

**PANNON EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG**

Osztalékkirályok és válságállóságuk – valóban biztonságos menedék?

Témavezető: Dr. Joó István PhD

**Czurda Gábor
mesterképzés
levelező
pénzügy**

NYILATKOZAT

Alulírott Czurda Gábor hallgató (Neptun kód: OUC0E2) kijelentem, és a dolgozat feltöltésével egyidejűleg nyilatkozom, hogy az *Osztalékkirályok és válságállóságuk – valóban biztonságos menedék?* című diplomadolgozatot a Pannon Egyetem Gazdálkodási Kar Zalaegerszegen készítettem az *okleveles közgazdász pénzügy szakon* oklevél megszerzése érdekében.

Kijelentem, hogy a dolgozatban csak a megadott és hivatkozott forrásokat használtam fel, és ezekre a vonatkozó idézési szabályok szerint hivatkoztam.

Nyilatkozom, hogy a dolgozat érdemi része saját kutatásom eredménye, és azt más intézményben, szakon, vagy felsőfokú képesítés megszerzésére nem nyújtottam be. Tudomásul veszem, hogy a plágium vagy szerzői jogsértés esetén a dolgozatom elutasításra kerülhet, és ellenem fegyelmi eljárás indulhat. Tudomásul veszem továbbá, hogy szerzői jogsértés esetén az Egyetem jogosult a dolgozat elérhetőségét korlátozni, valamint eltávolítani a dokumentumot az elektronikus zárt rendszerből.

Továbbá, tudomásul veszem, hogy a Pannon Egyetem a dolgozat eredményeit saját céljaira – titkosított dolgozat esetén kizárólag a titkosításra vonatkozó időszak lejártát követően – szabadon felhasználhatja.

Nyilatkozom, hogy a dolgozat elkészítése során mesterséges intelligencia eszközöket használtam /nem használtam.¹

Nyilatkozom, hogy a dolgozat elkészítése során az alábbi táblázatban feltüntetett mesterséges intelligencia eszközöket kizárólag a kutatási, illetve fejlesztési feladat támogatására használtam fel, az érdemi munka, elemzés és következtetések teljes mértékben saját szellemi alkotásomat képezik.

Alkalmazott technológia	Alkalmazás módja	Előállított tartalom	MI használat aránya
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása	1. fejezet	15%
GPT-5.1 (OpenAI)	átfogalmazás	2. fejezet	20%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása források alapján	3. fejezet	22%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása források alapján	4. fejezet	25%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása a hipotézisek alapján	5. fejezet	10%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása	6. fejezet	5%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása az adatbázis alapján	7. fejezet	20%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása az adatbázis elemzése alapján	8. fejezet	15%

¹ A megfelelő rész aláhúzendő.

GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása	9. fejezet	20%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg megfogalmazása az eredmények és a következtetések alapján	10. fejezet	17%
GPT-5.1 (OpenAI)	szöveg generálása	11. fejezet	20%

Hozzájárulok / nem járulok hozzá,² hogy dolgozatomat az Egyetem az interneten a nyilvánosság számára repozitóriumában közzétegye.

Zalaegerszeg, 2025.12.10.



hallgató aláírása³

² A megfelelő rész aláhúzendó. Hozzájárulás esetén a dolgozat teljes szövege szabadon letölthetővé válik a repozitóriumból bárki számára. Hozzájárulás hiányában a dolgozat csak korlátozottan lesz kutatható (pl. az Egyetem kijelölt számítógépein, csak képernyős megtekintéssel).

³ Kizárólag kézi aláírás alkalmazható.

Tartalom

1.	Bevezetés – Tőzsdei hullámvasút és a mentőöv: miért keressük a biztonságot?	8
1.1.	Ha vihar jön, hova bújik a befektető?	8
1.2.	Osztalék: apró csepp a tengerben vagy stabil horgony?	9
1.3.	Királyi klub: miért különlegeseek az Osztalékkirályok?	9
1.4.	A dolgozat célja	10
2.	A részvények világa – tulajdonrész a tőzsdei játszmában.....	11
2.1.	A részvény fogalma és gazdasági jelentősége	11
2.2.	A részvények típusai és jellemzőik	11
2.3.	Részvények osztályozása befektetési szempontból.....	12
2.4.	Befektetési stratégiák a részvénytőzsdén	13
2.5.	Az osztalék szerepe a részvénytőzsdén	14
2.6.	Összegzés.....	14
3.	Osztalékkirályok – a stabilitás bajnokai a tőkepiac viharjaiban	15
3.1.	Az osztalékkirály fogalom és eredete.....	15
3.2.	Az osztaléknövelés mögötti vállalati filozófia	15
3.3.	Az osztalékkirályok helye a részvénytőzsdén kategóriákban	16
3.4.	A válságállóság pénzügyi alapjai.....	17
3.5.	Az osztalékkirály státusz elérésének feltételei	17
3.6.	Osztalékkirályok és befektetői magatartás.....	18
3.7.	Magyar tőkepiaci párhuzamok – létezik-e hazai Osztalékkirály?	18
3.8.	Összegzés – a „királyi út” tanulságai	19
4.	Szakirodalmi áttekintés és az osztalék szerepének történeti átalakulása	19
4.1.	Az osztalék szerepének történelmi átalakulása.....	20
4.2.	Modigliani–Miller modell.....	20
4.3.	A Lintner modell.....	21
4.4.	Összegzés és következtetések	22
5.	Kutatási kérdések és hipotézisek - Mit akarunk megtudni?.....	23
5.1.	Királyi védelem, vagy csak szép mese?	23
5.2.	Válságállóság: legenda vagy valóság?	24

5.3.	Hosszú távú teljesítményvizsgálat.....	25
5.4.	Miért érdemes ezeket vizsgálni?.....	25
5.5.	A kutatási kérdések szerepe a módszertanban	27
6.	A számok birodalma: hogyan vizsgáljuk a királyokat?.....	27
6.1.	Miért kvantitatív megközelítés? – A számok ereje az érzelmek helyett	27
6.2.	Adatvadászat.....	28
6.3.	Válságidőszakok nagyító alatt – dotcomtól az inflációs sokkig.....	29
6.4.	A vizsgálathoz alkalmazott teljesítménymutatók bemutatása	30
6.4.1.	CAGR – összetett éves növekedési ráta	30
6.4.2.	Volatilitás és szórás	30
6.4.3.	Maximális visszaesés (Maximum Drawdown)	31
6.4.4.	Sharpe-ráta – kockázattal korrigált hozam	31
6.4.5.	Válságidőszakok elemzése	32
6.5.	Kontrollcsoport: mert kell valamihez hasonlítani	33
6.6.	Összegzés: a módszertani keret előnyei és korlátai.....	33
7.	Az adatbázis bemutatása	34
7.1.	Az adatbázis összeállításának célja és elvei	34
7.2.	Az összehasonlítás alapja: az S&P 500 index, mint benchmark	36
7.3.	Az alkalmazott portfólióképzési módszer: Equal-Weighted Portfolio.....	37
7.3.1.	A módszer lényege	37
7.3.2.	Miért az equal-weight megoldást választottam?	38
7.4.	Az összehasonlítás keretei	39
7.5.	Összegzés.....	40
8.	Az adatbázis vizsgálata és elemzése.....	40
8.1.	A Dividend Kings vállalkör szerkezeti jellemzői	40
8.2.	A vállalatok iparági koncentrációjának következményei.....	41
8.3.	A Maslow-piramis megközelítése: miért pont ezek a cégek válságállóak?.....	42
8.3.1.	A Maslow-piramis szintjei és a vállalatok elhelyezkedése.....	43
8.4.	Az adatbázis összegző értékelése	45
9.	A vizsgált válságidőszakok és piaci reakciók bemutatása	45

9.1.	Dotcom-lufi kipukkanása (2001–2002)	46
9.2.	Globális pénzügyi válság (2007–2009).....	47
9.3.	COVID-19 válság (2020).....	47
9.4.	Inflációs sokk és kamatemelési ciklus (2022–2023).....	48
9.5.	Összegzés.....	48
10.	Eredmények – A válságállóság és hosszú távú teljesítmény empirikus vizsgálata	49
10.1.	Az osztalékkirályok teljesítménye a dotcom-válság időszakában (2000–2003).....	50
10.1.1.	A piactól való jelentős eltérés – összefoglaló eredmények.....	52
10.1.2.	Hozamteljesítmény: az osztalékkirályok pozitív eredménnyel zárták a válságot	52
10.1.3.	Volatilitás: közel 7 százalékpontos különbség a defenzív javára	53
10.1.4.	Maximum drawdown: majdnem fele akkora zuhanás	53
10.1.5.	Sharpe-ráta: pozitív érték kontra negatív teljesítmény	55
10.1.6.	A dotcom-válság tanulságai az osztalékalapú befektetések szempontjából	55
10.2.	Az osztalékkirályok teljesítménye a globális pénzügyi válság időszakában (2006–2010)	56
10.2.1.	Összefoglaló eredmények – stabilitási előny még a rendszerszintű krízisben is .	57
10.2.2.	Időbeni lefolyás: eltérő MDD-időtartamok	58
10.2.3.	Hozamteljesítmény: pozitív reálhozam a mély recesszió ellenére.....	59
10.2.4.	Volatilitás: gyakorlatilag azonos szint, mégis jelentős különbség a kockázati profilban	60
10.2.5.	Maximum drawdown: kisebb, kezelhetőbb visszaesés.....	60
10.2.6.	Sharpe-ráta: a kockázatvállalás megtérülése a válságidőszakban.....	61
10.2.7.	A globális pénzügyi válság tanulságai az osztalékkirályok szempontjából.....	61
10.3.	Az osztalékkirályok teljesítménye a COVID–19 válság időszakában (2019–2021)	61
10.3.1.	A válság strukturális jellemzői és a portfóliók eltérő viselkedése.....	62
10.3.2.	Összefoglaló eredmények – eltérő dominanciaviszony, mint a korábbi válságokban	63
10.3.3.	Hozamteljesítmény: a technológiai dominancia évei.....	63
10.3.4.	Volatilitás: a válság extrém hirtelensége a defenzív részvényeket is megrázta....	64
10.3.5.	Maximum drawdown: szinte azonos mélységű zuhanás	64
10.3.6.	Sharpe-ráta: az S&P 500 extrém erős felpattanása dominál.....	65

10.3.7. A COVID–19 válság tanulságai az osztalékkirályok szempontjából.....	66
10.4. Az osztalékkirályok teljesítménye az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában (2021–2024).....	66
10.4.1. Összefoglaló eredmények – visszafogott, de stabil teljesítmény a defenzív oldalon	67
10.4.2. A maximum drawdown időbeli alakulása.....	68
10.4.3. Hozamteljesítmény: a kamatérzékeny növekedési részvények visszatérése	69
10.4.4. Volatilitás: a defenzív részvények stabilabbak maradtak.....	70
10.4.5. Maximum drawdown: kisebb zuhanás a stabil osztalékkirályoknál	70
10.4.6. Sharpe-ráta: a növekedési részvények vezetett raliban az S&P 500 elszakad.....	70
10.4.7. Az inflációs sokk tanulságai az osztalékkirályok szempontjából.....	71
10.5. Az osztalékkirály-portfólió 25 éves teljesítménye: hosszú távú válságállóság és értékteremtés (2000–2024).....	71
10.5.1. Sima záróárak vs. adjusted záróárak - miért kritikus a különbség?	72
10.5.2. A 25 éves teljesítmény főbb eredményei	73
10.5.3. A hozamok összehasonlítása (CAGR) – döntő előny az osztalékkirályoknál.....	74
10.5.4. Volatilitás – tartósan alacsonyabb kockázat a defenzív részvényeknél	74
10.5.5. Maximum drawdown – nagy különbség válság idején.....	75
10.5.6. Sharpe-ráta – a legfontosabb mutató: stabil hozam stabil kockázat mellett.....	75
10.5.7. A 25 éves vizsgálat átfogó tanulságai	75
10.5.8. Összegzés.....	77
10.6. A teljes eredmények összegzése	77
11. Következtetések és összegzés	81
Irodalomjegyzék.....	84
Ábrajegyzék.....	87
Táblázatjegyzék.....	88
Mellékletek	89

1. Bevezetés – Tőzsdei hullámvasút és a mentőöv: miért keressük a biztonságot?

A világgazdaság működésének egyik legmeghatározóbb eleme a tőkepiac, amely a modern gazdasági rendszer vérkeringését adja. A tőzsdék nem csupán a vállalatok finanszírozásának színterei, hanem a befektetői bizalom, a gazdasági várakozások és a társadalmi hangulat barométerei is. A részvénytőzsdék folyamatos mozgásban vannak – egyszer eufóriát, máskor pánikot tükröznek –, és éppen ez a kettősség adja a varázsukat és kiszámíthatatlanságukat. A tőzsde a kapitalista gazdaság egyik legösszetettebb mechanizmusa: egyszerre kockázatforrás és lehetőség, félelem és remény, zuhanás és emelkedés.

A globális pénzügyi rendszerben a tőkepiacok kulcsszerepet töltenek be a forrásallokációban. A befektetők döntései közvetlenül befolyásolják, mely ágazatok, technológiák és vállalatok jutnak forráshoz, ezáltal a gazdasági növekedés irányát is formálják. A tőzsde tehát nem csupán a pénz mozgásának terepe, hanem egyfajta „gazdasági iránytű”, amely megmutatja, merre tart a világ. Nem véletlen, hogy amikor a piac esik, a média, a kormányzatok és a hétköznapi emberek figyelme is a tőzsdére szegeződik – mintha annak rezdüléseiből olvasni lehetne a jövőt.

1.1. Ha vihar jön, hova bújik a befektető?

A pénzügyi válságok és a gazdasági bizonytalanság időszakai mindig is különleges helyzetet teremtettek a befektetők számára. Amikor a piacok meginognak, a befektetői pszichológia látványosan megváltozik. A korábban kockázatvállaló magatartást felváltja a biztonság keresése, amit a szakirodalom a „flight-to-quality” jelenséggel ír le. Ez a viselkedés lényege, hogy a befektetők elhagyják a magas kockázatú eszközöket – például a növekedési részvényeket vagy a feltörekvő piacokat – és defenzív, stabil eszközökbe menekülnek.

A történelem során több válság is megmutatta, hogy a befektetői bizalom mennyire törékeny. Csak hogy az ezen évezred történéseit említsem: a 2000-es évek eleji dotkom-lufi kipukkanása, a globális pénzügyi válság vagy épp a COVID-19 járvány, valamint a 2022-2023-as inflációs sokk mind rávilágított arra, hogy a piac pillanatok alatt képes összeomlani. Az esés azonban nem egyformán érint minden vállalatot vagy részvénytípust. Míg egyes cégek értéke drámaian zuhan, addig mások – különösen a stabil, osztalékfizető vállalatok – sokkal ellenállóbbnak bizonyulnak.

A befektetők ilyenkor gyakran „horgonyokat” keresnek a viharban: olyan eszközöket, amelyek nemcsak értékmegőrzést, hanem kiszámítható bevételt is biztosítanak. A biztonságérzetet ilyenkor nemcsak az árfolyam stabilitása, hanem a rendszeresen érkező osztalék is adhatja. Az osztalékfizető részvények ezért válságos időkben gyakran előtérbe kerülnek, hiszen ezek a vállalatok jellemzően erős pénzügyi háttérrel, stabil üzleti modellel és fegyelmezett menedzsmenttel rendelkeznek.

1.2. Osztalék: apró csepp a tengerben vagy stabil horgony?

Az osztalékfizető részvények világa különleges helyet foglal el a befektetések univerzumában. Első pillantásra talán apró tételnek tűnhet az osztalékhozam a gyorsan növekvő árfolyamok mellett, ám hosszú távon az újra befektetett, avagy visszaforgatott osztalék hatása elképesztően erős. A befektetők pszichológiája szempontjából az osztalék egyfajta „jutalom”, amely független az árfolyam pillanatnyi alakulásától. Míg a növekedési részvények esetében a befektető a jövőbeli profit reményében vállalja a kockázatot, addig az osztalékrészvények a jelenben realizálható pénzáramot kínálják.

A stabil osztalékpolitika sokszor a vállalat megbízhatóságának és érettségének szimbóluma. A befektetők hajlamosak nagyobb bizalmat szavazni olyan cégeknek, amelyek képesek évtizedeken át következetesen fizetni, sőt növelni osztalékukat. Ez a stabilitás különösen vonzó azok számára, akik hosszú távon, kiszámítható hozamra törekednek – például nyugdíjalapok, konzervatív portfóliók vagy értékalapú befektetők.

Pszichológiai szempontból az osztalék szerepe túlmutat a pénzügyi jelentésén: az osztalékfizetés „megfoghatóvá” teszi a befektetést. Míg az árfolyamnyereség csupán papíron létezik addig, amíg el nem adjuk a részvényt, az osztalék kézzelfogható hozamot, egyfajta cash flow-t nyújt a befektetőnek. Ez a jelenség különösen válság idején fontos, amikor a piaci árfolyamok hektikusan mozognak, de az osztalékfizetés stabilitása érzelmi és bizalmi kapaszkodót ad a részvényeseknek.

1.3. Királyi klub: miért különlegesek az Osztalékkirályok?

Az osztalékkirályok (Dividend Kings) a tőkepiac elitjébe tartoznak. Ezek azok a vállalatok, amelyek legalább 50 egymást követő évben minden esztendőben növelték osztalékukat – függetlenül attól, milyen gazdasági környezet uralkodott. Fontos megjegyezni, hogy az osztalék növelésének évente kellett történnie, nem minden osztalékfizetés során (a legtöbb vizsgált vállalat negyedévente fizet osztalékot). Ez a

teljesítmény nemcsak pénzügyi stabilitást, hanem kivételes vállalatirányítást, hosszú távú stratégiai gondolkodást és fegyelmezett tőkeallokációt feltételez.

Az osztalékkirályok klubjába tartozó cégek – mint például a Procter & Gamble, a Johnson & Johnson vagy a Coca-Cola – nem csupán ikonikus márkák, hanem válságokon edzett intézmények is. E vállalatok képesek voltak az 1970-es évek jellemző stagflációs évek, az 1973-as olajválság után, a 2000-es évek eleji dotkom-lufi kipukkanása során, a gazdasági válság és a COVID-járvány idején is megőrizni pénzügyi egyensúlyukat és tovább növelni osztalékukat. Ez a rendkívüli teljesítmény azt sugallja, hogy ezek a cégek olyan belső védelmi mechanizmusokkal rendelkeznek – például stabil keresletű termékek, erős márkahűség, konzervatív pénzügyi stratégia –, amelyek lehetővé teszik számukra a válságok átvészelését.

Az osztalékkirályok tehát nem pusztán a stabilitás szimbólumai, hanem egyfajta „biztonsági menedék” szerepet is betöltenek a befektetők szemében. A kutatás egyik legizgalmasabb kérdése éppen az, hogy ez a válságállóság mennyire valós, és mennyiben inkább befektetői illúzió. Vajon az osztalékkirályok tényleg jobban teljesítenek válság idején, vagy csupán a múltjuk miatt élveznek nagyobb bizalmat?

1.4. A dolgozat célja

Jelen dolgozat célja annak feltárása, hogy az osztalékkirályok valóban képesek-e válság idején megőrizni stabilitásukat, és mennyiben szolgálnak biztonságos menedékként a befektetők számára. A kutatás empirikus vizsgálat segítségével hasonlítja össze az osztalékkirályok és a szélesebb piaci index (S&P 500) teljesítményét különböző válságok időszakában, elemezve a hozamokat, a volatilitást és a visszaesés mértékét.

A dolgozat másik célja, hogy a befektetői pszichológia és a pénzügyi elmélet oldaláról is megvilágítsa, miért hajlamosak a befektetők a válságok idején defenzív eszközökhöz fordulni, és hogy az osztalékkirályok „válságállósága” mögött valódi fundamentumok vagy inkább viselkedési tényezők húzódnak-e meg.

Dolgozatom felépítését tudatosan, egy logikusan felépített keretrendszer mentén alakítottam ki. Ennek célja, hogy az olvasó számára a téma minden lényeges aspektusát átfogó módon, egymásra épülő gondolati egységekben mutassam be. A dolgozat során olyan információk is helyet kaptak, amelyekkel az olvasó feltehetően már korábban is tisztában volt, azonban ezek ismételt és rendszerezett bemutatása elengedhetetlen ahhoz, hogy a vizsgálat tárgyát teljes összefüggésében értelmezhesük. Ezen alapvető ismeretek ismételt bemutatása nem pusztán

formai elem, hanem a dolgozat végső következtetéseinek megértését és megalapozottságát szolgálja. Célom, hogy a dolgozat végére az olvasó átfogó képet kapjon a témáról, és világosan értse a kutatás logikai ívét, amely elvezet végső állításomhoz és következtetéseimhez.

2. A részvények világa – tulajdonrész a tőzsdei játszmában

Dolgozatom elején röviden összefoglalom és bemutatom azokat a fogalmakat, valamint a részvény- és befektetési stílusokat, amelyek a későbbi elemzések és következtetések megértéséhez alapvető kiindulópontként szolgálnak. E fejezet célja, hogy egységes terminológiai és elméleti alapot biztosítson a dolgozat további részeihez, ezáltal elősegítve a témában való eligazodást és a későbbi fejezetekben tárgyalt összefüggések pontosabb értelmezését.

