletes informáltság mellett optimumhoz képest alacsonyabb lesz a beruházások szintje. Ez a modell nem számol az adókkal, így tulajdonképpen bármelyik tulajdonosi kifizetési módra, tehát a részvény-visszavásárlásokra is érvényes a levezetés.

A fenti modellektől eltérően *Ofer–Thakor* [1987] modellje explicit módon azt vizsgálja, hogy van-e különbség az osztalékfizetés és a részvény-visszavásárlás között az információközvetítés szempontjából. A tulajdonosi kifizetések bejelentésének hatásával kapcsolatban a következő stilizált tényeket magyarázzák meg a modellel: 1. mind az osztalékok, mind a részvény-visszavásárlások bejelentése szignifikáns pozitív hatással van a részvényárfolyamra, 2. a részvény-visszavásárlások bejelentése átlagosan

szignifikánsan nagyobb részvényárfolyam-változást eredményez, mint az osztalékfizetések bejelentése, 3. a visszavásárlás prémiummal történik, azaz a visszavásárlási árfolyam magasabb, mint a korábbi piaci árfolyam, 4. sok esetben a visszavásárlás után esik a részvényárfolyam, 5. az esés ellenére a visszavásárlás utáni árfolyam magasabb, mint a visszavásárlás előtti (i. m. 365–366. o.). A modell alapján mind az osztalékfizetésre, mind a részvény-visszavásárlásra érvényes a jelzélemélet, de a visszavásárlás költségebb jel, ezért ezt jelentős alulértékelttség esetén alkalmazzák a vállalatok. A szerzőpáros megjegyezte továbbá, hogy a visszavásárlási módok közül a nyílt piaci visszavásárlásnak alacsonyabb az információtartalma, mint a fix áras ajánlatnak – ezt a visszavásárlásokat követő piaci reakciók adatai alapján az empiria is alátámasztja (Ofer–Thakor [1987], Vermaelen [2005] 221–222. o.).

Az elméleti modellek mellett számos empirikus kutatás is vizsgálta a részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódóan a jelzés- és alulértékelttségi elméleteket. Howe és szerzőtársai [1992] fix áras visszavásárlások és rendkívüli osztalékok bejelentéseit elemezte egy 1979 és 1989 közötti mintán. Mindkét kifizetési mód esetében szignifikáns pozitív átlagos abnormális hozamot talált a bejelentést követően, mely magasabb a fix áras visszavásárlások után (7,47 százalék), mint a rendkívüli osztalékok következtében (3,44 százalék). A tanulmány szerzői a jelzélemélettel magyarázták az eredményeket.

Dittmar [2000] kutatása több szempontból is rendhagyó: 1. a ténylegesen megtörtént és nem a bejelentéskor megcélzott részvény-visszavásárlások értékével számolt, 2. nem egy elméletet tesztelt, hanem több hipotézist vizsgált egyszerre, 3. minden évre külön tobit regressziót futtatott a visszavásárlások értékére 1977 és 1996 között, így megfigyelhető a visszavásárlások mögötti motiváció időbeli változása is. Az alulértékelttséget egy olyan változóval mérte, amely a saját tőke és az adósság piaci értékét viszonyítja az eszközök könyv szerinti értékéhez (MKBK, market-to-book): ennek alacsony szintje mutathatja az alulértékelttséget. Mivel a visszavásárló vállalatok szinte minden évben szignifikánsan alacsonyabb MKBK mutatóval rendelkeznek, mint a visszavásárlást nem végző vállalatok, továbbá a tobit regressziók alapján minden évben szignifikáns negatív kapcsolat van a részvény-visszavásárlások értéke és az MKBK mutató között, ezért Dittmar [2000] eredményei támogatják az alulértékelttségi elméletet.

Jagannathan és szerzőtársai [2000] a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések közötti különbségeket elemezte – azaz hogy más típusú vállalatok más piaci körülmények mellett alkalmazzák ezeket. Az alulértékelttségi elmélet szempontjából is különbözőnek találta a kétfajta kifizetési módot: a részvény-visszavásárlást bejelentő, de osztalékot nem emelő vállalatok részvényeinek hozama átlagosan negatív a bejelentés előtti évben, míg az osztalékot emelő, de visszavásárlást nem kezdeményező vállalatoknál pozitív volt a hozam. Vagyis a vállalatok gyenge részvénypiaci teljesítmény után növelik a visszavásárlásokat, míg osztalékot korábbi jó évek után emelnek. A tanulmány eredménye a részvény-visszavásárlásokra vonatkozóan támogatja az alulértékelttségi elméletet.

Grullon–Michaely [2004] a visszavásárlás bejelentése utáni vállalati teljesítményt tekintette át, olyan mutatószámok változását elemezte, mint például az eszközarányos jövedelmezőség (return on assets, ROA) vagy a bevételarányos jövedelmezőség (return on sales, ROS). Mintáját 1980 és 1997 közötti bejelentések alkották, eredményei

alapján a részvény-visszavásárlások bejelentése után romlik a vállalatok jövedelmezősége, tehát a visszavásárlások nem a jövőbeli teljesítmény pozitív változását jelzik előre. A tanulmány a visszavásárlások pozitív piaci fogadtatását azzal magyarázta, hogy a visszavásárlást bejelentő vállalatok piaci kockázata csökken, ennek következtében az alacsonyabb tőkeköltség növeli az értékeltséget.

Chan és szerzőtársai [2004] a részvény-visszavásárlások bejelentése utáni rövid és hosszú távú hozamokat is elemezte egy 1980 és 1996 közötti amerikai mintán. Az alulértékeltiséget a saját tőke könyv szerinti és piaci értékének hányadosával (B/M) ragadta meg, ebben a relációban minél magasabb a hányados értéke, annál inkább alulértékeltnek tekinthető egy részvény. Rövid távon (a bejelentést követő napokat figyelembe véve) vegyes eredmények születtek, a hosszú távú (bejelentést követő négy év) adatok vizsgálata azonban egyértelműen alátámasztja az alulértékeltiségi elméletet.

Babenko és szerzőtársai [2012] a részvény-visszavásárlási program bejelentése előtti bennfentes kereskedelem mértékét elemezte 1993 és 2008 között. Mivel egy nyílt piaci visszavásárlási program bejelentése nem jár tényleges vételi kötelezettséggel a vállalat számára, ezért önmagában a bejelentés még nem tekinthető erős jelzésnek, azonban ha a vállalat bennfentesei a bejelentés előtt vásároltak a vállalat részvényeiből, az egy erős jelzés a piac számára arra vonatkozóan, hogy alulértékeltnek tekintik a vállalatot. A tanulmány szerint magasabb bennfentes kereskedés a bejelentés előtt magasabb pozitív piaci reakciót von maga után, vagyis a bennfentes kereskedés növeli az alulértékeltiségre vonatkozó jelzés hitelességét.

A fenti részvény-visszavásárlással kapcsolatos empirikus kutatások az Egyesült Államok vállalatait elemzik, *Andriosopoulos–Hoque* [2013] azonban három európai ország, az Egyesült Királyság, Franciaország és Németország vállalatainak részvény-visszavásárlási bejelentéseit vizsgálta 1997-től 2006-ig. A jelzés- és alulértékeltiségi elméletet a bejelentést megelőző év kumulált napi részvényhozamaival és a piaci és könyv szerinti érték hányadosával (MKBK) tesztelte. A tanulmány szerint a szigetországi vállalatokra nem, a francia és német vállalatokra viszont jellemző, hogy az alulértékeltiség miatt jelentik be részvényeik visszavásárlását.

A pénzügyi vezetők *Brav és szerzőtársai* [2005] kutatásában elismerték, hogy a kifizetési politikai döntések információt közvetítenek a befektetők számára, azonban ezek inkább csak kiegészítik az információáramlás fő csatornáit (például negyedéves jelentések, közvetlen kommunikáció elemzőkkel és befektetőkkel). A részvény-visszavásárlásokra kiterjeszhető jelzéselméleti modelleket a menedzserek válaszai nem támasztják alá: a *Bhattacharya* [1979] modelljében szereplő új külső forrás költsége sem, illetve a *Miller–Rock* [1985] modell alapját adó, az optimumtól eltérített beruházási politika mint költséges jelzés sem a mozgatórugója a részvény-visszavásárlások bejelentésének. Ugyanakkor a részvényárfolyamnak kitüntetett szerepe van a visszavásárlások tekintetében: a válaszadók döntő hányada (86,4 százalék) jelezte, hogy akkor növelik vagy kezdik meg a részvény-visszavásárlásokat, amikor a részvény árfolyamát alacsonynak ítélik, vagyis az alulértékeltiségi elméletet alátámasztja a pénzügyi vezetők magatartása (*Brav és szerzőtársai* [2005]).

Az információs aszimmetria miatt sérül a Miller–Modigliani-féle feltételrendszer, ezért a kifizetési politika hatással lehet a vállalat értékére. Az empirikus tanulmányok

és a pénzügyi igazgatók válaszai alapján azonban a jelzélmélet kevésbé megerősített, viszont az alulértékeltélmélet az egyik fő magyarázata lehet a részvény-viszavásárlások fokozódó népszerűségének.

Ügynökköltségek és a szabad pénzáramlások elmélete

A nyilvánosan működő részvénytársaságok vezetői a legtöbb esetben nem ugyanazok a személyek, mint a tulajdonosok, ezáltal előfordulhat, hogy érdekeik nem egyeznek. Az ügynökköltségek abból fakadnak, hogy a vezetőség nem a vállalati pénzügyek fő célját, a vállalat értékének maximalizálását szolgálja, hanem a saját céljai (befolyás, magánvagyon növelése stb.) elérésére törekednek, amivel csökkenthetik a tulajdonosok vagyonát (Damodaran [2014]).⁶

Az ügynökköltségek (*agency costs*) és a tulajdonosi kifizetés közötti kapcsolatot Easterbrook [1984] és Jensen [1986] tárta fel. Mivel ebben az időszakban még a részvény-viszavásárlások kevésbé voltak jellemzők, mindkét szerző az osztalékfizetést tekintette a pénzvisszajuttatás fő módjának. A vállalati szabad pénzáramlás (*Free Cash Flow to Firm, FCF*) a működési és a befektetési cash flow-k összege, tehát az adózás utáni működési eredmény korrigálva az értékcsökkenéssel, majd levonva belőle a nettó forgótőke növekményét és a beruházásokra fordított pénzüsszeget. Ha a vállalat osztalékként kifizeti a tulajdonosoknak a szabad pénzáramlás egy részét, akkor a menedzsment számára kevesebb erőforrás áll rendelkezésre, csökkentve ezáltal a vezetőség hatalmát, erejét.

Hogyan tudnak a tulajdonosoknak nem visszajuttatott pénzeszközökkel kárt okozni a vállalatvezetők a részvényeseknek? A rendelkezésre álló pénzeszközökből 1. növelhetik javadalmazásukat, 2. olyan negatív nettó jelenértékű beruházásokat valósíthatnak meg, amelyeket saját igényeikhez igazítanak, például magánrepülő vásárlása a vállalat számára, 3. felelőtlen költségekbe kezhetnek, például vállalatfelvásárlásokkal, amelyekkel kiegyensúlyozottabbá tehetik az irányításuk alatt lévő portfóliót, valamint növelhetik hatalmukat (*Farre-Mensa és szerzőtársai* [2014]). A tulajdonosi kifizetés növelésével azonban kisebb mozgástere marad a menedzsmentnek, hiszen megfontoltabb beruházási politikát kell folytatnia a vállalatnak.