2.1. A részvény fogalma és gazdasági jelentősége

A részvény a modern tőkepiac egyik legfontosabb értékpapírja. Tulajdonosi jogot testesít meg egy vállalatban, amelyet részvénytársasági formában működtetnek. A részvény vásárlója – ellentétben a kötvénytulajdonossal – nem hitelezője, hanem tulajdonosa a cégnek, még ha csupán egy parányi hányadban is. Ezzel arányosan részesülhet a vállalat nyereségéből (osztalék formájában), valamint jogosult a vállalat közgyűlésén való részvételre és szavazati joggal rendelkezik ezeken (így a befektető aktívan részt tud venni a döntéshozatali folyamatban).

A részvény tehát nemcsak pénzügyi eszköz, hanem tulajdonjog is, amelynek értékét a piac kollektív várakozásai és a vállalat jövőbeni teljesítménye egyaránt meghatározza. Éppen ezért a részvénytőkepiac a kapitalista gazdasági rendszer egyik legfontosabb hajtómotorja: a vállalatok finanszírozáshoz jutnak, a befektetők pedig részesednek a gazdasági növekedés gyümölcseiből.

A tőkepiac hatékonysága, likviditása és mélysége közvetlenül hat a gazdaság dinamizmusára. A részvények árfolyammozgásai a gazdasági ciklusok egyik legérzékenyebb indikátorai, amelyek előre jelezhetik a várható recessziókat vagy fellendüléseket. Éppen ezért a részvények világa nemcsak a pénzügyi szakemberek, hanem a közgazdaságtan egészének egyik legfontosabb vizsgálati területe.

2.2. A részvények típusai és jellemzőik

A részvények többféle szempont alapján is csoportosíthatók. Az alap és az egyik legfontosabb megkülönböztetés a jogokhoz és az osztalékfizetéshez való viszonyuk szerint történik.

a) Törzsrészcvény

A törzsrészcvény a leggyakoribb típus, amely a tulajdonosi jogok teljes körét biztosítja. Tulajdonosa szavazati joggal rendelkezik a közgyűlésen, és jogosult az osztalékra, amennyiben a társaság azt fizet. Árfolyama közvetlenül tükrözi a vállalat teljesítményével és jövőjével kapcsolatos piaci várakozásokat.

b) Elsőbbségi részcvény

Az elsőbbségi részcvények tulajdonosai elsőbbséget élveznek bizonyos jogok tekintetében – például osztalékfizetéskor vagy felszámolás esetén. Ugyanakkor jellemzően nem rendelkeznek szavazati joggal. Ez a típus inkább a stabil jövedelemre törekvő, konzervatív befektetők számára vonzó.

c) Visszaváltható és dolgozói részcvények

Ezek speciális kategóriák: a visszaváltható részcvény esetén a társaság később visszavásárolhatja az értékpapírt, míg a dolgozói részcvény a munkavállalók ösztönzésére szolgál. A tőkepiacon kevésbé jellemzőek, de a vállalatirányítás és motivációs rendszerek szempontjából fontosak.

2.3. Részcvények osztályozása befektetési szempontból

A befektetők a részcvényeket gyakran növekedési potenciáljuk, osztalékpolitikájuk vagy kockázati profiljuk alapján kategorizálják. **Ez a szemlélet közelebb áll a gyakorlati portfólióépítéshez.**

a) Növekedési (growth) részcvények:

Ezek a vállalatok jellemzően gyorsan növekvő árbevétellel és profitkilátásokkal rendelkeznek, viszont kevés vagy semmilyen osztalékot nem fizetnek. A befektetők itt a jövőbeli árfolyamnyereségben bíznak. Klasszikus mai példák: Tesla, Amazon, Nvidia – amelyek árfolyama gyakran extrém volatilitást mutat.

b) Értékrészcvények (value stocks):

Az értékrészcvények tipikusan alulértékelt vállalatokat jelentenek, melyek fundamentálisan stabilak, de a piaci hangulat miatt árfolyamuk viszonylag alacsony. Ezeket a befektetők „rejtett kincseknek” tartják. **Ide tartozhatnak az osztalékfizető, alacsony P/BV mutatójú vállalatok – tehát az osztalékkirályok is az értékalapú befektetés logikájába illeszkednek.**

c) Ciklikus és defenzív részcvények:

A ciklikus részvények (pl. autóipar, technológia) teljesítménye szorosan követi a gazdasági ciklust: fellendüléskor szárnyalnak, recesszióban visszaesnek. A **defenzív részvények** (pl. egészségügy, közművek, alapfogyasztási cikkek) ezzel szemben válság idején is stabilak, mivel termékeikre akkor is fennmarad a kereslet. **Az osztalékkirályok zöme ebbe a kategóriába tartozik – ez adhatja válságálló jellegük alapját.**

A részvények ilyen jellegű kategorizálása jól rávilágít arra, hogy a vállalatok eltérő kockázati és hozami profilja alapvetően meghatározza befektetői szerepüket a portfóliókban.¹

2.4. Befektetési stratégiák a részvényt piacon

A részvénybefektetők eltérő célokat és módszereket követnek. Az alábbiakban a legfontosabb stratégiákat ismertetem, külön kitérve az osztalékalapú megközelítésre.

a) Buy and hold – a türelmes befektető filozófiája

A hosszú távú „buy and hold” stratégia alapja, hogy a piac idővel mindig emelkedik, így a legfontosabb tényező az időtáv. **A befektető nem reagál rövid távú árfolyam-ingadozásokra, hanem kitart a fundamentálisan erős vállalatok mellett.** Warren Buffett is ennek a megközelítésnek a legismertebb képviselője.

b) Osztalékbefektetés

Az osztalékrészvény-stratégia a rendszeres készpénzáramlásra épül. A befektető nem (vagy nem csak) árfolyamnyereséget vár, hanem biztos, kiszámítható jövedelmet. **E stratégia egyik legnemesebb formája az osztalékkirályok portfóliója, ahol a cél a stabil, évtizedeken át növekvő osztalékáramlás.** Az ilyen vállalatok általában érett, alacsony adósságállományú, stabil cash flow-val rendelkező cégek.

c) Növekedési befektetés

A növekedési befektetők olyan vállalatokat keresnek, amelyek jövőbeli profitnövekedése gyorsabb az átlagnál. A hangsúly a jövőbeli potenciálon, nem a jelenlegi értékeltségen van. Bár a hozamlehetőség magas, a kockázat is az.

d) Értékalapú befektetés

Az értékalapú megközelítés lényege, hogy a befektető olyan részvényeket vásárol, amelyek a valós értékükhöz képest olcsón forognak. Az elemzéshez DCF modellt és/vagy fundamentális

¹ Smith (2025)

mutatókat (P/E, P/BV, ROE stb.) használ. **Ez a stratégia gyakran kombinálható az osztalékbefektetéssel**, hiszen a magas osztalékhozam gyakran az alulértékeltség egyik jele (lehet).

e) Technikai kereskedés

A technikai elemzők nem a vállalat gazdasági teljesítményét, hanem az árfolyamok múltbeli viselkedését vizsgálják. Grafikonokat, trendvonalakat, indikátorokat elemeznek, és az emberi viselkedés mintázatait keresik a piacon. Ez a megközelítés rövid távú kereskedésre jellemző, és alapvetően eltér a fundamentális befektető szemléletétől.

A bemutatott stratégiák jól szemléltetik, hogy a befektetők eltérő kockázatvállalási hajlandóság, hozamelvárás és időtáv alapján választanak a különböző megközelítések közül.²

2.5. Az osztalék szerepe a részvénypiacon

A 20. század elején a befektetők többsége elsősorban az osztalékra fókuszált: a részvényeket kvázi jövedelemtermelő eszköznek tekintették. A II. világháború után azonban a gazdasági növekedés és a vállalatok expanziós politikája előtérbe helyezte a növekedési stratégiákat. A 2000-es évek eleji dotcom-buborék és a 2008-as pénzügyi válság azonban újra ráirányította a figyelmet a stabil, osztalékfizető vállalatok értékére. A befektetők rájöttek: a gyors növekedés ígérete nem helyettesíti a valós pénzáramlást. Az osztalék szerepének történelmi átalakulását dolgozatomban egy későbbi, 4.1. fejezetében részletesebben is kifejtem.

Az osztalék – különösen válság idején – pszichológiai támaszt is nyújt: a befektető számára kézzelfogható, kiszámítható hozamot jelent, ami csökkenti a bizonytalanságérzetet. Ez a gondolat közvetlenül vezet az osztalékkirályok vizsgálatához, akik a tőzsdei történelem legkitartóbb osztalékfizetői – a válságok, inflációs sokkok és piaci összeomlások ellenére is növelték kifizetéseiket.

2.6. Összegzés

Ez a fejezet rövid áttekintést nyújtott a részvények alapvető típusairól, a meghatározó befektetési megközelítésekről, valamint az osztalékok befektetési szerepéről. Az itt lefektetett elméleti keret elengedhetetlen ahhoz, hogy a következő fejezetekben megértsük, miért érdemes az osztalékkirályok válságállóságát vizsgálni, és hogyan illeszkednek ők a részvénypiac

² Graham (1973)

sokszínű világába. A következő fejezetben az osztalékkirály részvényeket fogom részletesen bemutatni, illetve azon elméleteket, hogy mitől nyújthatnak válságállóságot a nehéz időszakokban.

3. Osztalékkirályok – a stabilitás bajnokai a tőkepiac viharjaiban

3.1. Az osztalékkirály fogalom és eredete

Az „osztalékkirály” (Dividend King) kifejezés a befektetési szaknyelvben azon vállalatokat jelöli, amelyek **legalább 50 egymást követő évben** növelték az egy részvényre jutó osztalékukat. Ez nem csupán hosszú távú stabilitást, hanem **kivételes vállalatirányítási kultúrát, pénzügyi fegyelmet és válságokon átívelő üzleti modellt** feltételez.³

A cím tehát nem marketingfogás, hanem a piac által elismert státusz, amelyet csak néhány tucatnyi nagyvállalat vívott ki magának. A legismertebb példák közé tartozik a Procter & Gamble, Johnson & Johnson, Target vagy éppen a Coca-Cola – olyan nevek, amelyek a 20. század közepétől napjainkig képesek voltak fenntartani a befektetői bizalmat és a folyamatos növekedést.

Az osztalékkirályok köré idővel egy saját befektetői közösség és filozófia is kialakult, amely az **értékstabilitást, a kiszámítható jövedelmet és a hosszú távú szemléletet** helyezi előtérbe a gyors profit helyett.

3.2. Az osztaléknövelés mögötti vállalati filozófia

Ahhoz, hogy egy vállalat fél évszázadon keresztül emelni tudja osztalékát, **nem elég profitot termelni** – ahhoz **stabil üzleti modellre, hatékony költségstruktúrára, diverzifikált bevételi forrásokra és fegyelmezett tőkeallokációra** van szükség.

Az osztalékkirályok jellemzően:

- **Érett szektorokban működnek**, ahol a kereslet viszonylag állandó (fogyasztási cikkek, egészségügy, közművek stb.);
- **Erős márkahűséget** és piacvezető pozíciót élveznek;

³ Balciunas (2025)

- **Konzervatív pénzügyi politikát** folytatnak: elkerülik a túlzott eladósodást;
- **Hosszú távra terveznek**, és nem áldozzák fel a jövőt rövid távú nyereségért (nem lépnek be a növekedési piacok által kínált népszerű iparágakba).

E cégek számára az osztaléknövelés szimbolikus gesztus is: jelzi a piac felé, hogy a menedzsment bízik a vállalat jövőjében. Amikor egy cég osztalékot emel, azt az üzenetet próbálja átadni a befektetőnek: „Nemcsak ma vagyunk erősek, hanem a következő években is biztosan megőrizzük nyereségességünket.”

A pénzügyi stabilitás tehát a vállalat számára bizalmi előnnyé válik, amely növeli a befektetői vonzerőt, új tőkét vonz be, és ezáltal önmagát erősítő módon járul hozzá a részvényárfolyam emelkedéséhez.

3.3. Az osztalékkirályok helye a részvénytípusi kategóriákban

Az **osztalékkirályok** egy sajátos, metszéspontban elhelyezkedő kategóriát képeznek: egyszerre **értékrészvények** és **defenzív részvények**, de egyben **osztalékalapú befektetési célpontok** is.

Befektetési típus	Kapcsolódás az osztalékkirályokhoz
Értékrészvények (value)	Az osztalékkirályok általában alacsony P/BV és P/E mutatóval rendelkeznek, stabil cash flow mellett. A befektetők „valódi értéket” látnak bennük.
Defenzív részvények	Iparáguk kereslete válságban sem zuhan össze (pl. alapfogyasztási termékek, egészségügy), ezért árfolyamuk kevésbé ingadozik.
Osztalékrészvények	Az osztalékfizetés nemcsak rendszeres, hanem évről évre növekvő. A jövedelemkomponens domináns szerepet kap a hozamban.
Buy & Hold stratégia	A hosszú távú befektetők ideális célpontjai, hiszen az idő múlásával az osztalékjövedelem egyre nagyobb részét teszi ki a teljes hozamnak.

1. táblázat Befektetési típusok kapcsolódása az osztalékkirály részvényekhez⁴

⁴ forrás: saját szerkesztés

A fenti jellemzők miatt az osztalékkirályok **különösen kedveltek az intézményi befektetők és nyugdíjalapok körében**, amelyek stabil, kiszámítható hozamot keresnek hosszú időtávra. Ugyanakkor a magánbefektetők számára is vonzó alternatívát kínálnak a bizonytalan tőzsdei időszakokban, illetve diverzifikálás, valamint kockázatkezelés során.

3.4. A válságállóság pénzügyi alapjai

Az osztalékkirályok gyakran a „tőzsde menedékei” válságidőszakban. Ennek oka több tényező kombinációjában keresendő:

1. **Stabil kereslet és árbevétel** – a termékeik (pl. tisztítószer, gyógyszerek, élelmiszerek) iránt a gazdasági visszaesések idején sem csökken jelentősen a kereslet;
2. **Konzervatív finanszírozási struktúra** – a vállalatok jellemzően alacsony eladósodottsági szinttel működnek, így kamatkörnyezet-emelkedés esetén is biztonságban maradnak;
3. **Magas tőketartalékok** – válságban is képesek fenntartani és növelni az osztalékfizetést, ami erősíti a befektetői bizalmat;
4. **Befektetői pszichológia** – az osztalékfizetés „valós pénzt” jelent a kézben, ami válság idején sokkal értékesebb, mint a pusztán árfolyamnyereség reménye.

Ezeknek a tulajdonságoknak az együttes fennállása teremti meg azt a védelmi mechanizmust, amelyet válságállóságnak tekintünk. Ez nem azt jelenti, hogy e vállalatok részvényeinek árfolyama ne szenvedne visszaesést, hanem azt, hogy a lejtmenetek jellemzően mérsékeltebbek, és a piaci sokkokat követő helyreállítás lényegesen gyorsabban megy végbe.⁵

3.5. Az osztalékkirály státusz elérésének feltételei

A vállalatnak, hogy osztalékkirály lehessen, **nemcsak hosszú életre, hanem példás következetességre** is szüksége van. Az amerikai tőkepiacon külön kategóriákba sorolják az osztalékfizető vállalatokat:

- Dividend Achievers: legalább 10 egymást követő évben növelték az osztalékot,
- Dividend Aristocrats: legalább 25 évnyi növekedést mutatnak fel,

⁵ Asness (2013)

- **Dividend Kings:** legalább 50 évnyi folyamatos osztaléknövelés.⁶

Az osztalékkirályok klubjába jelenleg **mindössze kb. 50 vállalat** tartozik. Ez mutatja, mennyire kivételes teljesítményről van szó: fél évszázad alatt több válságot, inflációs sokkot és technológiai forradalmat kellett átvészelnük úgy, hogy minden évben többet fizettek a részvényeseiknek, mint előző évben.

Ez a fajta fegyelem és következetesség a vállalati „DNS” részévé válik. **Az osztalékkirályok vezetése általában részvényesi értékorientált: a profitmegosztást és a hosszú távú stabilitást fontosabbnak tartja, mint a rövid távú spekulatív növekedést.**

3.6. Osztalékkirályok és befektetői magatartás

A befektetők számára az osztalékkirályok pszichológiai biztonságérzetet nyújtanak. Míg a növekedési részvények árfolyama gyakran extrém kilengéseket mutat, addig az osztalékkirályoknál a befektetők valós, kézzelfogható jövedelmet kapnak negyedévente, félévente vagy évente.

Ez a jelenség különösen válság idején válik fontossá: a tőzsdei árfolyamok esésekor a befektetők gyakran „menekülnek” az osztalékfizető részvényekbe – ezt a viselkedést a szakirodalom „flight-to-quality” néven ismeri. A stabil hozam, a kiszámíthatóság és a bizalom iránti igény felerősödik, amikor a piacon nő a bizonytalanság.

Nem véletlen, hogy **az osztalékkirályok kevésbé spekulatív befektetői kört vonzanak:** stabilitást előnyben részesítő nyugdíjasokat és a nyugdíjas éveikre tudatosan megtakarító befektetőket, valamint intézményi szereplőket és alapkezelőket, akik számára a kiszámíthatóság és a tartós megbízhatóság nagyobb értéket képvisel, mint a rövid távú árfolyamnyereség.

3.7. Magyar tőkepiaci párhuzamok – létezik-e hazai Osztalékkirály?

A magyar tőkepiac viszonylag fiatal és kisebb méretű, ezért természetes, hogy az „osztalékkirály” fogalom nem értelmezhető ugyanúgy, mint az amerikai piacon. A Budapesti Értéktőzsde néhány stabil osztalékfizetője – például az ANY Biztonsági Nyomda Nyrt., a MOL Nyrt. vagy a Richter Gedeon Nyrt. – képes volt hosszabb időn keresztül fenntartani osztalékfizetési politikáját, de egyikük sem rendelkezik több évtizedes, megszakítás nélküli

⁶ Smyth (2024)

osztalékemelési múlttal. Ennek oka részben a rendszerváltás utáni gazdasági átalakulás, részben a hazai tőkepiaci kultúra fejletlensége és a ciklikus gazdasági szerkezet.

A magyar befektetők körében azonban az osztalék továbbra is fontos vonzerő, különösen az értékalapú szemléletet követők számára. Az olyan vállalatok, amelyek kiszámíthatóan, stabilan fizetnek osztalékot, bizalmat építenek a hazai kisbefektetők körében is – még ha nem is képesek a nemzetközi „királyi” szintet elérni.

3.8. Összegzés – a „királyi út” tanulságai

Az osztalékkirályok a vállalati stabilitás és befektetői bizalom szimbólumai. Létük bizonyítja, hogy a tőkepiac nemcsak rövid távú spekulációról, hanem hosszú távú értékteremtésről is szólhat. **Ezek a vállalatok nem csupán pénzügyileg, hanem kulturálisan is példaképek: üzleti modelljük a türelemre, a fegyelemre és a következetességre épül – olyan értékekre, amelyek a modern, gyorsan változó gazdaságban különösen ritkák.**

Az osztalékkirályok vizsgálata tehát nemcsak pénzügyi szempontból releváns, hanem stratégiai és pszichológiai tanulságokkal is szolgál: hogyan lehet egy vállalat egyszerre nyereséges, válságálló és részvényesbarát több mint fél évszázadon keresztül?

4. Szakirodalmi áttekintés és az osztalék szerepének történeti átalakulása

Az osztalékfizetés a részvénytőkepiac működésének egyik legrégebbi és legmeghatározóbb eleme. A befektetők évtizedeken át elsősorban a vállalatok által fizetett osztalékot tekintették a részvénybefektetés legfontosabb hozamforrásának, és az osztaléknak központi szerepe volt a részvényértékelésben, a befektetői percepciók alakulásában és a portfólióépítési stratégiákban. A modern pénzügyi elméletek megjelenésével, különösen a 20. század közepétől kezdve azonban az osztalék szerepe fokozatosan átalakult: felmerült a kérdés, hogy vajon az osztalékfizetés valóban képes-e értéket teremteni a befektetők számára, vagy csupán egy olyan döntési forma, amely nem befolyásolja érdemben a vállalat értékét. E fejezet célja, hogy átfogó képet nyújtson az osztalék szerepének változásáról, a releváns szakirodalom főbb megállapításairól, valamint arról, hogyan illeszkednek az osztalékkirályok a modern befektetési gondolkodás hosszú távon fennmaradó hagyományaihoz.

4.1. Az osztalék szerepének történelmi átalakulása

A részvények történetének korai szakaszában az osztalék jelentette a befektetés elsődleges hozamát. A 19. század végéig és a 20. század első évtizedeiben a vállalatok által termelt nyereség nagy részét közvetlenül visszajuttatták a részvényeseknek. Az osztalékfizetés akkoriban a vállalatvezetés megbízhatóságának és elszámoltathatóságának egyik legfontosabb eszköze volt: a stabil, rendszeres osztalék azt jelezte a befektetők számára, hogy a vállalat működése kiszámítható, pénzügyi alapjai erősek, és képes hosszú távon is fenntartható eredményeket felmutatni.

A 20. század második felében azonban a gazdasági környezet, a vállalatfinanszírozás és a befektetői preferenciák változásai miatt az osztalékfizetés szerepe jelentős átalakuláson ment keresztül. A gazdaság szerkezete megváltozott: a gyors növekedésre képes technológiai és innovációorientált vállalatok elsősorban a nyereség visszaforgatására építettek, hogy további növekedést finanszírozzanak. Ezzel szemben a hagyományos, érett iparágakban tevékenykedő vállalatok továbbra is fenntartották osztalékfizetési politikájukat, így fokozatosan megjelent a piacon két eltérő stratégiai megközelítés: a növekedési (growth) és az értékalapú (value) befektetés.