Az ügynökköltségek és szabad pénzáramlások elmélete több szempontból is eltér a Miller–Modigliani-féle feltételrendszerétől. Egyrészt nem tekinti adottnak a beruházási politikát, mivel a kifizetési döntések befolyásolhatják, hogy mekkora mértékű beruházásokat valósíthat meg a továbbiakban a vállalat, másrészt a vállalati eredmény elosztása sem feltétlenül arányos a részvényesi tulajdonhányaddal, ha a menedzsment a saját céljait priorizálja (*La Porta és szerzőtársai* [2000]). A vállalat vezetői és a tulajdonosok nem ugyanazok a személyek, eltérő pozíciókkal rendelkeznek, emiatt az árelfogadás mértéke is különbözik – a menedzsment közvetlenebb hatást tud gyakorolni

⁶ Érdekkonfliktus, ezáltal ügynökköltségek a tulajdonosok és vállalatvezetés kapcsolatán kívül a többségi és kisebbségi tulajdonosok, a részvényesek és a hitelezők, valamint a részvényesek és a munkavállalók között is felmerülhetnek. Jelen tanulmányban a tulajdonosok és a vállalatvezetés közötti kapcsolatot vizsgáljuk.

az árfolyamra. Továbbá a tökéletes piac hiánya is befolyásolhatja a kifizetési politikát: *Hoberg és szerzőtársai* [2014] amerikai vállalatok beszámolóinak szöveges tartalom-elemzésével tárta fel, hogy erősebb versenyhelyzetben kevésbé jellemző, hogy a vállalatok osztalékot fizetnek vagy részvényeket vásárolnak vissza.

Az ügynökköltségek és a kifizetési politika kapcsolatára a vállalatkormányzási (*corporate governance*) gyakorlat is hatással lehet. *La Porta és szerzőtársai* [2000] felvetette a kérdést, hogy az osztalékok helyettesítői vagy inkább kiegészítői a vállalatkormányzási eszközöknek. Nemzetközi mintájában 33 ország vállalatainak kilencvenes évek közepéről származó adatait elemezte, és megállapította, hogy a tulajdonosi kifizetések kiegészítői a vállalatkormányzási eszközöknek – bár a részvény-visszavásárlásokat nem vizsgálta külön, hiszen a tanulmány születésekor még nem voltak elterjedtek a visszavásárlások, kiváltképp az Egyesült Államokon kívül.

A vállalatkormányzás külső forrásaként fontos szerepet játszanak az intézményi befektetők, akik *Crane és szerzőtársai* [2016] szerint szakmai tudásuk és kapcsolataik révén kifejezetten jól tudják ellenőrizni a menedzsment működését. A szerzők az intézményi befektetők tulajdoni hányadában tapasztalható törést vizsgálták, amely abból fakad, hogy a Russell 1000 és a Russell 2000 részvényindexek⁷ komponenseit évente felülvizsgálják. A tanulmány 1991 és 2006 közötti mintájában a magasabb intézményi tulajdoni hányad magasabb tulajdonosi kifizetést mutatott, nemcsak az osztalékfizetések, hanem a részvény-visszavásárlások esetében is. Emellett a szerzők azt is megvizsgálták, hogy ez a magasabb tulajdonosi kifizetés összefügg-e vagy sem olyan jellemzőkkel, amelyek az ügynökköltségek nagyságára utalnak, mint például az alacsony jövedelmezőség, a magas vállalati szabad pénzáramlás, a vezérigazgató és az igazgatótanács elnöke ugyanaz a személy, illetve az igazgatótanács mérete. A tanulmány eredményei szerint még erősebb a pozitív kapcsolat az intézményi befektetők tulajdoni hányada és a tulajdonosi kifizetések nagysága között, ha a fenti jellemzők egy vállalat esetében magas ügynökköltségekre utalnak, vagyis a kifizetési politika kiegészíti a vállalatkormányzási eszközöket, a kutatás eredményei megerősítették az ügynökköltségek elméletét. Ennél árnyaltabb képet mutat *Grinstein–Michaely* [2005]: az intézményi befektetők valóban előnyben részesítik az osztalékot fizető vállalatokat, azonban ezek közül inkább a kisebb osztalékot fizetőket kedvelik. A részvény-visszavásárlások tekintetében viszont a magasabb értékű és gyakoribb visszavásárlást végrehajtó vállalatoknál figyelhető meg magasabb intézményi tulajdoni hányad, azonban nem úgy tűnik, hogy az intézmények kényszerítik ki a magasabb tulajdonosi kifizetést. A cikk szerzői tehát amellett érvelnek, hogy a kifizetési politika nem kiegészítője a vállalatkormányzási eszközöknek.

Az ügynökköltségek és szabad pénzáramlások elméletével foglalkozó további kutatások is markáns különbséget azonosítanak a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések között. *Jagannathan és szerzőtársai* [2000] és *Guay–Harford* [2000] is azt tapasztalta, hogy osztalékfizetéssel a pénzáramlások tartós növekedésekor élnek a vállalatok, míg a részvény-visszavásárlásokat az átmeneti pénztöbblet kifizetésére alkalmazzák.

⁷ A Russell 1000 részvényindex az ezer legnagyobb piaci kapitalizációjú amerikai vállalat piaci érték alapján súlyozott indexe. A Russell 2000 részvényindex a következő kétezer legnagyobb piaci kapitalizációjú amerikai vállalat piaci érték alapján súlyozott indexe.

Howe és szerzőtársai [1992] a szabad pénzáramlások elméletét is tesztelte kutatása során, amelyben fix áras részvény-visszavásárlások és speciális osztalékok bejelentésének hatását vizsgálta. Csoportokba sorolta a vállalatokat a Tobin-féle q -érték – a vállalat eszközei piaci értékének és ezek becsült pótlási költségének a hányadosa (*Brealey–Myers* [2011]) – szerint (az alacsony mutatójú vállalatok a túlzott beruházási tevékenységet folytatók, ezeknél nagyok az ügynökköltségek, míg a magas mutatójúak az értékmaximalizálók). Eredményei szerint mindkét csoport vállalatainak részvényárfolyamai nagyjából ugyanúgy reagálnak a részvény-visszavásárlási vagy a speciális osztalékfizetési bejelentésre, ezért az ügynökköltségek nem számítanak ebből a szempontból, ezekre a kifizetési módokra elvethető a szabad pénzáramlások elmélete (*Howe és szerzőtársai* [1992]). *Perfect és szerzőtársai* [1995] megkérdőjelezte ezt az eredményt, szerinte a szabad pénzáramlások elméletének elfogadása vagy elvetése erősen függ a Tobin-féle q kiszámításának módszerétől. Ugyanis *Howe és szerzőtársai* [1992] több hasonló kutatástól eltérően nemcsak a legfrissebb lezárult évet vette figyelembe a mutató kalkulálásakor, hanem az utolsó három év adatait használta fel. Ezzel szemben *Perfect és szerzőtársai* [1995] az aktuális Tobin-féle q alapján történő csoportosítással azt találta, hogy szignifikáns különbség van a túlzott beruházási tevékenységet folytató és az értékmaximalizáló vállalatok csoportja között a részvény-visszavásárlás bejelentésére adott reakcióban. Az ügynökköltségek ezek szerint igenis hatással vannak a kifizetési politikára, ezért *Perfect és szerzőtársai* [1995] amellet érvelt, hogy a szabad pénzáramlások hipotézisét nem lehet elvetni.

Vafeas–Joy [1995] nyílt piaci részvény-visszavásárlási programok bejelentéseit elemezte az 1985 és 1991 közötti időszakban. Szintén a Tobin-féle q alapján rendezte csoportba a vállalatokat, ahogy az előbbi tanulmányok is. Kutatása eredménye alátámasztja *Jensen* [1986] szabad pénzáramlások elméletét, és elutasítja *Howe és szerzőtársai* [1992] következtetéseit. Hasonló adatok (nyílt piaci részvény-visszavásárlási programok bejelentése, Tobin-féle q), de hosszabb időszakot felölelő minta (1980–1997) alapján *Grullon–Michaely* [2004] is elfogadta az ügynökköltségek és szabad pénzáramlások elméletét a részvény-visszavásárlásokra vonatkozóan.

A pénzügyi vezetők egyáltalán nem gondolják azt, hogy a tulajdonosi kifizetések a fegyelmezés eszközei: a válaszadók 80 százaléka a részvény-visszavásárlások, 87 százaléka az osztalékfizetés esetében elutasítja, hogy ezek fegyelmezési hatása befolyásolná a kifizetési politikát (*Brav és szerzőtársai* [2005]). Ezek az eredmények abból a szempontból nem meglepők, hogy saját véleményük alapján a vezetők mindig a tulajdonosok érdekeit képviselik, emiatt szerintük nem helytálló az ügynökelmélet – az ügynököktől azonban nem is számíthatnánk más álláspontra.

Helyettesítési hipotézis

A Miller–Modigliani-féle feltételrendszerben rögzített beruházási politika mellett a kifizetési döntések nem hatnak a vállalat értékére – nemcsak a tulajdonosi kifizetés mennyisége, hanem a formája is irreleváns, tehát tulajdonképpen a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések egymás tökéletes helyettesítői.

A részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódóan a helyettesítési hipotézis azt fogalmazza meg, hogy a vállalatok az osztalékfizetések helyett a tulajdonosi kifizetés ezen formáját választják. Kérdés azonban, hogy akkor is tekinthető-e egymás (tökéletes) helyettesítőjének a kétfajta kifizetési mód, hogyha nem teljesülnek a Miller–Modigliani-féle feltételek. Például a tranzakciós költségek miatt a vállalat számára eltérő költségvonzata lehet a részvény-visszavásárlásnak és az osztalékfizetésnek, valamint a befektetők is különböző tranzakciós díjakkal szembesülhetnek.

Ahogy már volt róla szó, *Fama–French* [2001] a 20. század végén eltűnő osztalékokat elemezte, és kitért arra a kérdésre, hogy a részvény-visszavásárlásokkal helyettesítik-e őket a vállalatok. Eredményei alapján nem ez történt: a visszavásárlások növekedése az osztalékot is fizető vállalatoknál volt jellemző, és ezzel nem magyarázható az osztalékot nem fizető vállalatok arányának emelkedése. A szerzőpáros kimutatta, hogy a visszavásárlások az egyébként is magas kifizetési hányaddal rendelkező osztalékfizető vállalatok kifizetéseit növelték meg, ezeknél a vállalatoknál kiegészítette egymást a tulajdonosi kifizetés két formája. *Grullon–Michaely* [2002] is a századvégi kifizetési döntéseket vizsgálta: *Lintner* [1956] osztalék-előrejelző modelljét alkalmazta, hogy tesztelje a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések közötti kapcsolatot. A modell alapján kalkulált várható osztalék és a ténylegesen kifizetett osztalék közötti különbség növekszik, hogyha a visszavásárlásra fordított pénzüsszeg emelkedik. Továbbá az osztalék csökkentésének bejelentésére a piaci reakció eltért a visszavásárló (nullától szignifikánsan nem eltérő reakció) és a nem visszavásárló (szignifikáns negatív reakció) vállalatok esetében, tehát *Grullon–Michaely* [2002] eredményei megerősítik a helyettesítési hipotézist.