Ezzel párhuzamosan a befektetők várakozásai is változtak. Az 1980-as évektől kezdve egyre nagyobb hangsúlyt kaptak a tőkepiaci árfolyamnyereségek, amelyek sok esetben meghaladták a rendszeres osztalékfizetésekből származó hozamot. A részvényvisszavásárlások elterjedése tovább csökkentette az osztalék központi szerepét, hiszen a vállalatok számára rugalmasabb eszközt jelentettek a részvényesi érték növelésére, kiemelten az Egyesült Államokban.

4.2. Modigliani–Miller modell

A Modigliani–Miller modell nem a vállalatok valós működéséből indult ki, hanem egy tiszta elméleti feltételrendszerre építettek, amely a tökéletes tőkepiac és a racionális befektetők feltevéseit feltételezi. A modell egyik fő következtetése, hogy az osztalékpolitika a tulajdonosi érték képződése szempontjából irreleváns: a befektetők számára mindegy, hogy a vállalat eredményes működéséből származó jövedelem osztalék formájában kerül kifizetésre, vagy az árfolyam növekedésén keresztül realizálódik az újrabefektetések révén.⁷

⁷ Fazakas (2009)

Másképpen fogalmazva: „a vállalat értékét az eszközök jövedelem-termelő képessége határozza meg, és nem az, hogy a jövedelem-termelő képesség gyümölcseit miként csomagolják szétosztás céljaira.”⁸

4.3. A Lintner modell

„Az ötvenes évek egyeduralkodó jobboldali álláspontjával szemben újszerű megközelítést alkalmazott Lintner, aki vállalatvezetőkkel készített interjú-sorozattal (Lintner [1956]) próbálta feltérképezni a befektetők viszonyulását az osztalékszinthez, illetve annak hirtelen megváltozásához. Fő következtetése, hogy a befektetők a stabil, kiegyensúlyozott osztalékfizetéseket többre értékelik az osztalékszintek váratlan kilengéseinél. Másképpen a befektetők élesebben ítélik meg a már elért osztalékszint csökkenését, mint annak emelését, az osztalékok lefelé rugalmatlanok. A szerző vállalati osztalékpolitikára vonatkozó következtetése ennek alapján az, hogy célszerűbb az osztalék-kifizetési hányadoknak egy kiegyensúlyozó szerepet szánni – az átlagos eredményszintekhez, vagy a jövőben várható eredményekhez képest rosszabb eredményű években emelni, az átlagosnál jobb években csökkenteni szükséges az osztalék-kifizetési hányadot. Az általa megfigyelt tapasztalati modell matematikai kifejezése Lintner-modellként ismert.

Lintner szerint a vállalatok gyakorlati osztalékpolitikai magatartását az alábbi tényezők befolyásolják (Marsh - Merton [1987], Brealey - Myers [2005] alapján).

- A vállalati osztalék mértékét a vállalat hosszabbtávú céljaihoz, a vállalat életszakaszához igazítják. Növekvő vállalatok alacsonyabb, érett vagy hanyatló vállalatok magasabb osztalékfizetési hányadot céloznak meg.

- A részvényesek az osztalékszint abszolút értékénél jobban figyelnek az osztalékszint relatív változására, különösen érzékenyek a már elért osztalék csökkenésére. Jelentős értékvesztést okozhat tehát a már elért növekmények visszavonása.

- A vállalat fő célja így egy hosszútávon fenntartható osztaléksorozat fizetése, ami egyrészt a növekedési lehetőségeket, másrészt a várható nyereségeket követi.

- A gyakorlatban ez az osztalékfizetési hányadok kisimitásával valósítható meg.

(...)

⁸ Jaksity (1991)

A Lintner-modell az uralkodó osztalék-maximalizációs koncepcióval szemben gyökeresen eltérő elveket vallott. Míg a jobboldali elmélet azt vallotta, hogy a biztos pénz az elsődleges, és számít ennek időértéke, addig Lintner ezzel szemben azt állította, hogy nem kell minden évben a lehető legnagyobb osztalékot kifizetni, a befektetők a jövőbeni kifizetések kevésbé volatilis sorozatát értékelik magasabbra. A gyakorlatban tesztekkel bizonyították, hogy a vállalatok valóban inkább a Lintner- modellel egyező kiegyenlítő módszert követik osztalékpolitikájukban.”⁹

Tehát Lintner 1956-os kutatása azt vizsgálta, hogyan viszonyulnak a befektetők az osztalékokhoz és azok hirtelen változásaihoz. Megállapította, hogy a befektetők stabil, kiszámítható osztalékfizetést értékelnek a legjobban, és érzékenyebbek a csökkentésre, mint az emelésre. Ezért a vállalatok számára célszerű a kiegyensúlyozott osztalékpolitika, ahol az osztalék-kifizetési hányad a hosszú távú eredményekhez és a várható nyereséghez igazodik, a gyakorlatban pedig az osztalékok kisimításával valósul meg. A Lintner-modell tehát az osztalék-maximalizálás hagyományos elvével szemben a stabilitást és a hosszú távú fenntarthatóságot helyezi előtérbe, amit a vállalatok tényleges osztalékpolitikája is alátámaszt.

4.4. Összegzés és következtetések

A szakirodalmi áttekintés és a történeti elemzés rávilágított arra, hogy az osztalék szerepe a részvénytőzsiacokon folyamatosan változott, de a hosszú távú stabilitás mindig kiemelt jelentőséggel bírt. A 19. és a 20. század első felében az osztalékfizetés elsődleges hozamforrásként szolgált, és a vállalatok megbízhatóságának, valamint pénzügyi stabilitásának legfontosabb jelzője volt. Az ipari és technológiai struktúraváltások, a növekedési vállalatok előtérbe kerülése, valamint az árfolyamnyereségek hangsúlyosabbá válása azonban átalakította az osztalék szerepét, és megjelent a növekedési és értékalapú befektetési stratégia kettőssége.

A Modigliani–Miller modell elméleti síkon mutatta, hogy a tökéletes piaci környezetben az osztalékpolitikának nincs érdemi hatása a vállalat értékére, ezzel kihívást intézve a korábbi, osztalék-maximalizáló koncepciókhoz. Ezzel szemben **Lintner empirikus vizsgálatai azt bizonyították, hogy a befektetők a stabil, kiszámítható osztalékot értékelik a legmagasabbra, és érzékenyek a csökkenésre, ezért a vállalatok hosszú távú osztalékpolitikájának alapvető célja a kiegyensúlyozottság, a fenntarthatóság és a fokozatos növelés.** A Lintner-modell a gyakorlatban is alátámasztja, hogy az osztalékok

⁹ Fazakas (2009)

kisimításával a vállalatok képesek hosszú távon fenntartható, megbízható osztaléksorozatot biztosítani, amely a befektetők bizalmát erősíti.

Összességében elmondható, hogy az osztalék nem csupán jövedelemforrás, hanem a vállalat pénzügyi fegyelmének, hosszú távú stratégiájának és befektetői kommunikációjának is fontos eleme. A Modigliani–Miller és a Lintner-modell együttes vizsgálata lehetőséget nyújt arra, hogy megértsük az elmélet és a gyakorlat közötti kapcsolatot, valamint, hogy felismerjük, miért képesek bizonyos vállalatok – az osztalékkirályok – hosszú távon is stabil, kiszámítható osztalékot nyújtani a befektetők számára. Ez a stabilitás és következetesség pedig kulcsfontosságú szempont a válságállóság vizsgálatában, amely dolgozatomban további fejezeteiben kerül részletes elemzésre.

5. Kutatási kérdések és hipotézisek - Mit akarunk megtudni?

A tőkepiac egyik legizgalmasabb sajátossága, hogy bár az árfolyammozgások pillanatnyiak és kiszámíthatatlanok, hosszú távon mégis felfedezhetők olyan mintázatok, amelyek ismétlődnek, magyarázhatók vagy legalábbis statisztikailag kimutathatók. A befektetők régóta keresik azokat a vállalatokat és stratégiákat, amelyek képesek tartósan felülteljesíteni a piacot, illetve ellenállni a válságoknak. Az osztalékkirályok vizsgálata pontosan ebbe a kutatási hagyományba illeszkedik.

Az osztalékkirályok fogalma mögött az a feltételezés áll, hogy az évtizedeken át tartó osztaléknövelés nem csupán vállalati büszkeség, hanem a pénzügyi stabilitás és a vállalatirányítás minőségének tükröje. Az a cég, amely 50 éven keresztül évről évre képes növelni osztalékát - miközben a világ több válságon, inflációs időszakon és piaci buborékon ment keresztül - vélhetően olyan üzleti modellre és pénzügyi kultúrára épít, amely válságállóbb az átlagnál.

De vajon tényleg így van? Ez a dolgozat egyik legfontosabb kérdése.

5.1. Királyi védelem, vagy csak szép mese?

A dolgozat elsődleges célja annak feltárása, hogy az osztalékkirályok ténylegesen ellenállóbbak-e a válságok idején, mint a tőkepiac egésze. A „válságállóság” ugyanakkor sokrétű fogalom, amelyet több dimenzióban is érdemes vizsgálni:

- CAGR – összetett éves növekedési ráta értékében,
- az árfolyam-ingadozás (volatilitás) mértékében,
- a visszaesés mélységében (maximum drawdown),
- Sharpe-ráta – kockázattal korrigált hozam értékében.

A fő kutatási kérdés tehát így fogalmazható meg:

K1: Az osztalékkirályok valóban válságállóbbak-e, mint a piaci átlag, vagy csupán a befektetői percepció teszi őket annak?

Ez a kérdés adja a dolgozat központi irányát, amely két egymáshoz kapcsolódó al-kérdésre bontható. Ezek az al-kérdések lehetővé teszik a vizsgált jelenség mélyebb és strukturáltabb feltárását

5.2. Válságállóság: legenda vagy valóság?

A válságállóság kérdése a modern portfólióelmélet egyik központi témája. Az elmélet szerint a diverzifikáció csökkenti a kockázatot, de a piaci sokkok idején a korrelációk gyakran összeomlanak, és minden eszköz egyszerre esik. Mégis, bizonyos típusú részvények – különösen a defenzív szektorok (fogyasztási cikkek, egészségügy, közművek) – gyakran jobban vészelik át ezeket az időszakokat.

Az osztalékkirályok között számos ilyen vállalat található, ami felveti a kérdést: vajon a „válságállóságuk” abból ered, hogy defenzív szektorokban tevékenykednek, vagy ténylegesen a pénzügyi fegyelem és a tőkestruktúra konzervativizmusa teszi őket különlegessé?

A kutatás ezt a kérdést kvantitatív módon közelíti meg, több válságperiódus (pl. 2001–2002, 2007–2009, 2020, 2022-2023) adatait vizsgálva.

Az ehhez kapcsolódó második kutatási kérdés:

K2: Az osztalékkirályok mutatói válságidőszakokban kimutathatóan kedvezőbbek-e az S&P 500 indexéhez képest?

Ha ez a feltételezés igaz, akkor az osztalékkirályok valóban defenzív eszköznek tekinthetők, amelyeket a befektetők joggal választanak „menedékként”.

5.3. Hosszú távú teljesítményvizsgálat

A befektetési stratégiák értékelésének egyik legfontosabb szempontja, hogy azok hosszú távon képesek-e felülteljesíteni a széles piaci átlagot. Az osztalékkirályok csoportja a stabilitás, a magas osztalékfizetési fegyelem és a tartós vállalati növekedés miatt gyakran olyan portfólióként jelenik meg a szakirodalomban, amely potenciálisan versenyképes alternatívát kínál a nagy, diverzifikált indexekhez képest.

E kérdés arra összpontosít, hogy az osztalékkirályok – mint következetesen osztalékot emelő vállalatok – hosszú távon képesek-e magasabb hozamot biztosítani, mint az S&P 500 index. A vizsgálat célja nem az, hogy valamely piaci anomáliát azonosítson, hanem hogy empirikus bizonyítékok alapján értékelje: vajon e vállalatok stabilitása, osztalékfizetési fegyelme és üzleti modellje elegendő-e ahhoz, hogy hosszú távon felülteljesítést érjenek el a piac egészéhez viszonyítva.

Ennek megfelelően a dolgozat harmadik kutatási kérdése a következőképpen fogalmazható meg:

K3: Az osztalékkirályok portfóliója hosszú távon felülteljesíti-e az S&P 500 indexet, és a megfigyelhető különbség milyen mértékű hozamtöbbletet jelent a befektetők számára?

5.4. Miért érdemes ezeket vizsgálni?

A kutatási kérdések vizsgálata több szempontból is indokolt, és messze túlmutat a pusztán elméleti érdeklődésen. Egyrészt a modern tőkepiac működése egyre inkább olyan környezetet teremt, ahol a befektetők folyamatosan bizonytalansággal szembesülnek. A globális piacokat az elmúlt évtizedekben sorozatos sokkok jellemezték – pénzügyi válságok, geopolitikai feszültségek, világjárványok, ellátási láncok sérülése –, amelyek mind hozzájárultak ahhoz, hogy az átlagos befektető érzékenyebbé váljon a kockázatokra és a portfóliók stabilitására. Ennek következtében az olyan befektetési kategóriák, amelyek képesek bizonyos fokú védelmet nyújtani turbulens időszakokban, felértékelődtek a szakirodalomban és a gyakorlatban egyaránt.

Az osztalékkirályok vizsgálata ebből a szempontból kiemelten fontos, mivel ezek a vállalatok hosszú távon is képesek voltak növelni osztalékaikat, ami már önmagában a stabil pénzügyi teljesítmény egyik legerősebb indikátora. A kérdés az, hogy ez a stabilitás válsághelyzetekben is megmutatkozik-e, vagy csupán egy hosszú gazdasági konjunktúra eredménye. Ez a probléma

nemcsak akadémiai szempontból releváns, hanem gyakorlati kérdés is a befektetők számára: vajon az osztalékkirályok valóban képesek-e olyan „védőhálót” biztosítani, amely mérsékeli a portfóliók visszaesését és hozzájárul a hosszú távon fenntartható hozamhoz?

A vizsgálat további jelentősége abban rejlik, hogy az osztalékkirályok sok esetben defenzív szektorokhoz tartoznak (például fogyasztási cikkek, egészségügy, alapvető szolgáltatók), ahol a kereslet viszonylag kevésbé érzékeny az üzleti ciklusokra. Ennek ellenére a defenzív jelleg önmagában nem garantálja a válságállóságot, így érdemes empirikusan megvizsgálni, hogy valóban kimutatható-e a különbség más befektetési kategóriákhoz vagy éppen a széles piaci indexekhez képest. A kockázati és hozammutatók (CAGR, volatilitás, drawdown, Sharpe-ráta) segítségével objektív képet kaphatunk arról, mennyire tekinthetők ezek a vállalatok stabilitási pilléreknek a piaci zűrzavarok idején.

Tudományos szempontból a kutatás hozzájárulhat a befektetési elméletek továbbfejlesztéséhez is. A modern portfólióelmélet – különösen a hatékony piacok hipotézise – szerint a piacok gyorsan és torzításmentesen árazzák az információt, ami megkérdőjelezi, hogy bizonyos vállalatcsoportok tartósan jobban teljesíthetnek a piaci átlagnál. Ha azonban az osztalékkirályok esetében kimutatható hosszú távú vagy válságidőszakokban jelentkező felülteljesítés vagy alacsonyabb kockázati profil, az éppen a piaci hatékonyság korlátjaira mutathat rá. Ebben az értelemben a vizsgálat tudományos értéke abban áll, hogy empirikus bizonyítékot nyújthat olyan befektetési anomáliák létezésére, amelyek a hagyományos elméletek alapján nem lennének magyarázhatók.

Gyakorlati oldalról a téma vizsgálata különösen releváns a hosszú távú befektetők, nyugdíjalapok, intézményi szereplők és értékalapú befektetők számára. A stabil, fenntartható osztaléknövekedés azon kevés tényező egyike, amely egyszerre szolgálja a kockázatcsökkentést és a hozamoptimalizálást. Amennyiben a kutatás eredményei alátámasztják, hogy az osztalékkirályok válságállóbbak a piac egészénél, az erős érv lehet mellett, hogy ezek a vállalatok kiemelt szerepet kapjanak egy hosszú távú, kiegyensúlyozott befektetési portfólióban.

Összességében tehát a kutatási kérdések vizsgálata egyszerre járul hozzá a tudományos diskurzus bővítéséhez, a befektetési gyakorlat fejlődéséhez és a befektetői döntéstámogatás minőségének javításához. A téma aktualitása, gyakorlati haszna és elméleti relevanciája

együttesen indokolja, hogy egy mélyebb elemzés tárgyává tegyem az osztalékkirályok válságállóságát és befektetői szerepét.

5.5. A kutatási kérdések szerepe a módszertanban

A világos és jól strukturált kutatási kérdések nélkül a vizsgálat könnyen elveszhetne a tőkepiaci adatok rengetegében. A kérdések kijelölik a vizsgálat irányát, meghatározzák a módszertant, és biztosítják, hogy a hipotézisek tesztelése célzott és mérhető legyen. A kutatási kérdések tehát nem pusztán formai követelmények, hanem a tudományos gondolkodás alapjai.

A dolgozat következő fejezete – a módszertan – részletesen bemutatja, miként kerülnek ezek a kérdések empirikus vizsgálat alá, milyen adatforrásokat, mutatókat és statisztikai módszereket alkalmaztam a kutatás során annak érdekében, hogy választ adjak a fenti dilemmákra.

6. A számok birodalma: hogyan vizsgáljuk a királyokat?

A kutatás empirikus része a kvantitatív módszertanra épül, amely lehetővé teszi az objektív összehasonlítást az osztalékkirályok és a szélesebb piaci indexek, elsősorban az S&P 500 teljesítménye között. Ebben a fejezetben bemutatom az alkalmazott módszereket, adatforrásokat, a vizsgált időszakokat, valamint azokat a mutatókat, amelyek segítségével a „válságállóság” mérhetővé válik.

6.1. Miért kvantitatív megközelítés? – A számok ereje az érzelmek helyett

A pénzügyi piacokat gyakran a pszichológiai tényezők, a tömegpszichózis és a piaci hangulat mozgatja, azonban a kutatási célom az, hogy az érzelmeket hátrahagyva a számok objektív világában vizsgáljam meg a kérdést: valóban válságállóak-e az osztalékkirályok?

A kvantitatív módszertan lehetővé teszi, hogy az érzelmi torzításokat kizárjam, és historikus adatok alapján, reprodukálható módon vonjak le következtetéseket. Szemben a kvalitatív megközelítéssel – például interjúk vagy esettanulmányok elemzésével – a kvantitatív elemzés előnye, hogy nagymintás adatokkal dolgozik, időbeli összehasonlításra képes, és a válságok során mutatott teljesítményt számszerűsíti.

A választott módszer célja tehát az, hogy az osztalékkirályok „válságállóságát” konkrét, mérhető pénzügyi mutatókkal (CAGR, volatilitás, maximális visszaesés, Sharpe-ráta) értékeljem, és összevegyem az S&P 500 teljesítményével a különböző válságidőszakokban.

6.2. Adatvadászat

A vizsgálatban szereplő részvények és az S&P 500 ETF szükséges árfolyamadatait a **Stock Analysis**¹⁰ adatbázisából gyűjtöttem össze, amely megbízható forrásként szolgált kutatásomban. A Stock Analysis előnye, hogy:

- napi és havi szintű historikus árfolyamokat biztosít (záróárakat és adjusted záróárakat egyaránt);
- könnyen exportálható CSV-formátumba, amely alkalmas a statisztikai feldolgozásra, melyet Excel-ben végeztem.

Az adatbázisomat a „**dividend.com**” **Dividend Kings listája**¹¹ szerint állítottam össze, mely 51 olyan céget tartalmaz, amelyek legalább 50 egymást követő évben növelték osztalékukat.

A Dividend Kings lista hitelességét a **Yahoo Finance**¹² oldalán ellenőriztem, mivel a Yahoo Finance rendelkezik megbízható historikus osztalékfizetési adatokkal.

A dolgozatban szükség volt a kockázatmentes hozam meghatározására. Ennek alapjául a 3 hónapos amerikai diszkontkincstárjegy historikus napi hozamadatai szolgáltak, amelyeket a **FRED**¹³ adatbázisából töltöttem le.

Mi az a kockázatmentes hozam?

A kockázatmentes hozam olyan elméleti és gyakorlati referenciaérték, amely azt a minimális hozamszintet fejezi ki, amelyet egy befektető minden kockázat vállalása nélkül elérhet. A fogalom alapja, hogy léteznek olyan pénzügyi instrumentumok – jellemzően rövid lejáratú állampapírok –, amelyeknél a nemteljesítés valószínűsége elhanyagolhatóan kicsi, a hozam pedig előre ismert. A pénzügyi modellekben, például a Sharpe-ráta, a CAPM vagy a portfólióelmélet alkalmazásakor a kockázatmentes hozam

¹⁰ <https://stockanalysis.com/>

¹¹ <https://www.dividend.com/dividend-kings/>

¹² <https://finance.yahoo.com>

¹³ <https://fred.stlouisfed.org/series/DTB3>

kiindulópontként szolgál, amelyhez viszonyítva határozható meg egy befektetés többlethozama és kockázati prémiuma. A gyakorlatban a kockázatmentes hozam meghatározásához leggyakrabban a rövid lejáratú állampapírok, azon belül is az amerikai 3 hónapos diszkontkincstárjegy (U.S. Treasury Bill) hozamát tekintik irányadó értéknek, mivel az Egyesült Államok államadósságának nemteljesítési kockázata a globális pénzügyi rendszerben a legalacsonyabbak közé tartozik.¹⁴

Az adatbázisomat és annak összeállítását dolgozatom egy későbbi fejezetében részletesen bemutatom.