Andres és szerzőtársai [2015] a német vállalatok kifizetési politikáját elemzi, szintén a *Lintner* [1956]-féle osztalék-előrejelző modell segítségével. Németországban 1998-tól engedélyezett a részvény-visszavásárlás, amely rövid időn belül népszerű lett a vállalatok körében, ez *Andres és szerzőtársai* [2015] szerint annak jele, hogy a visszavásárlások és az osztalékfizetések nem tökéletes helyettesítői egymásnak. Ugyancsak erre utal az a következtetése, hogy az osztalékokat a tartós jövedelem, a részvény-visszavásárlásokat és a speciális osztalékokat az átmeneti jövedelem kifizetésére alkalmazzák a német vállalatok, ami megegyezik *Jagannathan és szerzőtársai* [2000] és *Guay–Harford* [2000] eredményeivel. A három európai országot vizsgáló tanulmányában *Andriosopoulos–Hoque* [2013] is azt találta, hogy Németországban és az Egyesült Királyságban inkább kiegészítik egymást a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések, ugyanakkor a francia vállalatokra érvényes a helyettesítési hipotézis.

Jiang és szerzőtársai [2013] kutatásában *Baker–Wurgler* [2004] osztalékpolitikai elméletét, a kiszolgálási (*catering*) elméletet terjeszti ki a részvény-visszavásárlásokra vonatkozóan a helyettesítési hipotézis tesztelésére. A kiszolgálási elmélet szerint a vállalatok osztalékfizetési döntéseit a befektetők osztalék iránti kereslete befolyásolja. A menedzserek kielégítik ezt a keresletet, amikor a piacon az osztalékot fizető részvények prémiummal forognak. *Jiang és szerzőtársai* [2013] eredményei alapján a részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó prémium negatívan hat az osztalékfizetési hajlandóságra, valamint fordítva is ugyanez a hatás figyelhető meg, ezáltal igazolják a helyettesítési hipotézist.

A pénzügyi vezetők válaszi alapján nem tekinthetők a részvény-visszavásárlások és az osztalékfizetések egymás tökéletes helyettesítőinek (*Brav és szerzőtársai* [2005]). A válaszok mögött a visszavásárlások rugalmassága rejtőzik: az osztalékok ragadósak, azaz a pénzügyi döntéshozók vonakodnak csökkenteni a negatív piaci reakció miatt, míg a visszavásárlások szabadabb kezét adnak a vezetőségnek a tulajdonosi kifizetés mértékének meghatározásakor. A különbséget hangsúlyozza az is, hogy a jelenleg semmilyen formában sem kifizető vállalatok vezetőinek kétharmada választaná kizárólag a részvény-visszavásárlást, és csak 22 százalékuk kezdene osztalékfizetésbe. A pozitív tulajdonosi kifizetéssel rendelkező vállalatok esetében még érdekesebb válaszok születtek: ha újrakezdhetnék a kifizetési politikájuk meghatározását, az osztalékokat minimális szinten tartanák, és a részvény-visszavásárlásokat alkalmaznák elsősorban (*Brav és szerzőtársai* [2005]).

A fentiekben már szó volt arról, hogy hogyan sérülhetnek a Miller–Modigliani-féle feltételek – a részvény-visszavásárlások milyen piaci körülmények között nem tökéletes helyettesítők az osztalékfizetéseknek. A vállalatok pénzügyi adatainak vizsgálata azt sugallja, hogy az osztalékfizetés helyett a részvényeiket vásárolják vissza a vállalatok, azonban az okok mélyebb szintű elemzése és a pénzügyi igazgatók válaszi alapján ez nem kizárólag azért történik, mert az egyik kifizetési módot helyettesítik a másikkal. Úgy tűnik, hogy funkcióikat tekintve is alapvető eltérések vannak a kifizetési módok között, és ezektől függetlenül is „szabadulnának” az osztalékfizetés béklyójától a vállalatok, ezért is fordulnak a rugalmasabb részvény-visszavásárlások felé.

A részvény-visszavásárlások egyéb motivációi

Az előzőkben azokat a részvény-visszavásárlásokhoz kapcsolódó elméleteket mutattuk be, amelyek a Miller–Modigliani-féle feltételek megsértéséből eredeztethetők. Vannak azonban egyéb szempontok is, amelyek részvény-visszavásárlásra ösztönözhetik a vállalat vezetését. Az alábbiakban az egy részvényre jutó eredmény hígulásának megakadályozását és az ellenséges felvásárlás megelőzését mutatjuk be röviden ezek közül.