6.3. Válságidőszakok nagyító alatt – dotcomtól az inflációs sokkig

A kutatás során négy jelentős válságidőszakot vizsgállok, amelyek különböző gazdasági és pénzügyi sokkokat idéztek elő:

Válság	Időszak	Fő ok	Piaci reakció
Dotcom-lufi	2001– 2002	technológiai túlértékeltség	S&P 500 ~-49%
Globális pénzügyi válság	2007– 2009	jelzálogpiaci összeomlás	S&P 500 ~-56%
COVID-19 válság	2020	pandémia, lezárások	S&P 500 ~-34% (gyors felépülés)
Inflációs-sokk és kamatemelési ciklus	2022– 2023	FED kamatemelések, geopolitikai feszültségek	S&P 500 ~-25%

2. táblázat A kutatásban szereplő válságok időszakai, okai és piaci reakciói¹⁵

A válságidőszakokat megelőző és követő 1-1 éves szakaszokat is elemzem, hogy ne csupán az összeomlás, hanem a felépülési képesség is mérhető legyen.

A válságidőszakokat és a piacra gyakorolt hatásaikat dolgozatom egy későbbi fejezetében részletesen ismertetem.

¹⁴Bodie, Kane, Marcus (2014)

¹⁵ forrás: saját szerkesztés

6.4. A vizsgálathoz alkalmazott teljesítménymutatók bemutatása

Az osztalékkirályokból összeállított portfólió és az S&P 500 index összehasonlítása csak egységes, konzisztens és a pénzügyekben széles körben elfogadott teljesítménymutatók alkalmazásával végezhető el. A hozamok, kockázati jellemzők és kockázattal korrigált teljesítmények összevetése lehetővé teszi, hogy megállapítható legyen: az osztalékfizető, stabil vállalatokból álló portfólió mennyiben viselkedik másként, mint a széles piaci index hosszabb távon és különböző válságidőszakokban. Jelen alfejezetben részletesen bemutatom a vizsgált kulcsmutatókat – a CAGR-t, a volatilitást és a szórást, a maximális visszaesést (Maximum Drawdown), valamint a Sharpe-rátát –, továbbá kitérek arra is, miért különösen releváns ezek vizsgálata a kiválasztott válságévekben.

6.4.1. CAGR – összetett éves növekedési ráta

A **CAGR** (Compound Annual Growth Rate) az egyik leggyakrabban alkalmazott mutató a befektetések hosszú távú teljesítményének jellemzésére. A mutató azt fejezi ki, hogy egy adott időszakban **a befektetés mekkora átlagos éves hozamot ért volna el akkor, ha a növekedése minden évben egyenletes lett volna**. A CAGR a hozamsor simításával segít összehasonlítani eltérő volatilitású befektetéseket, és jól mutatja egy portfólió hosszú távú teljesítményét.¹⁶

A számítás menete: a CAGR meghatározásához a befektetési időszak végén mért portfólióértéket elosztottam a befektetési időszak kezdeti értékével. A kapott hányadost az időszak években kifejezett hosszának reciprokával (1/év) hatványoztam, majd az eredményből 1-et kivontam. Az így előálló érték adja a vizsgált időszak átlagos éves hozamát.

A CAGR különösen alkalmas a vizsgált idősorok összevetésére, mivel kiszűri a rövid távú ingadozásokat, és az osztalékkirály-alap stabilitását alkalmas bemutatni.

6.4.2. Volatilitás és szórás

A **volatilitás** a befektetés kockázatának egyik legalapvetőbb mérőszáma. A volatilitás – mint kockázati mutató – az árfolyam ingadozás mértékét fejezi ki: minél nagyobb az árfolyamkilengés, annál magasabb a kockázat. A volatilitás historikus mérésére leggyakrabban a hozamok szórását (standard deviation) használjuk, amely megmutatja, hogy a hozamok mennyire szóródnak az átlag körül. Ez lehetővé teszi, hogy azonos vagy hasonló hozam mellett

¹⁶ Elemzőközpont (2022)

különböző kockázatú befektetéseket is összehasonlítsunk. A volatilitás jelentősége abban áll, hogy **megmutatja, milyen kockázatot kellett vállalnia a befektetőnek a hozamok eléréséért**. Osztalékalapú portfólióknál gyakran alacsonyabb volatilitás figyelhető meg, ami válságidőszakokban különösen értékes.¹⁷

A számítás módja: a volatilitás meghatározásához először minden kereskedési napra kiszámítottam a napi hozamot százalékos formában. Ezt követően a napi hozamok szórását vettem, majd az értéket évesítettem a szakirodalomban elfogadott módszer szerint, vagyis a szórást megszoroztam a 252 kereskedési nap négyzetgyökével.

6.4.3. Maximális visszaesés (Maximum Drawdown)

A **maximális visszaesés** a portfólió értékének legnagyobb csökkenése csúcstól mélypontig a vizsgált időszakban. Ez a mutató a veszteségek mélységét és a portfólió ellenállóképességét méri. A maximum drawdown különösen fontos a befektetők szempontjából, mert rávilágít arra, **mennyire súlyos ideiglenes veszteséget kellett volna elviselniük** – ami a viselkedési pénzügyek szerint meghatározza a befektetői kitartást.¹⁸

A számítás menete: a maximális visszaesés meghatározásához az egyes kereskedési napokra kiszámítottam, hogy az adott napon mért árfolyam milyen mértékben maradt el a vizsgált időszak addigi legmagasabb árfolyamától, százalékos formában kifejezve. Ezt követően az így kapott sorból azonosítottam a legnagyobb negatív eltérést, amely a portfólió maximális visszaesésének értékét adja.

Ez az egyik legfontosabb mutató a válságidőszakok elemzésében: jól mutatja, hogy a portfólió mennyire volt sérülékeny a sokkokkal szemben.

6.4.4. Sharpe-ráta – kockázattal korrigált hozam

A **Sharpe-ráta** William F. Sharpe nevéhez köthető, és azt mutatja meg, hogy a portfólió **mekkora többlethozamot ért el az egységnyi kockázatra vetítve a kockázatmentes hozam felett**. A mutató a portfólió teljesítményének egyik legfontosabb összehasonlító mérőszáma,

¹⁷ Elemzőközpont (2025a)

¹⁸ Elemzőközpont (2023)

amely segítségével megállapítható, hogy a vizsgált hozamért „megérte-e” a vállalt magasabb kockázat.¹⁹

Számítás menete: a Sharpe-ráta kiszámításához először meg kellett határoznom a kockázatmentes hozam nagyságát. Ennek alapjául az amerikai 3 hónapos diszkontkincstárjegy szolgált. A mutató meghatározásához a 2000. január 1. és 2024. december 31. közötti időszak napi hozamadatait gyűjtöttem össze, majd ezen idősor átlagát vettem. Az így kapott érték 1,8% lett, amelyet a teljes empirikus elemzés során kockázatmentes hozamként alkalmaztam. Ezt követően az adott időszakra számított CAGR-értékből levontam a kockázatmentes hozamot, majd az így kapott többlethozamot elosztottam a portfólió volatilitásával, amely a Sharpe-ráta értékét adta.

A mutató különösen releváns olyan portfóliók esetén, amelyek stabil, osztalékalapú stratégiát követnek, mivel ezekben a kockázat-hozam arány gyakran kedvezőbb, mint a széles piacon.

6.4.5. Válságidőszakok elemzése

A kiválasztott válságévek – 2001-2002, 2007–2009, 2020 és 2022-2023 – külön vizsgálata lehetővé teszi, hogy a portfólió viselkedését extrém piaci környezetben is értékeljem. A válságok alatt a fenti mutatók különösen informatívak:

- CAGR azt mutatja meg, hogy a részvény – a piaci visszaesések ellenére – milyen ütemben volt képes átlagosan növekedni vagy éppenséggel zsugorodni, vagyis mennyire tudta megőrizni értékét tartós stresszhelyzetben.
- Volatilitás és szórás a megnövekedett bizonytalanságot jelzi.
- Maximum drawdown adja a válságok mélységének legjobb mérőszámát.
- Sharpe-ráta pedig megmutatja, hogy a portfólió mennyire tudott stabil, kockázatarányos eredményt felmutatni a kiélezett piaci helyzetben.

A válságelemzés így kettős célt szolgál: egyrészt empirikus összehasonlítást ad a Dividend Kings részvénykosár és az S&P 500 között, másrészt bemutatja, hogy az osztalékkirályok valóban képesek-e mérsékelni a piaci visszaeséseket és növelni a portfólió stabilitását.

¹⁹ Elemzőközpont (2025b)

6.5. Kontrollcsoport: mert kell valamihez hasonlítani

A kutatás során az osztalékkirályokat egy kontrollcsoporthoz, az S&P 500 indexhez hasonlítom. Ennek indoka, hogy az S&P 500 az amerikai részvénytőzsdén legátfogóbb reprezentánsa, amely 500 nagy kapitalizációjú vállalat teljesítményét méri. Az indexet gyakran tekintik „piaci etalonnak”, így kiváló referencia az osztalékkirályok válság alatti viselkedésének megértéséhez. **A kontrollcsoport reprezentálásához egy S&P 500 ETF-et használtam** (nevezetesen a SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY)-t).

Mi az az ETF?

Az ETF (Exchange-Traded Fund), magyarul tőzsdén kereskedett alap, olyan kollektív befektetési forma, amely egy hagyományos befektetési alap és egy részvény tulajdonságait egyesíti. Az ETF-ek jellemzően egy meghatározott index – például részvény-, kötvény-, áru- vagy faktoralapú index – hozamát igyekeznek minél pontosabban lekövetni. Az alap eszközállománya ennek megfelelően a követett index összetételéhez igazodik. Az ETF-ek legfontosabb jellemzője, hogy a tőzsdéken valós időben, a kereskedési nap során folyamatosan adhatóak-vehetőek, ugyanúgy, mint az egyedi részvények. Ez jelentős likviditást, átláthatóságot és rugalmasságot biztosít a befektetők számára. Emellett – passzív befektetési struktúrájukból adódóan – általában alacsonyabb költségzinttel működnek, mint az aktívan kezelt befektetési alapok.²⁰

A kontrollcsoport elemzése segít meghatározni, hogy az osztalékkirályok ténylegesen túlteljesítik-e a piacot válság idején, vagy csupán azonos trendeket követnek kisebb kilengésekkel.

6.6. Összegzés: a módszertani keret előnyei és korlátai

A kvantitatív módszertan egyik legnagyobb erőssége, hogy lehetővé teszi az adatvezérelt, objektív és reprodukálható elemzést. A hosszú idősorokra épülő adatok segítségével a válságidőszakok hatása pontosan mérhető, és a különböző portfóliók teljesítménye egzakt módon összehasonlítható.

A megközelítés ugyanakkor szükségszerű korlátokkal rendelkezik: a kvantitatív mutatók a múltbeli árfolyammozgásokra épülnek, ezért a piaci folyamatokat sokszor érdemben

²⁰ Ben_David (2018)

befolyásoló viselkedési és pszichológiai tényezőket – például a befektetői hangulatot, a kockázatérzékelést vagy a narratívákat – csak korlátozottan képesek tükrözni. E tényezők mérhetősége és modellezhetősége meghaladja jelen dolgozat kereteit, ugyanakkor fontos tudatosítani, hogy a kvantitatív eredmények értelmezése során a mutatók a valóság leegyszerűsített reprezentációi.

A módszertani korlátok tehát nem kerülnek külön beépítésre az elemzés során, azonban az olvasónak érdemes szem előtt tartania őket a kutatási eredmények értékelésekor.

7. Az adatbázis bemutatása

7.1. Az adatbázis összeállításának célja és elvei

A dolgozat gyakorlati részének alapját egy olyan, kiválasztott vállalati kör adja, amely évtizedeken át bizonyított pénzügyi fegyelméről, eredménytermelő képességéről és osztalékfizetési stabilitásáról ismert. E kör a szakirodalomban Dividend Kings néven ismert, ami azokat az amerikai vállalatokat jelöli, amelyek legalább 50 egymást követő évben minden esztendőben növelni tudták részvényenkénti osztalékukat. Ez a teljesítmény rendkívül ritka, és alapvetően olyan vállalatokat találunk közöttük, amelyek hosszú távú, fenntartható, ciklusokon átívelő üzleti modelljeikkel kiemelkednek szektortársaik közül.

A vizsgálat célja annak feltárása, hogy ez a „válságálló” tartott vállalati kör valóban képes-e stabilabb teljesítményre és kisebb leértékelődésre válságidőszakokban, mint a szélesen diverzifikált amerikai részvénytőkepiac, azaz az S&P 500 index. Ehhez elengedhetetlen volt egy olyan adatbázis létrehozása, amely az osztalékkirály csoport teljes vállalati körét tartalmazza, kiegészítve a szektor- és iparági besorolásokkal. **Az adatbázisomat a „dividend.com” összeállítása szerint állítottam össze, mely 51 céget tartalmaz.**

Az ezen listán szereplő AbbVie Inc. és Abbott Laboratories (továbbiakban: Abbott) nevezetű cégeket adatbázisomba nem építettem bele. A vállalatok a szakemberek szerint megfelelnek az osztalékkirályok feltételeinek, de az AbbVie Inc cég önállóan csak 2013 óta létezik, ekkor vált ki az Abbott-ból²¹. Az AbbVie folytatta az Abbott által elkezdett folyamatos osztaléknövelést,

²¹ forrás: <https://finance.yahoo.com/news/favorite-dividend-king-buy-november-123000712.html>, megtekintés ideje: 2025.11.15.

de ez a fajta átalakulás sajnos nem tette lehetővé, hogy bármelyik cég árfolyamát megbízhatóan vizsgáljam kutatásom során.

Továbbá, a Canadian Utilities Limited (OTC ticker: CDUAF, kanadai tőzsdei ticker: CU) vállalatot sem vettem figyelembe kutatásom során, mivel a vállalatot a kanadai tőzsdén jegyzik kanadai dollárban. Kutatásom végén nem kaptam volna megbízható végeredményt, ha különböző devizanemekben jegyzett vállalatokat vizsgáltam volna, továbbá a kereskedési napok eltérhetnek az amerikai és a kanadai tőzsdén. A vállalatnak van elérhető árfolyamjegyzése dollárban 2012-től, de ez az általam vizsgált időtávot sem fedi le, továbbá ez a jegyzés OTC piaci adatokat tartalmaz, így ez sem tekinthető megbízható és releváns árfolyamnak a cég esetében. Az OTC piac (Over-The-Counter, magyarul tőzsdén kívüli piac) olyan kereskedési rendszer, ahol az értékpapírok nem egy központi tőzsdén, hanem közvetlenül a felek között, brókercégeken vagy kereskedési hálózatokon keresztül cserélnek gazdát.²² Tehát ezt a **három vállalatot kiszűrtem az adatbázisomból.**

Az adatbázis összeállítása után megvizsgáltam a lista helyességét, tehát hogy a vállalatok ténylegesen növelték-e az éves osztalékukat az elmúlt 50 évben. A vizsgálatot a Yahoo Finance adatai alapján végeztem el. A vizsgálat során megállapítottam, hogy a McDonald's Corporation (MCD) nem felel meg teljes mértékben az osztalékkirályok kritériumainak, mivel a vállalat osztaléknövelési sorozata jelenleg 49 évre tekint vissza, így egy évvel elmarad az elvárt 50 évtől. Tekintettel azonban arra, hogy a társaság hosszú távú, következetes osztalékpolitikája alapján nagy valószínűséggel a jövőben is folytatni fogja az osztalék emelését, a dolgozatban feltételesen mégis e kategóriába soroltam, és nem távolítottam el az adatbázisból. Ezt leszámítva az összes többi vállalat maradéktalanul megfelelt a kritériumoknak. **A felépített adatbázis végül 48 amerikai nagyvállalatot tartalmazott,** többek között az alábbi szektorokból olyan nagy hírnévnek örvendő vállalatokat, mint:

- Fogyasztási cikkek (Consumer Defensive) – például: The Coca-Cola Company (KO), PepsiCo Inc (PEP), The Procter & Gamble Company (PG), Colgate-Palmolive Company (CL),
- Egészségügy (Healthcare) – Johnson & Johnson (JNJ), Becton, Dickinson and Company (BDX),

²² forrás: <https://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>, megtekintés ideje: 2025.11.25.

- Ipar (Industrials) – Illinois Tool Works Inc. (ITW), Emerson Electric Co (EMR), Parker-Hannifin Corporation (PH),
- Közműszolgáltatók (Utilities) – American States Water Company (AWR), Consolidated Edison Inc (ED), MGE Energy Inc (MGEE),
- Alapanyagok (Basic Materials) – Air Products and Chemicals Inc. (APD), Nucor Corporation (NUE), RPM International Inc (RPM),
- Pénzügyi szolgáltatások (Financial Services) – Cincinnati Financial Corporation (CINF), Commerce Bancshares Inc. (CBSH), RLI Corp. (RLI),
- Ingatlan (Real Estate) – Federal Realty Investment Trust (FRT),
- Energia (Energy) – National Fuel Gas Company (NFG).

A vállalatok teljes listája a dolgozat 1. mellékletében részletesen megtekinthető.

7.2. Az összehasonlítás alapja: az S&P 500 index, mint benchmark

Az amerikai részvénytőzsiák teljesítményének egyik legszélesebb körben alkalmazott mérőszáma az S&P 500 index, amely az Egyesült Államok 500 legnagyobb tőzsdei vállalatának kapitalizációval súlyozott kosarát foglalja magában. Az index az amerikai gazdaság legjelentősebb ágazatait reprezentálja, és a tőkepiac egészének „átlagos” teljesítményét mutatja.

A dolgozatban az összehasonlításhoz nem közvetlenül az index elméleti értékét, hanem egy **S&P 500 indexkövető ETF** teljesítményét alkalmazom. Ennek több módszertani indoka is van:

- **Széles diverzifikáció** – Az ETF ugyanúgy több száz vállalatot foglal magába különböző iparágakból, mint maga az index.
- **Követi a kapitalizáció alapú súlyozást** – Az ETF az indexszel azonos súlyozási elvet alkalmaz, így tükrözi a nagyvállalatok piaci dominanciáját.
- **Nemzetközi sztenderd** – A szakirodalom és a gyakorlati befektetési elemzések egyaránt az S&P 500-at tekintik az amerikai részvénytőzsiák alapvető benchmarkjának.
- **Megbízható adatbázis és total return elérhetőség** – Az ETF-ek esetében a hozamok, osztalékok és árfolyam adatok könnyen hozzáférhetők, reprodukálhatók és egységes formátumban használhatók.

Tekintettel arra, hogy az osztalékkirályok vállalati köre szintén amerikai nagy- és közepes kapitalizációjú társaságokat foglal magába, az S&P 500 ETF benchmarkként való alkalmazása módszertanilag megalapozott és indokolt.

7.3. Az alkalmazott portfólióképzési módszer: Equal-Weighted Portfolio

7.3.1. A módszer lényege

Az összehasonlítás alapját egy olyan portfólió adja, amely az adatbázisban szereplő vállalatokból egyenlő súllyal épül fel (equal-weight). Ez azt jelenti, hogy a vizsgálat indulásakor – T⁰ időpontban (2000. január 1.) – mindegyik vállalat azonos arányban járul hozzá a portfólió egészéhez, függetlenül piaci kapitalizációjától vagy részvényárfolyamától. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy a portfólió induló értéke: ~1000 dollár (pontosan 999,984 dollár). Ezt az 1000 dollárt egyenlő arányban osztottam szét az általam összeállított „Dividend Kings kosár” 48 vállalata között:

$$1000 \text{ dolláros összesített érték} / 48 \text{ db részvény} = 20,833 \text{ dollár/részvény.}$$

Ezt követően minden egyes vállalat teljesítményét, árfolyammozgásait időben nyomon követtem, és ezek összegéből kialakult a portfólió értékének időbeli alakulása. **A portfóliót a vizsgált időszakban nem súlyoztam újra.** Ez azért fontos, mert így a portfólió valóban azt mutatja meg, hogy egy befektető hogyan járt volna, ha egyszer összeállít egy Dividend Kings portfóliót, majd azt buy-and-hold stratégiával tartja.

A vizsgálat kiindulópontjának **egységesítése érdekében az S&P 500 ETF értékét a portfólióképzés kezdeti időpontjában 1000 dolláros bázisértékre skáláztam.** Ennek célja az volt, hogy a benchmark index időbeli alakulása közvetlenül összevethető legyen az általam kialakított, 1000 dolláros kiinduló értékkel rendelkező egyenlő súlyozású portfólió dinamikájával. A módszertan lényege, hogy az S&P 500 árfolyamának minden további változása ehhez az 1000 dolláros bázishoz viszonyítva került lekövetésre, így az „index” értéke a vizsgálati időszak során kizárólag saját relatív növekedését vagy csökkenését tükrözi. **Ez a normalizálási eljárás lehetővé teszi, hogy a két, eltérő szerkezetű portfólió teljesítményét egy közös skálán elemezzem, és az időbeli árfolyamgörbék összehasonlítása módszertanilag konzisztens és torzításmentes legyen.**

7.3.2. Miért az equal-weight megoldást választottam?

Az equal-weight módszer használata több szempontból is indokolt volt:

1. A Dividend Kings kör koncepciója nem kapitalizációhoz kötődik

A „királyi” státusz nem a vállalat méretéből vagy piaci súlyából következik, hanem az osztalékfizetés fegyelméből és stabilitásából. A kapitalizáció alapú súlyozás torzítaná az eredményt, mivel a legnagyobb vállalatok – például a Johnson & Johnson vagy a Procter & Gamble Company – aránytalanul dominálnák a portfóliót.

2. Akadémiai kutatásokban bevett gyakorlat

A faktorvizsgálat, válságállóság és anomálielemzés területén az equal-weight használata sztenderd megoldás. A nagyvállalati dominancia elkerülése érdekében az egyenlő súlyozás tisztább képet ad az adott vállalati kör „kollektív” teljesítményéről.

3. A válságállóság vizsgálata így értelmezhetőbb

A válságállóság megítélése szempontjából fontos, hogy a portfólió ne egyetlen vállalat sajátos teljesítményét tükrözze, hanem az osztalékkirályok teljes csoportjának átlagos reakcióját. Ennek érdekében a portfóliót induláskor equal-weight módon állítottam össze, vagyis minden vállalat azonos súlyt kapott. A későbbi időszakokban – újrásúlyozás hiányában – a portfólió összetétele a részvényárfolyamok alakulásának megfelelően természetes módon módosult. Ez a megközelítés lehetővé teszi, hogy a válságok hatásait a csoport kollektív teljesítménye alapján értékeljem, nem pedig egyes kiugró vállalati eredmények torzító hatása alapján. A módszer így kiegyensúlyozottabb és valósághűbb képet ad az osztalékkirályok válságidőszakokban mutatott viselkedéséről.

4. Az S&P 500-hoz való összehasonlíthatóság biztosítása

Az equal-weight portfólió teljesítményének összevetése egy kapitalizációval súlyozott piaci indexszel – jelen esetben az S&P 500-zal – módszertanilag széles körben elfogadott eljárás a pénzügyi empirikus kutatásokban. Bár **a két konstrukció eltérő logika alapján épül fel, a vizsgálat szempontjából éppen ez a különbség biztosítja az elemzés értelmét és hozzáadott értékét.** Az S&P 500 a tág értelemben vett amerikai részvénytőkepiac reprezentálása, egyben egy kapitalizációval súlyozott „market portfolio”, amelyben a vállalatok méretüknek megfelelő súllyal szerepelnek. Ezzel szemben az általam kialakított osztalékkirály portfólió egy

tematikusan szűrt, homogén kritériumrendszer alapján kiválasztott vállalati körből áll, és minden komponense azonos súlyt kap.

A tisztább összehasonlíthatóság érdekében a vizsgálat indulásakor mindkét portfóliót 1000 dolláros bázisértékre skáláztam. Ez a normalizálási lépés biztosítja, hogy a két idősor egységes értelmezési keretben jelenjen meg, és az elemzés során a relatív teljesítmények változásai – növekedés, csökkenés, volatilitás – közvetlenül, torzításmentesen összevethetők legyenek. Mind a Dividend Kings equal-weight portfólió, mind az S&P 500 index (ETF) ezt követően saját árfolyammozgásának megfelelően követte a bázisértéktől való eltéréseket.

A két portfólió szerkezeti különbségeiből adódó eltérések nem gyengítik az összehasonlítás érvényességét, hanem éppen, hogy annak lényegét világítják meg: jól láthatóvá teszik, hogy egy stabilitásorientált, defenzív vállalati kör időbeli teljesítménye hogyan viszonyul a szélesen diverzifikált amerikai részvénytőzsdához. Ez a megközelítés lehetővé teszi annak vizsgálatát is, hogy az osztalékkirály vállalatok milyen mértékben képesek csökkenteni a piaci ciklusokból eredő kockázatokat, és mutatkozik-e válságállóbb teljesítményük az általános piaci trendekhez képest.

5. A módszer egyszerű, átlátható és megismételhető

Az equal-weight megközelítés nem igényel bonyolult piaci adatsorokat, és a teljesítmény kiszámítása könnyen reprodukálható. Ez megfelel a tudományos kutatások egyik alapelvének: a transzparenciának és replikálhatóságnak.

7.4. Az összehasonlítás keretei

A Dividend Kings kosár equal-weight portfólió teljesítményét az S&P 500 index teljes hozamával hasonlítom össze az alábbi, dolgozatomban már bemutatott szempontok szerint:

- CAGR (összetett éves hozam),
- volatilitás és szórás,
- maximális visszaesés (Max Drawdown),
- Sharpe-ráta,
- válságidőszakok elemzése külön-külön (2001-2002, 2007–2009, 2020, 2022-2023).

Ezek a mutatók lehetővé teszik a teljesítmény, a kockázat és a válságállóság komplex összehasonlítását.

7.5. Összegzés

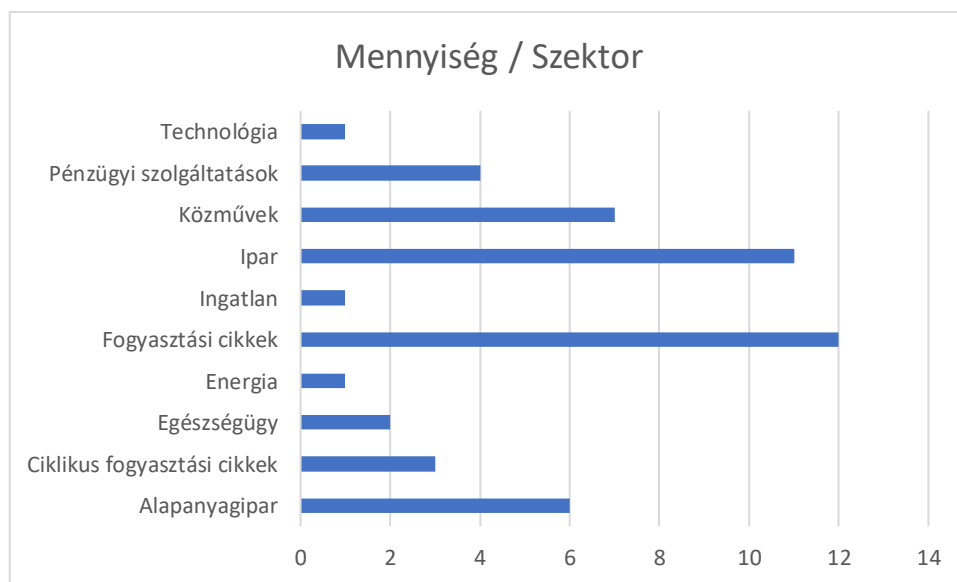
A fejezetben bemutatott adatbázis és módszertani keret biztosítja annak alapját, hogy a dolgozat további részeiben objektív és kvantitatív módon hasonlítható legyen össze a Dividend Kings vállalatokból felépített, equal-weight elven kialakított portfólió és az S&P 500 (ETF-en keresztül leképzett) teljesítménye. A választott megközelítés lehetővé teszi a hosszú idősorokon alapuló, reprodukálható elemzést, amely különösen alkalmas a válságidőszakok alatti viselkedés és a hosszú távú hozamtendenciák feltárására.

A módszertan transzparens, szakmailag megalapozott, és illeszkedik az empirikus pénzügyi kutatások széles körben alkalmazott gyakorlatához. Ennek eredményeként a következő fejezetekben bemutatott összehasonlítások és következtetések stabil, adatokon nyugvó alapokra épülnek, biztosítva a dolgozat elemzési részének tudományos igényességét és hitelességét.

8. Az adatbázis vizsgálata és elemzése

8.1. A Dividend Kings vállalatkör szerkezeti jellemzői

Az adatbázisban szereplő 48 vállalat szektoronkénti megoszlása jól tükrözi az osztalékkirály kör sajátosságait. A vállalatok az alábbi szektorokban koncentrálnak:



1. ábra Az adatbázisban szereplő vállalatok mennyiségi eloszlása szektoronként²³

²³ forrás: saját szerkesztés

A vállalatok eloszlása látványosan defenzív és ciklusálló szektorok felé tolódik. A fogyasztási cikkek, közművek és az ipar olyan területek, ahol hosszú távon stabil kereslet mutatkozik, és a vállalatok profitabilitása kevésbé függ a makrogazdasági ciklusoktól.

Három fontos mintázat is kirajzolódik:

1. A vállalatok többsége "alacsony eladási rugalmasságú" termékeket gyárt

A termékek vagy szolgáltatások iránti kereslet recesszióban is fennmarad: például tisztálkodószerek (PG, CL), gyógyászati eszközök (BDX), víz- és áramszolgáltatás (ED, AWR).

2. Az üzleti modellek hosszú távon előre jelezhetők

A vállalatok nagy része olyan iparágban működik, ahol:

- a belépési korlátok magasak,
- a fogyasztók megszokásai erősen kötődnek a márkákhoz (az adatbázisban szereplő vállalatok nagyrészt szektoruk leghíresebb márkái),
- a működés nagy tőkebázist igényel (pl. vízszolgáltatás, vegyipar).

Ez a stabilitás teszi lehetővé az évtizedeken át tartó rendszeres osztalékemelés.

3. A vállalati kultúrákban közös a konzervatív pénzügyi stratégia

Az osztalékkirály cégek:

- alacsony tőkeáttételt alkalmaznak,
- visszafogott, de stabil növekedést preferálnak,
- profitjuk jelentős részét osztalék formájában fizetik ki,
- ellenállók a kamatemelések és válságok idején.

Ez a fajta üzleti filozófia a hosszú távú stabilitásra épít, nem pedig rövid távú agresszív terjeszkedésre.

8.2. A vállalatok iparági koncentrációjának következményei

A szektorális összetétel elemzése rámutat arra, hogy **az osztalékkirály kosár nem reprezentálja az amerikai gazdaság teljes spektrumát.** Például:

- nincsenek köztük technológiai óriások,

- csupán 1 db energiaipari vállalatot tartalmaz,
- hiányoznak a gyorsan növekvő, magas kockázatú iparágak (pl. biotech, fintech).

Ez azt jelenti, hogy az osztalékkirály portfólió szisztematikusan a defenzív szektorok felé torzít, ami fontos módszertani megállapítás az S&P 500-hoz való összehasonlítás során. Míg az S&P 500 kapitalizációvezérelt, és a technológiai vállalatok dominálják, addig a Dividend Kings kosár:

- kevésbé növekedésorientált,
- jóval stabilabb cash-flow termelő képességgel bír,
- alacsonyabb ciklikus kockázatot hordoz.

Ez a különbség önmagában megindokolhatja, hogy az osztalékkirály vállalatok miért teljesíthetnek jobban válságidőszakokban, ugyanakkor jelezheti, hogy hozamuk miért maradhat el a gyors növekedési időszakokban az S&P 500-hoz képest.

8.3. A Maslow-piramis megközelítése: miért pont ezek a cégek válságállóak?

A Maslow által kidolgozott szükséglet-hierarchia modell szerint az emberi szükségletek egymásra épülő, hierarchikus rendszert alkotnak, amelyben az alacsonyabb rendű, alapvető szükségletek kielégítése előfeltétele a magasabb szintű motivációk megjelenésének. A piramis alját a fiziológiai szükségletek alkotják, ezt követik a biztonsági, a szociális, az elismerési és végül az önmegvalósításhoz kapcsolódó szükségletek. Maslow elmélete szerint a fogyasztók és munkavállalók viselkedése is e szükségletek kielégítésére irányul, így a modell fontos szerepet játszik a motivációk, döntési mechanizmusok és szervezeti magatartási mintázatok megértésében.²⁴

Tehát a Maslow-féle szükséglet-hierarchia eredetileg pszichológiai modell, azonban a gazdasági folyamatokra és fogyasztói magatartásra rendkívül jól alkalmazható. Ha az osztalékkirályok vállalati körét a Maslow-piramis szintjeibe helyezzük, az alábbi érdekes összefüggések rajzolódnak ki.

²⁴ Jerome (2013)



2. ábra, A Maslow-piramis az eredeti modell szerint²⁵

8.3.1. A Maslow-piramis szintjei és a vállalatok elhelyezkedése.

1. Alapvető fiziológiai szükségletek (élelmiszer, víz, energia). Ide sorolhatók:

- élelmiszergyártók (Hormel Foods – HRL, McDonald's – MCD),
- italgyártók (KO, PEP),
- vízszolgáltatók (AWR, CWT, MSEX),
- energia- és gázvállalatok (NFG, BKH).

Ezek a vállalatok a legstabilabb részét adják a portfóliónak, hiszen fogyasztóik kereslete recesszióban sem szűkül be drasztikusan – az emberek enni, inni és világítani válság idején is fognak.

2. Biztonsági szükségletek (biztonság, egészségügy, stabilitás). Ebbe a kategóriába tartoznak például:

- egészségügyi eszközgyártók (JNJ, BDX),
- biztosítók (CINF, RLI),

²⁵ forrás: <https://brandbook.hu/2020/06/maslow-piramis> , letöltés dátuma: 2025.11.26.

- közműszolgáltatók (ED, MGEE).

A biztonság iránti szükséglet a gazdasági ciklusoktól függetlenül fennmarad, így az ehhez kapcsolódó termékeket vagy szolgáltatásokat nyújtó vállalatok kereslete recessziós környezetben is stabil marad, ami jelentős mértékben hozzájárul válságállóságukhoz.

3. Valahova tartozás és kapcsolat iránti szükséglet (kommunikáció, társadalmi javak)

E kategória kevésbé releváns az osztalékkirályok körében, hiszen a technológiai és kommunikációs vállalatok jellemzően nem 50+ éves osztalékemelők.

4. Elismerés iránti szükséglet (presztízs, márkahűség). Itt olyan ikonikus márkák helyezkednek el, mint:

- Procter & Gamble (PG),
- Colgate-Palmolive (CL),
- Kimberly-Clark (KMB),
- Genuine Parts Company (GPC).

A fogyasztók számottevő hányada hosszú távon elkötelezett marad ezek iránt a termékek iránt, ami a tartós márkahűség révén jelentős árazási erőt biztosít a vállalatok számára, és lehetővé teszi, hogy kedvezőtlen gazdasági környezetben is stabil bevételi és profitmarzsokat érjenek el.

5. Önmegvalósítás (innováció, fejlődés, prémium életstílus).

Ez a szint az osztalékkirályok körében kevésbé hangsúlyos, mivel az ilyen vállalatok tipikusan nem a leginnovatívabbak vagy leggyorsabban növekvők. A stabil, kiszámítható működés fontosabb számukra, mint a kockázatos innováció.

Mit jelent mindez a stabilitás szempontjából?

A Maslow-piramis alkalmazása alapján megállapítható, hogy a Dividend Kings vállalatok:

- túlnyomó többsége a piramis alsó két szintjén helyezkedik el,
- olyan termékeket gyárt, amelyek alapszükségletet elégítenek ki,
- keresletük a gazdasági ciklusoktól kevésbé függ,
- így az árbevétel- és profitgörbéjük sokkal kevésbé volatilis.

Ez pszichológiai és gazdasági szempontból is megmagyarázza az 50+ éves folyamatos osztalékemelést. **A vállalatok olyan szükségleteket elégítenek ki, amelyek:**

- **recesszióban nem esnek vissza,**
- **infláció idején is fennállnak,**
- **demográfiai trendektől függetlenek.**

Ez alkotja a Dividend Kings kör defenzív, válságálló jellegének egyik legfontosabb magyarázatát.

8.4. Az adatbázis összegző értékelése

Az adatbázis elemzése alapján a Dividend Kings kör:

- **stabil, defenzív szektorokból épül fel,**
- **erős márkahűséggel,**
- **magas belépési korlátokkal,**
- **kiszámítható, lassú, de fenntartható növekedéssel,**
- **kiváló cash-flow termelő képességgel,**
- **magas tőkehatékonysággal,**
- **alacsony üzleti kockázattal.**

E közös tulajdonságok tették lehetővé az 50 vagy annál több éven át tartó megszakítatlan osztalékemelési történetüket.

A Maslow-piramis szerinti értelmezés mélyebb magyarázatot ad arra, hogy miért épül az osztalékkirály kör döntően olyan vállalatokból, amelyek termékei a fogyasztói szükségletek legalapvetőbb szintjeihez kapcsolódnak. Ez a megközelítés megmutatja, hogy a portfólió stabilitása nem csupán számok vagy iparági besorolások eredménye, hanem a fogyasztói magatartás mélyen gyökerező pszichológiai törvényszerűségeihez kapcsolódik.

9. A vizsgált válságidőszakok és piaci reakciók bemutatása

A részvénytőzsiatok hosszú távú teljesítményét jelentős mértékben befolyásolják azok a makrogazdasági sokkok és pénzügyi stresszhelyzetek, amelyek időszakosan megingatják a

befektetői bizalmat. A befektetői hangulat hirtelen változása, a gazdasági fundamentumok romlása, illetve a pénzügyi rendszer likviditási problémái egyaránt hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a részvényindexek – köztük az S&P 500 – erőteljes visszaesést produkáljanak. Jelen fejezet négy, a modern tőkepiacokat meghatározó válságidőszakot mutat be, melyeket dolgozatom során is vizsgálok. Ezek az időszakok: a Dotcom-lufi kipukkanása (2001–2002), a globális pénzügyi válság (2007–2009), a COVID-19 világjárvány miatti piaci összeomlás (2020), valamint az inflációs sokkhoz kapcsolódó kamatemelési ciklus (2022–2023). Az alábbi alfejezetekben röviden ismertetem a válságok hátterét, főbb gazdasági jellegzetességeit és az S&P 500 indexre gyakorolt hatásukat.

9.1. Dotcom-lufi kipukkanása (2001–2002)

A kilencvenes évek végére a technológiai részvények értékeltsége példátlanul magas szintre emelkedett, amit az internet térnyerése és a befektetők túlzott növekedési várakozásai tápláltak. Számos vállalat érdemi bevétel vagy fenntartható üzleti modell nélkül jutott jelentős tőkepiaci forrásokhoz, ami a fundamentumoktól való jelentős elszakadást eredményezte. A szakirodalom ezt az időszakot a spekulatív túlértékeltség klasszikus példjaként tartja számon. A buborék leépülése már 2000 tavaszán megkezdődött, azonban a piaci összeomlás legintenzívebb szakasza 2001 és 2002 között zajlott le. Ebben a két évben vált egyértelművé, hogy a technológiai vállalatok jelentős része nem képes megfelelni a korábban hozzájuk rendelt rendkívül magas növekedési elvárásoknak. A befektetői bizalom gyors romlása tömeges vállalati csődökhöz, jelentős tőkekiáramláshoz és tartós piaci volatilitáshoz vezetett.²⁶

Az S&P 500 index 2001–2002 folyamán folyamatos lejtmenetben volt, és a technológiai szektor különösen súlyos veszteségeket szenvedett. A Nasdaq Composite visszaesése ebben az időszakban is meghaladta a széles piacét, jól mutatva a túlértékelt növekedési szegmensek sérülékenységét. A válság rávilágított arra, hogy a piaci hangulat változásai és a spekulatív tőkebeáramlás milyen mértékben torzíthatja a részvényárfolyamokat. A Dotcom-lufi kipukkanása ezért fontos mérföldkő a modern pénzügyi rendszerben rejlő kockázatok és a túlértékeltség jelenségének megértésében.

²⁶ Hayes (2025)

9.2. Globális pénzügyi válság (2007–2009)

A 2007–2009 közötti globális pénzügyi válság a modern gazdaságtörténet egyik legsúlyosabb és legszélesebb körű recessziója volt, amely elsősorban a pénzügyi rendszer strukturális sérülékenységéből és az Egyesült Államok lakáspiaci buborékának összeomlásából eredt. A válság gyökerei a subprime hitelezés (magyarul: másodrendű hitelezés) gyors növekedésére, a kockázatos hitelek tömeges értékpapírosítására, valamint a bankrendszer túlzott tőkeáttételére vezethetők vissza. A kockázatok rendszerszintűvé válása 2007-ben vált nyilvánvalóvá, amikor egyre több jelzáloghitel portfólió teljesítménye romlott, és megkezdődött a pénzügyi intézmények mérlegének gyors leértékelődése. A válság csúcspontját 2008 szeptemberében a Lehman Brothers összeomlása jelentette, amely példátlan mértékű likviditási sokkot okozott a globális pénzügyi piacokon, és dominóhatásszerűen érintette a bankrendszert.²⁷

Az S&P 500 index 2007 októberi történelmi csúcsától 2009 márciusáig mintegy 57%-os visszaesést szenvedett el, ami jól mutatja a válság mélységét és intenzitását. A részvénypiaci összeomlás mellett számos nagy pénzintézet került fizetéseképtelenség közelébe, és kormányzati, illetve jegybanki beavatkozások váltak szükségessé a pénzügyi rendszer stabilizálásához. A válság rávilágított a pénzügyi szektor több alapvető problémájára, köztük a túlhitelezésre, a kockázatkezelési gyakorlatok hiányosságaira és a túlzott pénzügyi innováció következményeire. A szakirodalom hangsúlyozza, hogy a pénzügyi rendszer komplexitása és átláthatatlansága hozzájárult a veszteségek gyors terjedéséhez és a bizalom összeomlásához.