Ha egy vállalat új részvényeket bocsát ki, akkor ennek következtében az emelkedő részvénydarabszám – *ceteris paribus* – csökkenti az egy részvényre jutó eredményt (*earnings per share, EPS*), ez a folyamat az EPS hígulása (*dilution*). Manapság sok vállalatvezető teljesítményértékelésének része az EPS, ezáltal érdekelték abban, hogy részvény-visszavásárlással csökkentsék a forgalomban lévő részvények számát, megakadályozva ezzel az EPS hígulását. *Young–Yang* [2011] az Egyesült Királyságban, *Cheng és szerzőtársai* [2015] az Egyesült Államokban talált erős pozitív kapcsolatot a vállalatok részvény-visszavásárlási tevékenysége és a menedzserek EPS-hez kötött javadalmazása között. A vállalatok részvényopciókkal is javadalmazhatják munkavállalóikat. Ha az alkalmazottak lehívják ezeket az opciókat, akkor a vállalatnak vagy új részvényeket kell kibocsátani – ezzel hígítva az EPS-t –, vagy visszavásárolt saját részvényekkel kell teljesíteni az opció lehívásából fakadó kötelezettségét. *Kahle* [2002], valamint *Cuny és szerzőtársai* [2009] eredményei alapján is a vezetői és egyéb alkalmazotti részvényopciók lehívása miatti EPS-hígulást igyekeznek ellensúlyozni

a vállalatok a részvény-visszavásárlásokkal. *Bens és szerzőtársai* [2003], illetve *Hribar és szerzőtársai* [2006] a visszavásárlások és az egy részvényre jutó eredmény menedzselésének viszonyát elemzi: mindkét tanulmány arra jut, hogy a visszavásárlások segítségével próbálják a menedzserek elérni az elemzők által elvárt EPS-szintet vagy EPS-növekedést. A *Brav és szerzőtársai* [2005] által feldolgozott kérdőívek és interjúk is azt sugallják, hogy az EPS hígulásának megakadályozása valóban az egyik legfontosabb motiváló tényező, ami miatt a menedzserek előszeretettel kezdeményeznek részvény-visszavásárlási programokat – hiszen a visszavásárlással csökkenthető a forgalomban lévő részvények darabszáma, osztalékfizetéssel nem.

A részvény-visszavásárlások több csatornán keresztül is segíthetnek megakadályozni egy ellenséges felvásárlást. Egyrészt a visszavásárlás bejelentése az empirikus vizsgálatok alapján általában növeli a részvényárfolyamot, ezáltal a felvásárlónak magasabb összeget kell kínálnia a részvényekért. Másrészt azok a tulajdonosok értékesítik a visszavásárlás során a részvényeiket, akiknek a rezervációs ára alacsonyabb, emiatt a tulajdonosi körben a magasabb rezervációs árral rendelkező részvényesek maradnak, akik ezután csak még magasabb áron lennének hajlandók megválni részvényeiktől, csökkentve ezáltal egy potenciális ellenséges felvásárlás sikerességét (*Bagwell* [1991]). Az ellenséges felvásárlással megcélzott vállalatok defenzív kifizetési politikáját vizsgálta *Denis* [1990], eredményei alapján a részvény-visszavásárlások és a speciális osztalékok hatásos ellenszerek a felvásárlásokkal szemben, mivel sok vállalat el tudta kerülni segítségükkel az akvizíciót. *Billett–Xue* [2007] a felvásárlás valószínűségét modellezte, és azt tapasztalta, hogy ennek magas értéke növeli a vállalatok részvény-visszavásárlási tevékenységét, megerősítve a felvásárlások megakadályozása érdekében végrehajtott visszavásárlások hipotézisét. Az empirikus kutatások eredményeitől eltérően *Brav és szerzőtársai* [2005] válaszadói nem tekintik fontos szempontnak az ellenséges felvásárlások megelőzését a részvény-visszavásárlások szintjének meghatározásakor – mivel azonban a menedzserek nem szívesen ismernék el, hogy felvásárlási célponttá válhat az általuk vezetett vállalat, ezért ezek a válaszok nem tekinthetők teljesen torzítatlannak.

Következtetések

A kifizetési politika meghatározása az egyik fő döntési terület a vállalati pénzügyekben. A mód, ahogy a vállalatok visszajuttatják a pénzt a tulajdonosoknak, jelentős változáson ment keresztül az utóbbi évtizedekben. Az évezred vége felé az osztalékfizetés mellett előtérbe került a részvény-visszavásárlás lehetősége is. Az Egyesült Államok adatai egyértelműen azt mutatják, hogy a világ legfejlettebb tőkepiacán a részvény-visszavásárlások már nagyobb szerepet töltenek be a vállalatok kifizetési politikájában, mint az osztalékfizetés. Ilyen mértékű fordulat egyelőre még nem tapasztalható a világ más részein, azonban a részvény-visszavásárlások megjelenése és arányának növekedése mindenhol tetten érhető. A különböző részvény-visszavásárlási módok közül a nyílt piaci visszavásárlási program tekinthető – mind darabszám, mind összérték tekintetében – a legelterjedtebbnek amerikai adatok alapján.

A részvény-visszavásárlások növekvő jelentősége megteremtette a kifizetési politika változását magyarázó elméletek iránti igényt is. Több elmélet a Miller–Modigliani-féle feltételek feloldásából fakad. Adózási szempontból előnyösebb lehet a befektetők számára a részvény-visszavásárlás útján történő tulajdonosi kifizetés, amennyiben az árfo-lyamnyereség kisebb adókulccsal adózik, mint az osztalékból származó jövedelem. Ha a menedzsment úgy ítéli meg, hogy a vállalat részvényei alulértékelték, akkor célszerű visszavásárolni a vállalat saját részvényeit, jelezve ezzel a piacnak a félrearázást. A részvény-visszavásárlásokkal csökkenthető a vállalati szabad pénzáram, ezáltal szűkíthető a vezetők mozgásteré, és mérsékelhető az ügynökköltségek nagysága. A rugalmasságuk miatt az osztalékfizetést részvény-visszavásárlásokkal helyettesíthetik a vállalatok. Ezen elméletek mellett más motivációi is lehetnek a részvény-visszavásárlásoknak, például az egy részvényre jutó eredmény hígulásának megakadályozása és az ellenséges felvásárlás megelőzése. A pénzügyi vezetők szabadulnának az osztalékfizetés „terhétől”, és a rugalmasabb részvény-visszavásárlásokkal alakítanák a kifizetési politikát.