9.3. COVID-19 válság (2020)

A 2020 elején kitörő COVID-19 világjárvány példátlan sebességgel bénította meg a globális gazdaságot. A lezárások, a termelési láncok megszakadása, valamint a szolgáltatási szektor leállása hatalmas bizonytalanságot teremtett a pénzpiacokon. A járvány okozta sokk nagyon rövid idő alatt váltotta ki a modern történelem egyik leggyorsabb tőzsdei összeomlását (bár csak rövid ideig). Az S&P 500 index 2020. februári csúcsáról egy hónapon belül mintegy 34%-ot esett, majd a monetáris és fiskális intézkedések példátlan mérete – köztük a Federal Reserve agresszív eszközvásárlási programjai és a kormányzati helikopterpénzek – gyors piaci fordulatot eredményezett. Az index már 2020 nyarán újra történelmi csúcsot ért el, ami

²⁷ Singh (2025)

rávilágított arra, hogy a válságok gyorsasága és dinamikája jelentősen átalakult a globális pénzügyi rendszerben.²⁸

9.4. Inflációs sokk és kamatemelési ciklus (2022–2023)

A 2021-ben kibontakozó, majd 2022-ben évtizedes csúcsokra emelkedő infláció világszerte jelentős makrogazdasági feszültségeket okozott. Az árnyomást több tényező együttesen erősítette: a járványt követő keresletélénkülés, az ellátási láncok tartós zavarai, valamint az energiapiacok volatilitása – melyet az orosz–ukrán konfliktus tovább súlyosbított. Az infláció gyorsulása következtében a jegybankok – élükön a Federal Reserve-el – agresszív monetáris szigorítási ciklust indítottak el, amelynek célja az árstabilitás helyreállítása és a gazdasági túlfűtöttség mérséklése volt. A kamatlábak példátlan ütemű emelése jelentős nyomást gyakorolt a részvénytőkepiacokra. Az S&P 500 index 2022-ben közel 20%-os visszaesést könyvelt el, amely az elmúlt évtized egyik leggyengébb éves teljesítménye volt. A diszkontráta emelkedése különösen a növekedési részvényeket érintette érzékenyen, mivel ezek értékeltsége nagymértékben függ a távoli jövőben realizálódó cash-flow-k jelenértékétől. Emellett a növekvő recessziós kockázatok és a romló vállalati eredményvárakozások tovább fokozták a piaci bizonytalanságot. A 2023-as évben a globális gazdaság fokozatos stabilizáció jeleit mutatta, ám az emelkedett kamatkörnyezet tartósan visszafogta a kockázattőkepiaci hajlandóságot, és mérsékelte a részvénytőkepiaci felértékelődést. Az infláció csökkenése ugyan megindult, de a monetáris politika szigorúbb feltételei hosszabb távon is meghatározó tényezői maradtak a piaci folyamatoknak. Az IMF elemzései kiemelik, hogy a magas kamatkörnyezet és a bizonytalan gazdasági kilátások együtt továbbra is jelentős fékezőerőt jelentenek a globális tőkepiacokon.²⁹

9.5. Összegzés

A bemutatott négy válságidőszak jól szemlélteti, hogy az S&P 500 teljesítményére különböző makrogazdasági sokkok eltérő módon hatnak. A buborékok kipukkadása, a pénzügyi rendszer sérülékenysége, a globális egészségügyi krízisek vagy az inflációs nyomás egyaránt jelentős eséshez vezethetnek – ugyanakkor a piacok jellemzően előbb-utóbb alkalmazkodnak, és visszatérnek hosszú távú növekedési pályájukra. A következő fejezet bemutatja, hogy az

²⁸ Gape (2024)

²⁹ Löyttyniemi (2023)

osztalékalapú befektetések és az osztalékkirályok mennyiben bizonyultak ellenállónak ezekben a turbulens időszakokban.

10. Eredmények – A válságállóság és hosszú távú teljesítmény empirikus vizsgálata

A dolgozat empirikus részének célja, hogy számszerűen, a tőkepiaci adatokra támaszkodva vizsgálja meg, valóban fennáll-e az az elméleti és piaci várakozás, miszerint az osztalékkirályok stabilabbak, válságállóbbak és hosszú távon is hatékonyabb befektetési lehetőséget jelentenek a széles részvénytőzsdén. E fejezet központi szerepet tölt be a dolgozat egészében, hiszen a korábbi elméleti áttekintésben ismertetett fogalmakat, mechanizmusokat és szakirodalmi állításokat most tényleges adatok segítségével vetem össze, és arra keresem a választ, hogy a gyakorlatban is érvényesülnek-e azok az előnyök, amelyeket az osztalékalapú, értékorientált befektetési stratégia ígér.

A vizsgálatok során több szintű elemzési struktúrát alkalmaztam. Először négy, jellegében és ok-okozati dinamikájában is eltérő válságidőszakot elemeztem külön-külön, hogy feltárjam, miként viselkednek az osztalékkirályok különböző típusú gazdasági sokkok idején. A dotcom-lufi kipukkanása, a 2007-2009-es globális pénzügyi válság, a COVID-19 világjárvány, valamint a legutóbbi inflációs sokk és kamatemelési ciklus egyaránt más-más makrogazdasági háttérrel, befektetői viselkedést és piaci reakciót eredményezett. Ezek együttes vizsgálata lehetővé teszi annak megértését, hogy az osztalékkirályok defenzív jellege mennyire univerzális és mennyire függ a sokk természetétől.

A válságidőszakok elemzése azonban még csak a történet egyik oldala. A fejezet második, még jelentősebb része egy 25 évet átfogó hosszú távú vizsgálat, amelynek célja az, hogy a rövid távú piaci kilengéseket és válságspecifikus hatásokat háttérbe szorítva feltárjam az osztalékalapú befektetések mélyebb, strukturális teljesítményét. A hosszú időtáv több szempontból is nélkülözhetetlen: egyrészt kiegyenlíti az egyes sokkok hatásait, másrészt megmutatja az osztalékok újrabefektetésének hatványozódó erejét, harmadrészt pedig alkalmat ad arra, hogy összehasonlítsam a sima záróárfolyamokkal számolt és az adjusted – azaz osztalék hatásokat tartalmazó – idősorok közötti különbséget. A négy válságidőszak elemzését a sima záróárak felhasználásával végeztem el, ugyanakkor a számításokat az osztalékkal korrigált (adjusted) árfolyamokra is elkészítettem. Az ezekből származó eredményeket tartalmazó részletes

táblázatok a 2–5. mellékletben találhatóak. Érdemes megjegyezni, hogy az adjusted árfolyamok alkalmazása bizonyos időszakokban még markánsabb eltéréseket mutathat a záróáras számításokhoz képest, ami tovább árnyalja a válságidőszakok teljesítményének értékelését.

A fejezetben ismertetett portfólió egyenlő súlyozással került kialakításra, így minden vállalat azonos szerepet tölt be a kiindulópontban. Az idő előrehaladtával a súlyok természetes módon módosultak, ami hűen tükrözi a valós befektetői környezetben megjelenő teljesítményeffektusokat. Az S&P 500, mint kontroll-index biztosítja annak lehetőségét, hogy a kapott eredményeket a piac széles, diverzifikált és nem osztalékközpontú befektetési univerzumával vethessem össze.

A vizsgálat során négy kulcsmutatót alkalmaztam: a hozamot (CAGR), a volatilitást és a szórást, a maximum drawdownt (MDD), valamint a Sharpe-rátát. Ezek együttesen képesek megmutatni nem csupán a teljesítményt, hanem a teljesítmény minőségét, stabilitását és kockázatosságát is. A választott indikátorok így egyszerre szolgálnak hozamszempon্তু és kockázattal korrigált összehasonlítást.

A fejezet felépítése ennek megfelelően logikus egységekre tagolódik: először négy jól elkülöníthető válságidőszakot elemzek, részletesen vizsgálva, miként reagál a defenzív osztalékkirály-portfólió az extrém piaci helyzetekre. Ezt követi a teljes 25 éves hosszú távú elemzés, amely az egyes válságok eredményeit egymás mellé helyezi, és átfogó módon tárja fel a stratégia tartósságát, fenntarthatóságát és strukturális előnyeit.

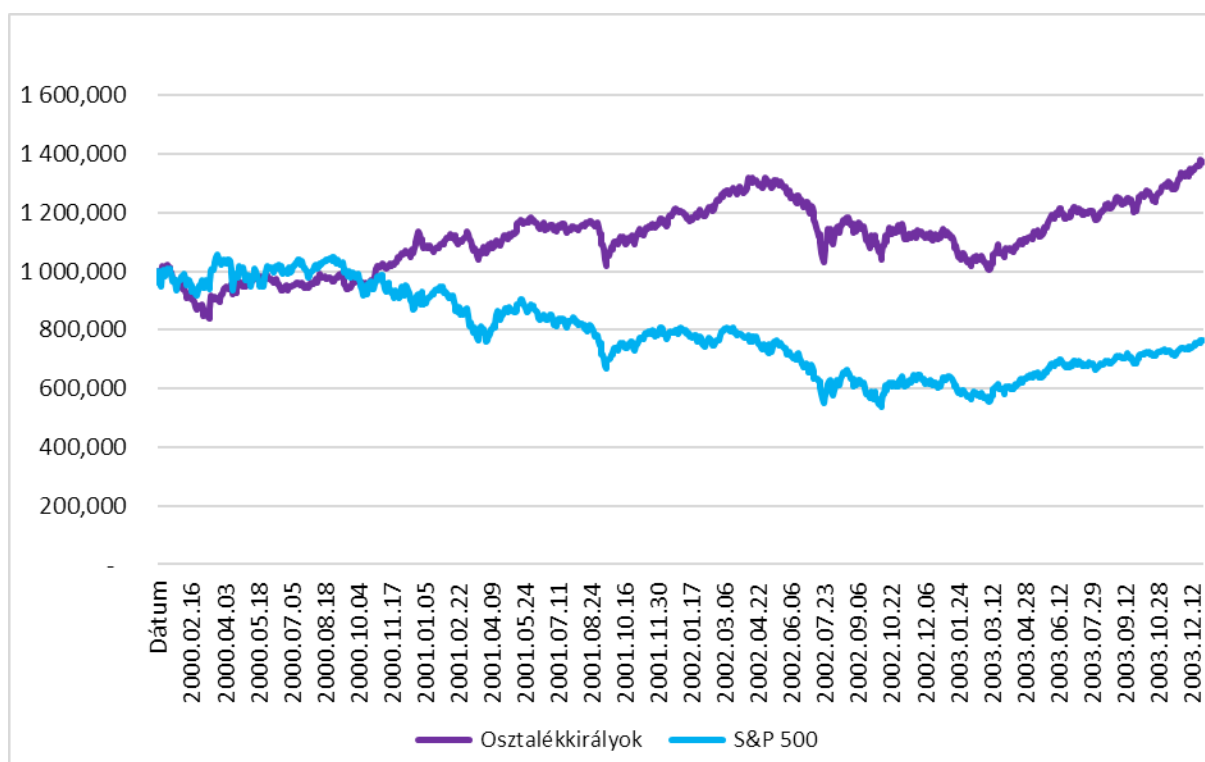
E bevezető célja tehát kettős: egyrészt elhelyezi az eredményeket a dolgozat egész narratívájában, másrészt előkészíti a részletes elemzéseket azzal, hogy világossá teszi: a következő alfejezetekben nem csupán adatok és grafikonok felsorolása következik, hanem annak feltárása, hogy az osztalékkirályok valóban képesek-e azt nyújtani, amit a befektetők és a szakirodalom régóta tulajdonít nekik – stabilitást válsághelyzetben és értékteremtést hosszú távon. E fejezet válaszolja meg végső soron a dolgozat legfőbb kérdését: biztonságot jelentenek-e az osztalékkirályok, és ha igen, milyen mértékben, milyen körülmények között és milyen időtávon?

10.1. Az osztalékkirályok teljesítménye a dotcom-válság időszakában (2000–2003)

A dotcom-lufi kipukkanása a modern részvénytőzsi történelem egyik legmarkánsabb esete, amely világosan rávilágít a vállalati fundamentumok és az üzleti ciklusok szerepére a

befektetések hozamának alakulásában. A vizsgált időszakot a dolgozatban 2001–2002 között jelöltem válságidőszaknak, azonban az elemzést – módszertani következetesség miatt – mindkét irányban egy-egy évvel kiterjesztettem, így az értékelésben 2000. január 1. és 2003. december 31. között vizsgáltam a teljesítményeket. Ez lehetővé tette, hogy a válság előzményeit és a közvetlen lecsengését is pontosabban értelmezhessem.

A módszertan egységesítése érdekében mind az osztalékkirály-kosár, mind az S&P 500 ETF 1000 dolláros indulóértékre lett normalizálva. Az osztalékkirályok esetében equal-weighted, azaz egyenlő súlyozású részvényportfólió került kialakításra, így minden vállalat azonos súlyt képviselt, függetlenül piaci kapitalizációjától. Ezt különösen indokoltá teszi az osztalékkirályok körének viszonylagos heterogenitása, ahol a nagy piaci kapitalizációjú vállalatok mellett kisebb, de stabil osztalékfizetők is szerepelhetnek.



3. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a dotcom-lufi kipukkanása alatt³⁰

³⁰ forrás: saját szerkesztés

10.1.1. A piactól való jelentős eltérés – összefoglaló eredmények

A dotcom-válság időszakában a vizsgált két portfólió teljesítménye drámai különbséget mutatott:

Mutatók	Osztalékkirályok	S&P 500
CAGR	8,20%	–6,47%
Volatilitás	15,57%	22,56%
Maximum Drawdown (MDD)	–23,74%	–49,14%
Sharpe-ráta	0,41	–0,37

3. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a dotcom-lufi kipukkanása alatt³¹

Az adatok értelmezése alapján egyértelműen megállapítható, hogy a dotcom-lufi kipukkanása során az osztalékkirályok lényegesen stabilabb, kevésbé hektikus és összességében magasabb hozamot biztosító eszközcsoportnak bizonyultak, mint a széles amerikai részvényt piacot reprezentáló S&P 500.

10.1.2. Hozamteljesítmény: az osztalékkirályok pozitív eredménnyel zárták a válságot

A válság időszakára jellemző recessziós környezetben az S&P 500 index évesített hozama negatív irányban 6,47% lett, amely jól jelzi a technológiai részvények túlértékeltségéből fakadó piaci korrekció mértékét. A széles index jelentős súlyt delegált a túlfűtött technológiai szektornak, így a korrekció közvetlenül és mélyen érintette.

Ezzel szemben az osztalékkirály-portfólió pozitív 8,20%-os évesített hozamot ért el, ami válságidőszakban kiemelkedőnek számít. Ez az eredmény több tényező együttes hatásával magyarázható, melyekre dolgozatomban korábban is rámutattam:

- az osztalékkirály cégek tipikusan érett, stabil, cash flow-termelő vállalatok,
- üzleti modelljük kevésbé konjunktúraérzékeny,

³¹ forrás: saját szerkesztés

- az osztalékfizetések iránti befektetői bizalom válságok alatt erősödik („flight to quality” jelenség),
- ezek a vállalatok gyakran a defenzív szektorokból kerülnek ki (fogyasztási cikkek, egészségügy, ipari konglomerátumok).

A válság tehát nemhogy gyengítette volna az osztalékkirályok relatív teljesítményét, hanem kifejezetten felértékelte ezt a befektetési stílust a piaci szereplők körében.

10.1.3. Volatilitás: közel 7 százalékpontos különbség a defenzív javára

A vizsgált négyéves időszak volatilitási adatai szerint:

- S&P 500 volatilitása: 22,56%,
- osztalékkirályok volatilitása: 15,57%.

Ez közel 7 százalékpontos különbség, ami jelentős stabilitási előnyt jelent. A válság alatt a befektetők bizonytalan jövőképpel, hirtelen árfolyammozgásokkal és a piaci likviditás csökkenésével szembesültek, így a volatilitás mint kockázati mutató különösen hangsúlyossá válik.

A kisebb volatilitás megmutatja, hogy az osztalékkirály-portfólió árfolyama sokkal kiegyensúlyozottabban reagált a makrogazdasági bizonytalanságokra, ami alátámasztja:

- az „értékalapú részvények menedékfunkcióját”,
- a stabil osztalékok pszichológiai és pénzügyi támogató hatását,
- a defenzív szektororientáció fontosságát.

10.1.4. Maximum drawdown: majdnem fele akkora zuhanás

A maximum drawdown (MDD) jelenti azt, hogy mekkora volt a legnagyobb csúcs-mélypont visszaesés a vizsgált időszakban. A dotcom-válságban:

- S&P 500: -49,14%,
- Osztalékkirályok: -23,74%.

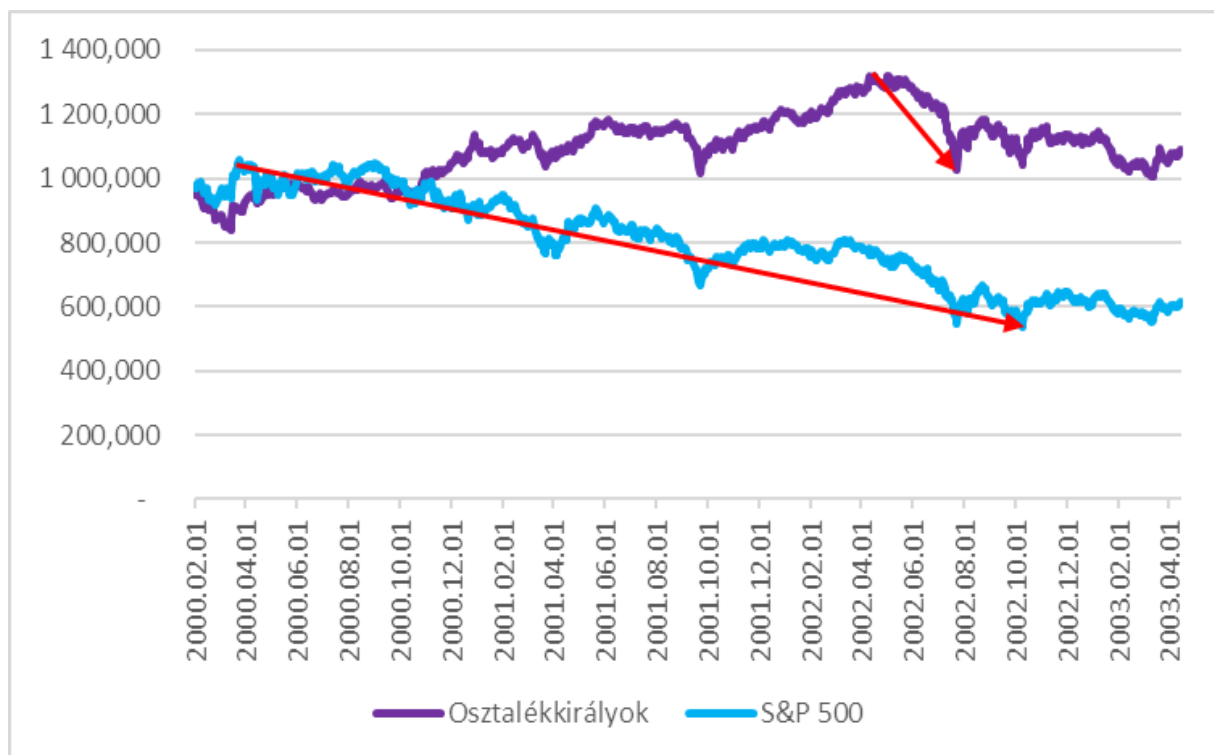
A különbség drámai, csaknem 25 százalékpont. Ez azt jelenti, hogy a széles piaci indexben befektetett 1000 dollár időszakosan akár 500 dollár közelébe is süllyedhetett, míg az osztalékkirályok esetében a veszteség nem érte el a 240 dollárt sem.

A kisebb drawdown több szempontból is kritikus:

- a portfólió gyorsabban tud talpra állni (kevesebb hozam kell a visszapattanáshoz),
- kisebb pszichológiai terhet jelent a befektetők számára,
- csökkenti a pánikszerű kiszállás esélyét,
- erősíti a hosszú távú befektetési stratégia fenntarthatóságát.

A maximális visszaesés (MDD) időbeni lefutása szintén jelentős különbségeket mutatott a két portfólió között. Az osztalékkirályok esetében a mélypontba vezető drawdown-periódus 2002. április 16-tól 2003. március 11-ig tartott, vagyis nagyjából 11 hónap alatt érte el a portfólió a vizsgált időszak legalacsonyabb értékét. Ezzel szemben az S&P 500 esetében a visszaesés sokkal korábban kezdődött, és lényegesen hosszabb ideig tartott: a mutató 2000. március 24-től egészen 2002. október 9-ig folyamatos lejtmenetben volt. Ez közel két és fél éves visszaesést jelent, ami jól érzékelteti, hogy a széles amerikai piac jóval mélyebb és elhúzódóbb korrekciót szenvedett el, mint az osztalékkirályok kosara.

A dotcom-válság tehát azt mutatja, hogy **a stabil osztalékfizető vállalatok árfolyama messze nem zuhant olyan mértékben, mint a technológiai szektor által húzott S&P 500.**



4. ábra MDD a dotcom-lufi kipukkanása alatt³²

³² forrás: saját szerkesztés

10.1.5. Sharpe-ráta: pozitív érték kontra negatív teljesítmény

A Sharpe-ráta egyike a legfontosabb kockázat-hozam arányosságot mérő mutatóknak. A vizsgált időszakban:

- Osztalékkirályok Sharpe-rátája: 0,41
- S&P 500 Sharpe-rátája: -0,37

A negatív Sharpe-ráta azt jelenti, hogy az S&P 500 hozama még a kockázatmentes hozamot sem érte el – azaz befektetői értelemben értékromboló volt. Ezzel szemben **az osztalékkirály-portfólió nemcsak hozamot termelt, de kockázatra vetítve szignifikánsan és statisztikailag is értékelhetően jobb teljesítményt nyújtott.**

Ez alátámasztja, hogy válságidőszakokban különösen fontos a kockázatok kontrollálása, és hogy a magas osztalékfizető, érett vállalatok jobban kiállják az ilyen periódusokat.

10.1.6. A dotcom-válság tanulságai az osztalékalapú befektetések szempontjából

Összességében a dotcom-lufi időszaka világos mintázatot tár fel:

- Az osztalékkirályok fundamentumai lényegesen stabilabbak, mint a túlértékelt, növekedési narratívákra épülő technológiai részvényeké.
- A befektetők válság idején a kiszámítható cash flow-val rendelkező cégeket preferálják, ami felértékeli az osztalékfizető vállalatokat.
- A kockázatosabb szegmensek összeomlása nem húzza magával automatikusan a defenzív részvényeket – az eszközallokáció diverzifikációs előnye itt különösen jól tanulmányozható.
- A stabil osztaléksorozat egy implicit bizalmi tényező, amely csökkenti a volatilitást és a drawdownt.
- A defenzív portfólió nemcsak megőrizte értékét, hanem reálhozamot is termelt, ami jelentősen erősíti az osztalékalapú befektetési stratégia hosszú távú relevanciáját.

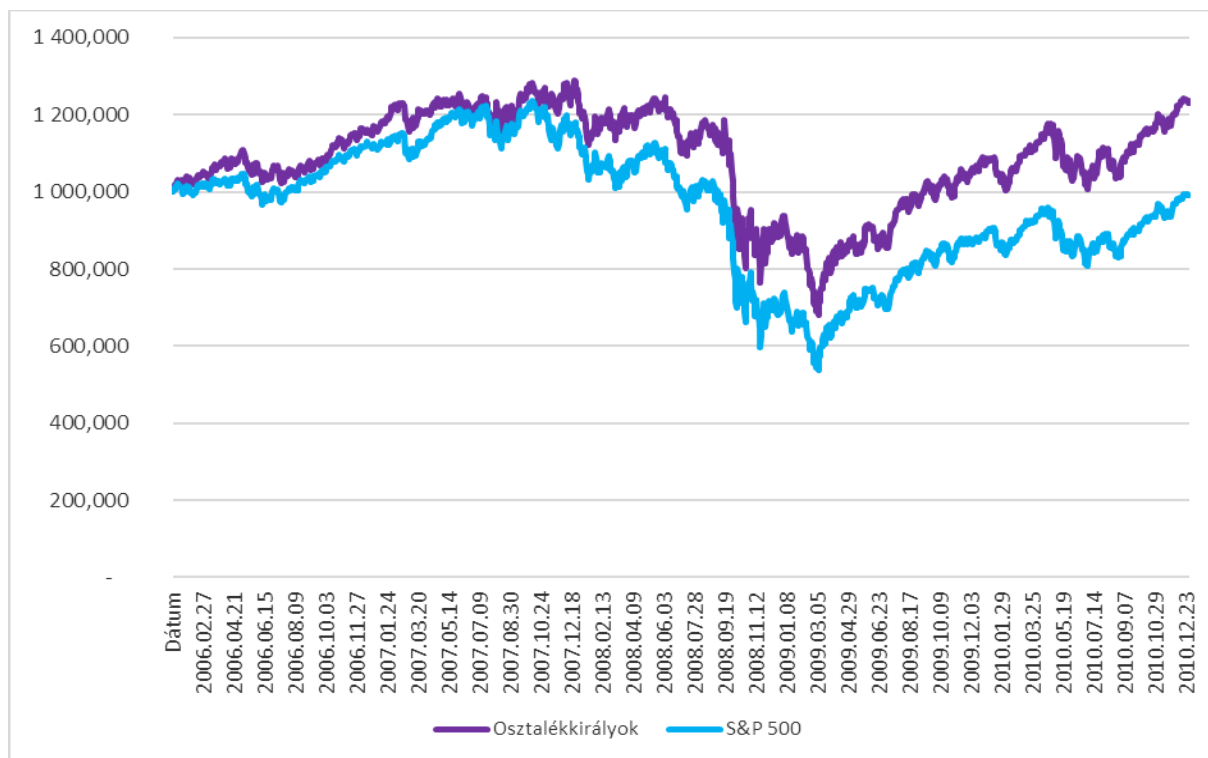
A dotcom-válság tehát kiváló példája annak, hogy a piac irracionalitásai mellett a vállalati stabilitás és a hosszú távú osztalékfizetés képes védőernyőt biztosítani egy széles körű piaci lejtmenetben is.

10.2. Az osztalékkirályok teljesítménye a globális pénzügyi válság időszakában (2006–2010)

A 2007–2009-es globális pénzügyi válság a modern gazdaságtörténet egyik legmélyebb és legszélesebb körű recesszióját eredményezte. A válság strukturális eredetű volt, a pénzügyi rendszer belső instabilitásából fakadt, így nem csupán egy-egy szektor túlértékeltsége vagy piaci buborék kipukkanása okozta, hanem a hitelpiacok összeomlása, a likviditás kiszáradása, majd ennek dominószerű továbbgyűrűzése a reálgazdaság felé. A vizsgálati időszakot – a módszertani elvekhez igazodva – 2006 és 2010 között határoztam meg, vagyis a válság előtti utolsó év, a teljes válságperiódus, valamint az első kilábalási év egyaránt szerepel az elemzésben.

A 25 éves portfóliót ebben az időszakban nem súlyoztam újra, a két portfólió súlyai természetes módon, a hozamok arányában tolódtak el. Az ábrázolhatóság érdekében azonban mindkét esetben 1000 dolláros indulóértékre normalizáltam az indexeket, ami biztosítja a közös skálán történő összehasonlítást, ugyanakkor a súlyozás tényleges változását nem torzította meg.

A vizsgálat eredményei ismételten rendkívül markáns különbségeket mutattak az osztalékkirályok és az S&P 500 között.



5. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a globális pénzügyi válság alatt³³

10.2.1. Összefoglaló eredmények – stabilitási előny még a rendszerszintű krízisben is

Mutatók	Osztalékkirályok	S&P 500
CAGR	4,24%	–0,15%
Volatilitás	24,47%	24,89%
Maximum Drawdown (MDD)	–47%	–56%
Sharpe-ráta	0,10	–0,08

4. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a globális pénzügyi válság alatt³⁴

A számok alapján kijelenthető, hogy az osztalékkirályok a válság legmélyebb pontján is kevésbé veszítettek értékükből, a kilábalás pedig gyorsabban és stabilabban valósult meg, mint az S&P 500 esetében.

³³ forrás: saját szerkesztés

³⁴ forrás: saját szerkesztés

10.2.2. Időbeni lefolyás: eltérő MDD-időtartamok

A maximális visszaesés időbeli alakulása ismét fontos különbségeket mutatott.

- Osztalékkirályok MDD-időszaka:

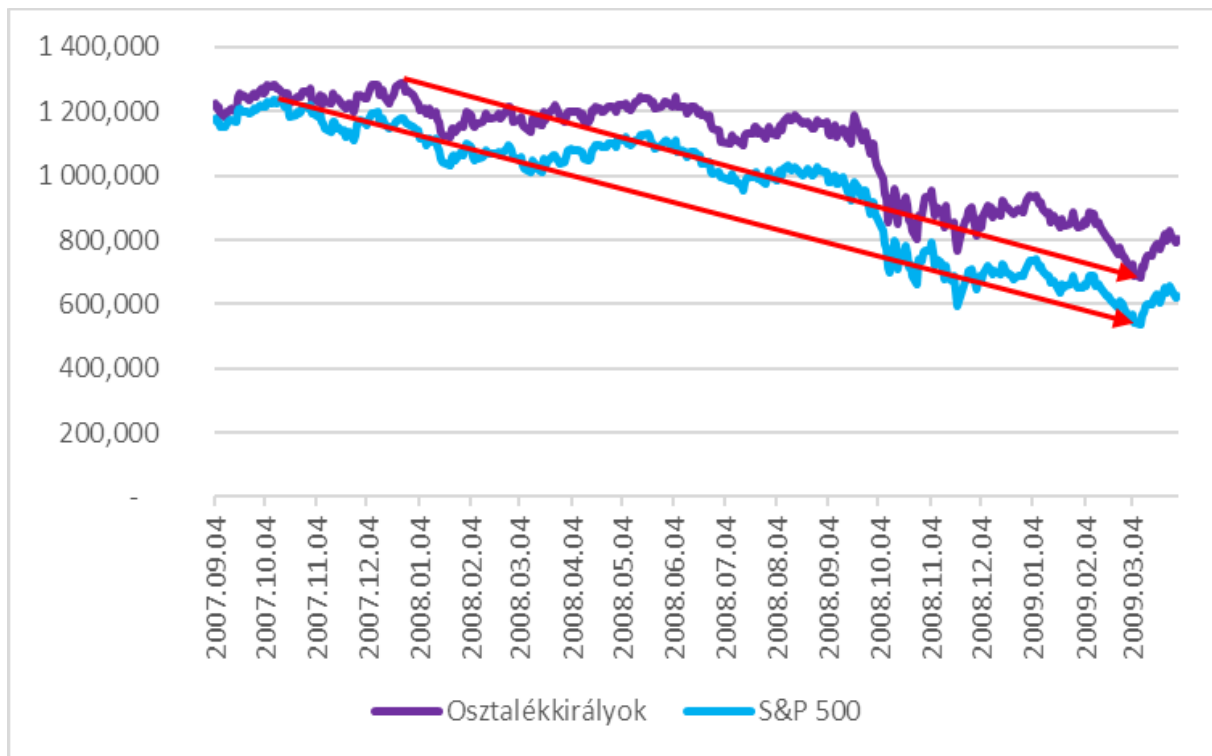
2007.12.24. – 2009.03.09.

- S&P 500 MDD-időszaka:

2007.10.09. – 2009.03.09.

Ez azt jelenti, hogy az S&P 500 esetében a lejtmenet két és fél hónappal korábban megkezdődött, és már 2007 októberétől intenzív árfolyamromlás jellemezte a piacot. Ezzel szemben az osztalékkirályok portfóliója késleltetve reagált: csak 2007 végén kezdett jelentős esésbe, ami arra utal, hogy a defenzív, fundamentálisan erős részvények messze kevésbé voltak érzékenyek a válság korai szakaszában jelentkező félelmekre.

A két portfólió mélypontja ugyanazon a napon, 2009. március 9-én következett be, azonban az addig vezető út különbözősége egyértelműen tükrözi a stabilitást: az osztalékkirályok sokkal lassabban és kontrolláltabban veszítettek értékükből, míg az S&P 500 valamivel meredekebb, korábban induló és sérülékenyebb lejtmenetet mutatott.



6. ábra MDD a globális pénzügyi válság alatt³⁵

10.2.3. Hozamteljesítmény: pozitív reálhozam a mély recesszió ellenére

A pénzügyi rendszer összeomlása során a legtöbb részvényosztály jelentős veszteséget szenvedett. Az S&P 500 évesített hozama **-0,15% lett, ami gyakorlatilag egy veszteséges, stagnáló teljesítmény válsághoz illeszkedő lenyomata. Ezzel szemben az osztalékkirály-portfólió évesített teljesítménye 4,24% volt, ami kiemelkedő eredmény egy olyan korszakban, ahol a hitelpiacok befagytak, bankok mentek csődbe, és a vállalati beruházások globális szinten estek vissza.**

A pozitív hozam három fő tényezőnek tulajdonítható:

- Stabil osztalékfizető vállalatok ellenállóképessége:

A vizsgált cégek üzleti modellje kevésbé ciklikus, így bevételeik és cash flow-juk visszaesése korlátozott maradt.

- Flight-to-quality (minőségbe menekülés):

³⁵ forrás: saját szerkesztés

A befektetők a bizonytalanság fokozódásával a megbízható, jól ismert, hosszú osztalékmúlttal rendelkező vállalatokat preferálták.

- Kisebb drawdown → gyorsabb visszapattanás:

A kisebb mélypontot könnyebb ledolgozni, így a portfólió hamarabb tért vissza növekedési pályára.

10.2.4. Volatilitás: gyakorlatilag azonos szint, mégis jelentős különbség a kockázati profilban

Mindkét portfólió volatilitása – az extrém piaci környezetnek megfelelően – magas volt:

- Osztalékkirályok: 24,47%,
- S&P 500: 24,89%.

Első ránézésre minimális az eltérés, azonban a viselkedésbeli kockázat teljesen különböző:

- az S&P 500 volatilitását a pánikszerű eladási hullámok,
- **az osztalékkirályok volatilitását a pánikszerű eladás mellett egy valamivel lassabb, strukturáltabb korrekció okozta, melyet a piac felfelé is gyorsabb és nagyobb mértékben tudott korrigálni.**

A hasonló volatilitás ellenére a drawdown és a Sharpe-ráta drámai különbsége azt jelzi, hogy az osztalékkirályok kockázata sokkal inkább kompenzált, vagyis a vállalt kockázat nagyobb mértékben térült meg.

10.2.5. Maximum drawdown: kisebb, kezelhetőbb visszaesés

A maximum drawdown értékei:

- osztalékkirályok: -47%,
- S&P 500: -56%.

A 9 százalékpontos különbség hatalmas eltérés válságidőszakban, hiszen:

- a -56%-os esésből ~128%-os felpattanás kell az azonos szintre jutáshoz,
- a -47%-osból viszont ~89%-os.

Ez azt jelenti, hogy az osztalékkirály-portfólió jóval kevesebb időt és hozamot igényelt a kilábaláshoz, így fenntarthatóbb befektetésnek bizonyult.

10.2.6. Sharpe-ráta: a kockázatvállalás megtérülése a válságidőszakban

A Sharpe-ráták:

- Osztalékkirályok: 0,10,
- S&P 500: -0,08.

A pozitív Sharpe-ráta azt jelenti, hogy az osztalékkirályok legalább a kockázatmentes hozamot elérték és meghaladták, ami válság idején különösen ritka teljesítmény. Ezzel szemben az S&P 500 negatív Sharpe-rátája jelzi, hogy a vállalt kockázat nem térült meg, és a portfólió teljesítménye a kockázatmentes alternatívákhoz képest is alacsonyabb volt.

10.2.7. A globális pénzügyi válság tanulságai az osztalékkirályok szempontjából

A 2007–2009-es válság azt bizonyítja, hogy a stabil osztalékfizető vállalatok:

- ellenállóbbak rendszerszintű összeomlással szemben,
- lassabban és kisebb mértékben veszítik el értéküket,
- kiszámíthatóbb hozamot biztosítanak,
- és gyorsabban képesek regenerálódni.

A válság mélysége ellenére az osztalékkirály-portfólió nemcsak megőrizte értékét, hanem pozitív hozamot is termelt, míg az S&P 500 index alulteljesítette az elvárt hozamot.

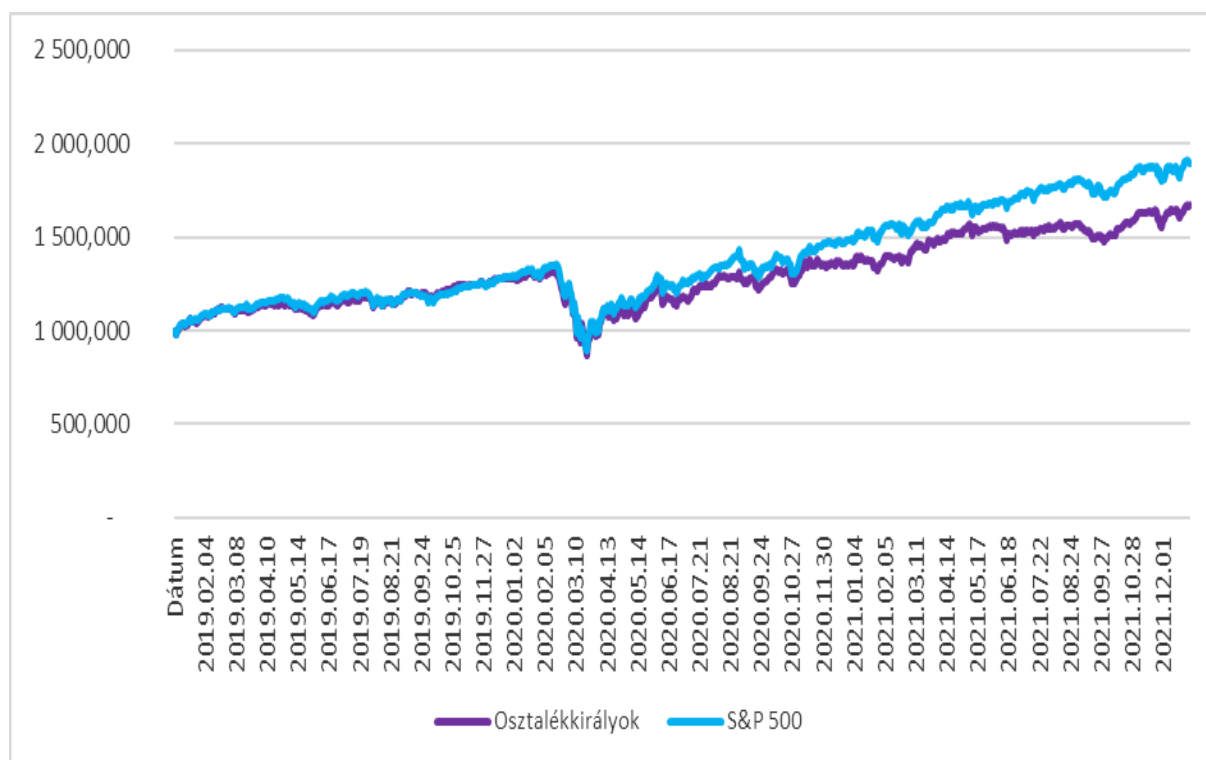
Ez a teljesítmény egyben alátámasztja azt az elméleti keretet is, amely szerint a stabil osztaléknövelő vállalatok hosszú távon nem pusztán jövedelmi forrást jelentenek, hanem strukturált, válságálló befektetési kategóriát képviselnek.

10.3. Az osztalékkirályok teljesítménye a COVID–19 válság időszakában (2019–2021)

A COVID–19 vilájárvány 2020 első negyedében rendkívüli gyorsasággal és váratlansággal omlasztotta össze a globális pénz- és tőkepiacokat. A pandémia miatti lezárások, ellátási láncakadozások, keresletösszeomlás és bizonytalanság olyan típusú sokkot idézett elő, amely egyszerre érintette a reálgazdaságot és a pszichológiai befektetői hangulatot. A válság azonban – a korábbi buborék- vagy rendszerkockázati eseményektől eltérően – rendkívül rövid, de annál mélyebb zuhanást okozott, majd egy gyors és erőteljes felpattanás követte.

A vizsgálati időszak, a módszertani konzisztenciának megfelelően, 2019 és 2021 közé került kijelölésre, amely magában foglalja: a válság előtti évet (2019), a hirtelen és rendkívül éles árfolyamesést (2020 február–március), valamint a helyreállást és a poszt-COVID részvénytőzsi emelkedést (2020–2021).

A portfóliók súlyozása a teljes 25 éves folytonos portfólió alapján változatlan maradt, azonban az ábrázolhatóság érdekében mindkét görbe 1000 dolláros bázisértékre került skálázásra. A visszatekintő adatok ebben a fejezetben – a többi válságidőszakhoz igazodva – szintén sima záróárakon alapulnak.



7. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a COVID-19 válság alatt³⁶

10.3.1. A válság strukturális jellemzői és a portfóliók eltérő viselkedése

A COVID-válságot leginkább három sajátos tényező különbözteti meg a dotcom- és a pénzügyi válságtól:

- Extrém sebességű piaci összeomlás:

Az S&P 500 kevesebb mint 30 nap alatt esett több mint 30%-ot — ez a modern piaci történelem egyik leggyorsabb medvepiacba fordulása volt.

³⁶ forrás: saját szerkesztés

- Masszív, koordinált jegybanki és fiskális beavatkozás:

A Federal Reserve példátlan mértékű likviditást injektált a rendszerbe, ami gyors talpra állást tett lehetővé.

- Erős szektorális különbségek:

A technológiai szektor és a digitális szolgáltatók a válságból profitáltak is (főként a kijárási tilalmak és a home-office által nyújtott intenzív keresletnövekedés miatt), míg a hagyományos, fizikai jelenléthez kötött iparágak visszaestek.

Ez a sajátos környezet kulcsfontosságú a részvényportfóliók viselkedésének értelmezésében.

10.3.2. Összefoglaló eredmények – eltérő dominanciaviszony, mint a korábbi válságokban

Mutatók	Osztalékkirályok	S&P 500
CAGR	18,74%	23,82%
Volatilitás	23,50%	22,01%
Maximum Drawdown (MDD)	–34,24%	–34,10%
Sharpe-ráta	0,72	1,00

5. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a COVID-19 válság alatt³⁷

A COVID-válság az első olyan vizsgált válságperiódus, ahol az S&P 500 minden fontosabb mutatóban felülteljesítette az osztalékkirály portfóliót. Ez azonban nem a defenzív vállalatok gyengeségét, sokkal inkább a technológiai szektor látványos térnyerését és az amerikai részvénytőke szerkezetének megváltozását tükrözi.