Összességében a fenti elméleteket tesztelő empirikus tanulmányok és a pénzügyi vezetők megkérdezésének eredményei sokszor egymásnak ellentmondó következtetésekhez vezetnek, vagyis nem létezik egy egyeduralgó elmélet a részvény-visszavásárlások kapcsán. További kutatásokra van szükség, hogy jobban megértsük a részvény-visszavásárlások motivációit, és csökkentsük az ellentmondásokat. Az eddigi kutatások nagyrészt az Egyesült Államok és más fejlett piacok vállalataira koncentráltak, azonban a kevésbé fejlett piacokon is érdemes lehet hasonló elemzéseket elvégezni. A klasszikus vállalatértékelési elmélet és gyakorlat az osztalékból származó tulajdonosi pénzáramokra koncentrált, azonban a részvény-visszavásárlások növekvő jelentősége a modellek újragondolását eredményezheti. Végül pedig nem feledkezhetünk meg a politikai-társadalmi nyomásról, amely a részvény-visszavásárlások szabályozásának szigorítását, esetleges korlátozását válthatja ki. Mélyreható tudományos elemzésekre van szükség, hogy a részvény-visszavásárlások potenciális negatív reál-gazdasági hatásait igazoljuk vagy cáfoljuk, mielőtt a szabályozás korlátozná a vállalatok mozgásterét a kifizetési politikájuk meghatározásában.

Hivatkozások

- ANDRES, C.–DOUMET, M.–FERNAU, E.–THEISSEN, E. [2015]: The Lintner model revisited: Dividends versus total payouts. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 55. 56–69. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.01.005>.
- ANDRIOSOPOULOS, D.–HOQUE, H. [2013]: The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 27. 65–76. o. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.003>.
- BABENKO, I.–TSERLUKEVICH, Y.–VEDRASHKO, A. [2012]: The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47. No. 5. 1059–1088. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000312>.
- BAGWELL, L. S. [1991]: Share Repurchase and Takeover Deterrence. *The RAND Journal of Economics*, Vol. 22. No. 1. 72–88. o. <https://doi.org/10.2307/2601008>.

- BAKER, M.–WUGGLER, J. [2004]: A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*, Vol. 59. No. 3. 1125–1165. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>.
- BANYI, M. L.–DYL, E. A.–KAHLE, K. M. [2008]: Errors in estimating share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14. No. 4. 460–474. o. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.06.004>.
- BENS, D. A.–NAGAR, V.–SKINNER, D. J.–WONG, M. H. F. [2003]: Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36. No. 1–3. 51–90. o. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.006>.
- BHATTACHARYA, S. [1979]: Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics*, Vol. 10. No. 1. 259–270. o. <https://doi.org/10.2307/3003330>.
- BILLET, M. T.–XUE, H. [2007]: The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases. *Journal of Finance*, Vol. 62. No. 4. 1827–1850. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01258.x>.
- BRAV, A.–GRAHAM, J. R.–HARVEY, C.–MICHAELY, R. [2005]: Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, Vol. 77. No. 3. 483–527. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>.
- BRAV, A.–GRAHAM, J. R.–HARVEY, C.–MICHAELY, R. [2008]: Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut. *Financial Management*, Vol. 37. No. 4. 611–624. o. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00027.x>.
- BREALEY, R. A.–MYERS, S. C. [2011]: Modern vállalati pénzügyek. Panem, Budapest.
- CHAN, K.–IKENBERRY, D.–LEE, I. [2004]: Economic Sources of Gain in Stock Repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39. No. 3. 461–479. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003987>.
- CHENG, Y.–HARFORD, J.–ZHANG, T. [2015]: Bonus-Driven Repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 50. No. 3. 447–475. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000149>.
- CRANE, A. D.–MICHENAUD, S.–WESTON, J. P. [2016]: The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, Vol. 29. No. 6. 1377–1408. o. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>.
- CUNY, C.–MARTIN, G.–PUTHENPURACKAL, J. [2009]: Stock Options and Total Payout. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44. No. 2. 391–410. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109009090115>.
- DAMODARAN, A. [2014]: *Applied Corporate Finance*. 4th Edition. Wiley, Hoboken, New Jersey.
- DENIS, D. J. [1990]: Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance*, Vol. 45. No. 5. 1433–1456. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03722.x>.
- DITTMAR, A. K. [2000]: Why Do Firms Repurchase Stock? *Journal of Business*, Vol. 73. No. 3. 331–355. o. <https://doi.org/10.1086/209646>.
- EASTERBROOK, F. H. [1984]: Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74. No. 4. 650–659. o.
- EB [2003]: A Bizottság 2273/2003/EK rendelete (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a visszavásárlási programokra vonatkozó mentességek és a pénzügyi eszközök stabilizálása tekintetében történő végrehajtásáról. HL, L 336/33. december 23. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003R2273&from=EN>.
- EIJE, V. H.–MEGGINSON, W. L. [2008]: Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89. No. 2. 347–374. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002>.

- FAMA, E.–FRENCH, K. [2001]: Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60. No. 1. 3–43. o. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(01)00038-1).
- FARRE-MENSA, J.–MICHAELY, R.–SCHMALZ, M. [2014]: Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 6. No. 1. 75–134. o. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034259>.
- FATEMI, A.–BILDIK, R. [2012]: Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36. No. 3. 662–677. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.008>.
- FAZAKAS GERGELY–KOSÁRKA JUDIT [2008]: Osztalékpolitikai elméletek. *Közgazdasági Szemle*, 55. évf. 9. sz. 782–806. o.
- FLOYD, E.–LI, N.–SKINNER, D. J. [2015]: Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, Vol. 118. No. 2. 299–316. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>.
- GEILER, P.–RENNEBOOG, L. [2015]: Taxes, earnings payout, and payout channel choice. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 37. 178–203. o. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.005>.
- GRINSTEIN, Y.–MICHAELY, R. [2005]: Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, Vol. 60. No. 3. 1389–1426. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00765.x>.
- GRULLON, G.–MICHAELY, R. [2002]: Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*, Vol. 57. No. 4. 1649–1684. o. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474>.
- GRULLON, G.–MICHAELY, R. [2004]: The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance*, Vol. 59. No. 2. 651–680. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x>.
- GUAY, W.–HARFORD, J. [2000]: The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57. No. 3. 385–415. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00062-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00062-3).
- HOBERG, G.–PHILLIPS, G.–PRABHALA, N. [2014]: Product Market Threats, Payouts, and Financial Flexibility. *Journal of Finance*, Vol. 69. No. 1. 293–324. o. <https://doi.org/10.1111/jofi.12050>.
- HOWE, K. M.–HE, J.–KAO, G. W. [1992]: One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance*, Vol. 47. No. 5. 1963–1975. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04691.x>.
- HRIBAR, P.–JENKINS, N. T.–JOHNSON, W. B. [2006]: Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41. No. 1–2. 3–27. o. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.10.002>.
- JAGANNATHAN, M.–STEPHENS, C. P.–WEISBACH, M. S. [2000]: Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57. No. 3. 355–384. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00061-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1).
- JENSEN, M. [1986]: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76. No. 2. 323–329. o. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- JIANG, Z.–KIM, K.–LIE, E.–YANG, S. [2013]: Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 21. 36–50. o. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.004>.
- JOHN, K.–WILLIAMS, J. [1985]: Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, Vol. 40. No. 4. 1053–1070. <https://doi.org/10.2307/2328394>.

- KAHLE, K. M. [2002]: When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, Vol. 63. No. 2. 235–261. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00095-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00095-2).
- KIM, J.–SCHREMPER, R.–VARAIYA, N. [2004]: Open Market Repurchase Regulations: A cross-country examination. Working Paper, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.496003>.
- KORKEAMAKI, T.–LILJEBLOM, E.–PASTERNAK, D. [2010]: Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16. No. 4. 572–587. o. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.12.003>.
- LA PORTA, R.–LOPEZ-DE-SILANES, F.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. W. [2000]: Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, Vol. 55. No. 1. 1–33. o. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- LINTNER, J. [1956]: Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, Vol. 46. No. 2. 97–113. o.
- MANCONI, A.–PEYER, U.–VERMAELEN, T. [2019]: Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 54. No. 5. 1899–1935. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000984>.
- MILLER, M.–MODIGLIANI, F. [1961/1988]: Osztalékpolitika, növekedés és a részvények árfolyama. Megjelent: *Modigliani, F.: Pénz, megtakarítás, stabilizáció*. Fordította: Száz János. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1988, 287–319. o. Eredeti megjelenés: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, Vol. 34. No. 4. 411–433. o. <https://doi.org/10.1086/294442>.
- MILLER, M.–ROCK, K. [1985]: Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, Vol. 40. No. 4. 1031–1051. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.
- MOSER, W. J. [2007]: The Effect of Shareholder Taxes on Corporate Payout Choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42. No. 4. 991–1019. o. <https://doi.org/10.1017/S0022109000003471>.
- NYT [2019]: Schumer and Sanders: Limit Corporate Stock Buybacks. *New York Times*, február 3. <https://www.nytimes.com/2019/02/03/opinion/chuck-schumer-bernie-sanders.html>.
- OFER, A. R.–THAKOR, A. [1987]: A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. *Journal of Finance*, Vol. 42. No. 2. 365–394. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb02572.x>.
- PERFECT, S. B.–PETERSON, D. R.–PETERSON, P. P. [1995]: Self-tender offers: The effects of free cash flow, cash flow signalling, and the measurement of Tobin's q. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 19. No. 6. 1005–1023. o. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(94\)00067-d](https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00067-d).
- PEYER, U.–VERMAELEN, T. [2008]: The Nature and Persistence of Buyback Anomalies. *Review of Financial Studies*, Vol. 22. No. 4. 1693–1745. o. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn024>.
- POTERBA, J. [2004]: Taxation and Corporate Payout Policy. *American Economic Review*, Vol. 94. No. 2. 171–175. o. <https://doi.org/10.1257/0002828041301416>.
- SIEMS, M. M.–DE CESARI, A. [2012]: The Law and Finance of Share Repurchases in Europe. *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 12. No. 1. 33–57. o. <https://doi.org/10.5235/147359712800129894>.
- VAFEAS, N.–JOY, M. [1995]: Open market repurchases and the free cash flow hypothesis. *Economic Letters*, Vol. 48. No. 3–4. 405–410. o. [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(94\)00631-b](https://doi.org/10.1016/0165-1765(94)00631-b).
- VERMAELEN, T. [2005]: Share Repurchases. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1. No. 3. 171–268. o. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000007>.
- YOUNG, S.–YANG, J. [2011]: Stock Repurchases and Executive Compensation Contract Design: The Role of Earnings per Share Performance Conditions. *The Accounting Review*, Vol. 86. No. 2. 703–733. o. <https://doi.org/10.2308/accr.00000024>.