10.3.3. Hozamteljesítmény: a technológiai dominancia éve

A válság időszakát a részvényhozamok szempontjából két jól elkülöníthető szakasz jellemezte:

- 2020 február–március: gyors összeomlás mindkét portfólióban,

³⁷ forrás: saját szerkesztés

- 2020 áprilistól 2021 végéig: a technológiai szektor szinte példátlan ralija.

Mivel az S&P 500 súlyozása piaci kapitalizáción alapul, a legnagyobb technológiai részvények (Facebook/Meta, Apple, Amazon, Netflix, Google/Alphabet, Microsoft) extrém súllyal bírtak az indexben. Ezek a cégek kifejezetten profitáltak a digitalizáció felgyorsulásából, így az S&P 500 rendkívül magas, 23,82% CAGR eredményt ért el.

Ezzel szemben az osztalékkirály-portfólió pozitív, de mérsékeltebb, 18,74% CAGR mutatóval zárt. Ez is kiemelkedő hozam, de a defenzív szektorok kevésbé vették ki részüket a poszt-COVID raliból, mint a növekedési vállalatok.

10.3.4. Volatilitás: a válság extrém hirtelensége a defenzív részvényeket is megrázta

A COVID-válság az előző válságokkal szemben nem fokozatos összeomlást, hanem szinte „tőzsdei sokkot” idézett elő. A volatilitás mindkét portfólió esetében magas volt:

- Osztalékkirályok volatilitása: 23,50%,
- S&P 500 volatilitása: 22,01%.

A különbség kicsi, azonban fontos jelzés: **a defenzív részvények válság idején általában stabilabbak, ám a COVID-összeomlás jellegéből fakadóan még a legstabilabb vállalatok is egyszerre kerültek eladási hullám alá**, ahogy a piacok pánikszerűen árazták a globális bizonytalanságot.

A volatilitási különbség tehát nem szerkezeti instabilitást jelez, hanem a válság specifikus tulajdonságát: a „sokkhatást”, amely minden részvénytípust egyszerre ért.

10.3.5. Maximum drawdown: szinte azonos mélységű zuhanás

A COVID-válság egyedisége miatt a két portfólió maximum drawdown-ja nagyon közel kerül egymáshoz:

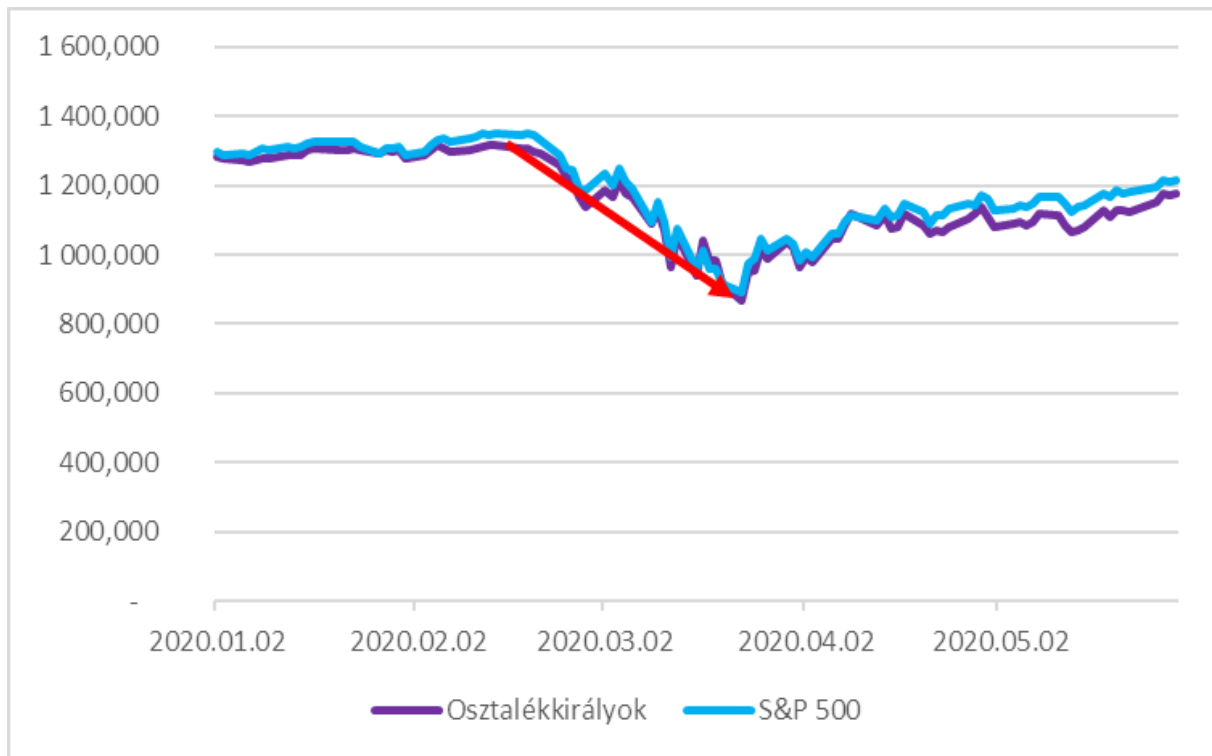
- Osztalékkirályok: -34,24%, MDD-időszak: 2020.02.14. – 2020.03.23.
- S&P 500: -34,10%, MDD-időszak: 2020.02.19. – 2020.03.23.

A két csúcs–mélypont időszaka is meglepően hasonló. Ez azt mutatja, hogy a COVID-mozgás annyira erős és gyors volt, hogy:

- **a defenzív részvények sem tudtak menedéket biztosítani a pánik első hullámaiban,**

- az eladásokat nem fundamentális alapon, hanem globális bizonytalanság és likviditási félelem motiválta.

Ez az első válság a mintában, ahol a drawdown mélysége nem tér el érdemben a két portfólió között.



8. ábra MDD a COVID-19 válság alatt³⁸

10.3.6. Sharpe-ráta: az S&P 500 extrém erős felpattanása dominál

A Sharpe-ráta a COVID-időszak egyik legfontosabb mutatója:

- Osztalékkirályok: 0,72,
- S&P 500: 1,00.

Ez azt jelenti, hogy a kockázat-hozam arányt tekintve az S&P 500 jelentősen felülteljesítette a defenzív portfóliót. A magyarázat kulcsa:

- a technológiai részvények a járvány második felében extrém többlethozamot termeltek,
- a kamatok rekordalacsony szintre kerültek, ami tovább emelte a növekedési részvények értékeltségét,

³⁸ forrás: saját szerkesztés

- a jegybanki intézkedések a növekedési részvényeket támogatták leginkább.

Mindezek eredményeként a COVID-válság az első vizsgált időszak, ahol a növekedési részvények dominanciája erősebb volt, mint a defenzív stabilitás.

10.3.7. A COVID–19 válság tanulságai az osztalékkirályok szempontjából

A COVID-válság számos szempontból kivételes eset, és fontos következtetéseket hordoz:

- A rendkívül gyors, pánikszerű eladási hullám a defenzív részvényeket is egyformán érintette.
- A jegybanki intézkedések és a digitalizáció gyorsulása erőteljesen a növekedési részvényeket favorizálták, így az S&P 500 a válság után rendkívül erős raliba kezdett.
- Az osztalékkirályok továbbra is stabil, kiszámítható teljesítményt nyújtottak, de a szektorösszetételük miatt nem tudták tartani a technológiai vállalatok által hajtott extrém növekedési ütemet.
- A válság ismét igazolta, hogy az osztalékalapú részvények nem a hirtelen sokkok, hanem a strukturális recessziók alatt brillíroznak.

A COVID–19 időszaka tehát nem cáfolja, hanem inkább kiegészíti az osztalékkirály-stratégiát: míg a defenzív részvények stabilitást adnak a portfóliónak, addig egy egyedi, extrém gyors technológiai felértékelődésű időszakban a széles piac is felülteljesítheti őket.

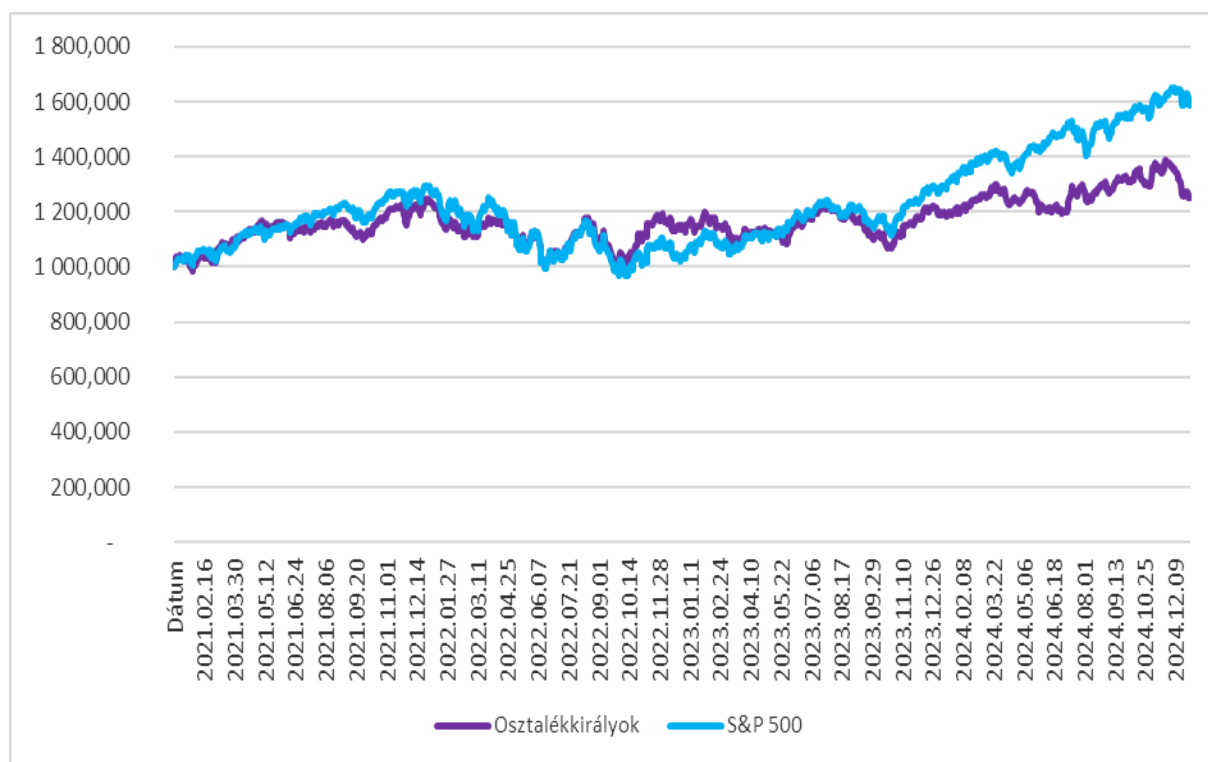
10.4. Az osztalékkirályok teljesítménye az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában (2021–2024)

A 2022–2023-as inflációs sokk és az erre válaszként induló rendkívül agresszív kamatemelési ciklus a globális részvénypiacok egyik legmeghatározóbb makrogazdasági fordulópontját jelentette. A COVID–19 válságot követő extrém likviditásbőség, a gazdaságok „újraindítása”, az ellátási láncok tartós sérülései, valamint az energiapiac zavarai történelmi csúcsra emelték az inflációt. A jegybankok – élükön a Federal Reserve-el – az elmúlt évtizedek legjelentősebb kamatemelési sorozatát hajtották végre, ami radikálisan átalakította a részvénypiacok értékeltségét, a befektetői preferenciákat és a hozampercepciókat egyaránt.

A vizsgálati időszak a módszertani egységesség miatt 2021 és 2024 között került meghatározásra, így lefedi:

- a poszt-COVID csúcsértékeltség időszakát (2021),
- a teljes 2022-es inflációs sokkot és kamatemelési ciklust,
- valamint a 2023–2024-es részleges helyreállást.

A portfóliók súlyozása a folyamatos 25 éves portfólió logikáját követve nem került módosításra, azonban a grafikus összehasonlíthatóság érdekében mindkét görbe 1000 dolláros bázisról indult.



9. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában³⁹

10.4.1. Összefoglaló eredmények – visszafogott, de stabil teljesítmény a defenzív oldalon

Mutatók	Osztalékkirályok	S&P 500
CAGR	5,82%	12,28%
Volatilitás	15,34%	16,53%

³⁹ forrás: saját szerkesztés

Maximum Drawdown (MDD)	–20,23%	–25,36%
Sharpe-ráta	0,26	0,74

6. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában⁴⁰

A számokból látható, hogy bár az osztalékkirály-portfólió ismét stabilabban viselkedett (kisebb drawdown, alacsonyabb volatilitás), az S&P 500 lényegesen magasabb hozamot ért el a vizsgált időszakban. Ez a trend nagymértékben összefügg a kamatemelési ciklus sajátosságaival, valamint a technológiai szektor újbóli kiugró erejével, amelyet az AI boom támogatott 2023–2024 során.

10.4.2. A maximum drawdown időbeli alakulása

A két portfólió MDD-je időben a következőképpen alakult:

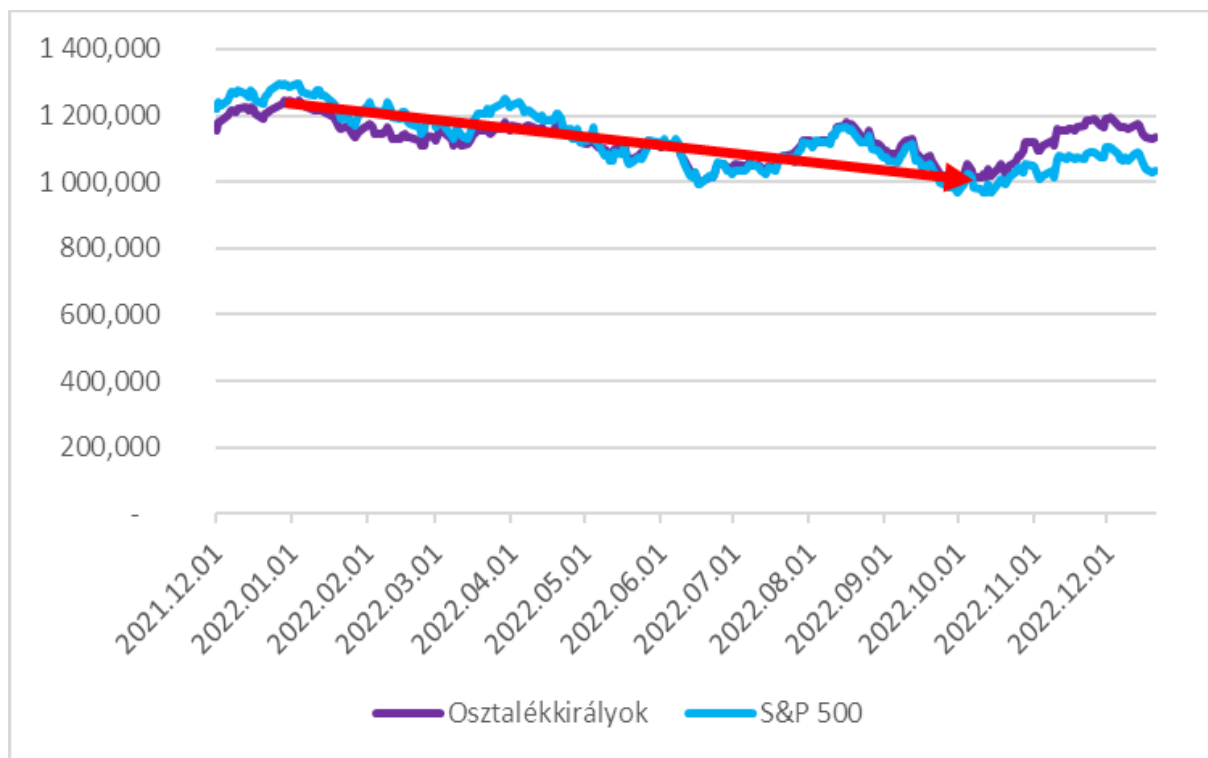
- Osztalékkirályok MDD-időszak: 2021.12.31. – 2022.09.30.
- S&P 500 MDD-időszak: 2022.01.03. – 2022.10.12.

A széles piac már 2022 elején érdemben esni kezdett, ahogy a kamatemelési várakozások beárazódtak az árfolyamokba. Az osztalékkirályok portfóliója enyhe késéssel reagált, ami összhangban áll azzal, hogy:

- a defenzív részvények később érzékelik a kamat- és inflációs sokkok keresleti hatását,
- a vállalati cash flow-k kiszámíthatóbbak,
- és a stabilabb üzleti modellek miatt a befektetők kevésbé adják el őket a válság kezdetén.

Mindkét portfólió a mélypontot 2022 harmadik–negyedik negyedévében érte el, azonban az S&P 500 visszaesése valamivel mélyebb és hosszabb lefutású volt.

⁴⁰ forrás: saját szerkesztés



10. ábra MDD az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában⁴¹

10.4.3. Hozamteljesítmény: a kamatérzékeny növekedési részvények visszatérése

A válság időszakának egyik legfontosabb tanulsága, hogy bár 2022-ben mindkét portfólió jelentős esést szenvedett el, 2023-tól kezdve a technológiai részvények dominanciája gyors és érdemi felpattanást eredményezett az S&P 500-ban.

A pozitív hozamok mögött három fő tényező áll:

- AI-rali és technológiai szuperciklus: az NVIDIA, Microsoft, Alphabet és Meta részvényei történelmi ralit produkáltak.
- A magas kamatkörnyezet ellenére is növekvő profitabilitás: a nagy technológiai vállalatok üzleti modellje kevésbé kitett a hitelköltségek emelkedésének.
- A 2022-es nagy esést követően 2023-ban látványos újraárazás történt, amelynek előnyeit az osztalékkirályok defenzív szektorai nem, vagy csak részben tudták követni.

⁴¹ forrás: saját szerkesztés

Az osztalékkirályok ezzel szemben kisebb hozamot értek el (5,82% CAGR), de a teljesítmény stabilabb volt. A defenzív részvények előnye itt kevésbé a hozamban, mint inkább a kockázatsökkentésben jelent meg.

10.4.4. Volatilitás: a defenzív részvények stabilabbak maradtak

A volatilitási adatok azt mutatják, hogy:

- az osztalékkirályok: 15,34%,
- az S&P 500: 16,53% volatilitással mozogtak.

Ez mérsékelt, de jelentős különbség, amely alátámasztja:

- az osztalékalapú vállalatok defenzív karakterét,
- a kisebb árfolyam-ingadozást erős kamatmozgások közepette,
- valamint azt, hogy a válság alatt a stabil készpénztermelő képesség védelmet nyújt a túlzott piaci kilengésekkel szemben.

Mégis: a hozamkülönbség miatt az S&P 500 magasabb volatilitása erősebben kompenzálódott.

10.4.5. Maximum drawdown: kisebb zuhanás a stabil osztalékkirályoknál

A drawdown értékek:

- Osztalékkirályok: -20,23%
- S&P 500: -25,36%

A mintegy 5 százalékpontos különbség válságkörnyezetben részlegesen, de fontos előnyt jelent a defenzív portfólió számára. Ebből következik:

- lassabb és kisebb mértékű értékvesztés,
- kisebb pszichológiai és kockázatkezelési teher a befektetők számára.

10.4.6. Sharpe-ráta: a növekedési részvények vezette raliban az S&P 500 elszakad

A Sharpe-ráták:

- Osztalékkirályok: 0,26,
- S&P 500: 0,74.

Ez az eltérés azt mutatja, hogy a magasabb volatilitás ellenére az S&P 500 hozama sokkal erősebben kompenzálta a kockázatokat. Egyértelműen látszik, hogy ebben a szakaszban:

- a kamatérzékeny növekedési szektor újra meghatározó szerepbe került,
- a defenzív részvények hozamban nem tudták tartani az ütemet,
- ugyanakkor a stabilitásuk továbbra is megmutatkozik a kockázati mutatókban.

10.4.7. Az inflációs sokk tanulságai az osztalékkirályok szempontjából

Az inflációs környezet és a magas kamatkörnyezet új típusú kihívást jelentett a defenzív portfóliók számára, hiszen:

- a megemelkedett hozamkörnyezet csökkenti a részvények relatív vonzerejét,
- a növekedési részvények profitmodellje sok esetben rugalmasabb a vártnál,
- a defenzív vállalatok nem részesültek a technológiai rali extrém többlethozamaiból,
- ugyanakkor stabilabb kockázati profilt mutattak, kisebb drawdown-nal és alacsonyabb volatilitással.

Az időszak összességében azt mutatja, hogy a defenzív osztalékalapú befektetések továbbra is hatékony eszközei a portfólió stabilizálásának, még akkor is, ha bizonyos makrogazdasági környezetekben a széles részvényt piac magasabb hozamra lehet képes.

10.5. Az osztalékkirály-portfólió 25 éves teljesítménye: hosszú távú válságállóság és értékteremtés (2000–2024)

A hosszú távú, több évtizedet átfogó részvényt piaci elemzések különösen alkalmasak arra, hogy feltárják az egyes befektetési stratégiák valódi értékteremtő képességét és kockázati profilját.

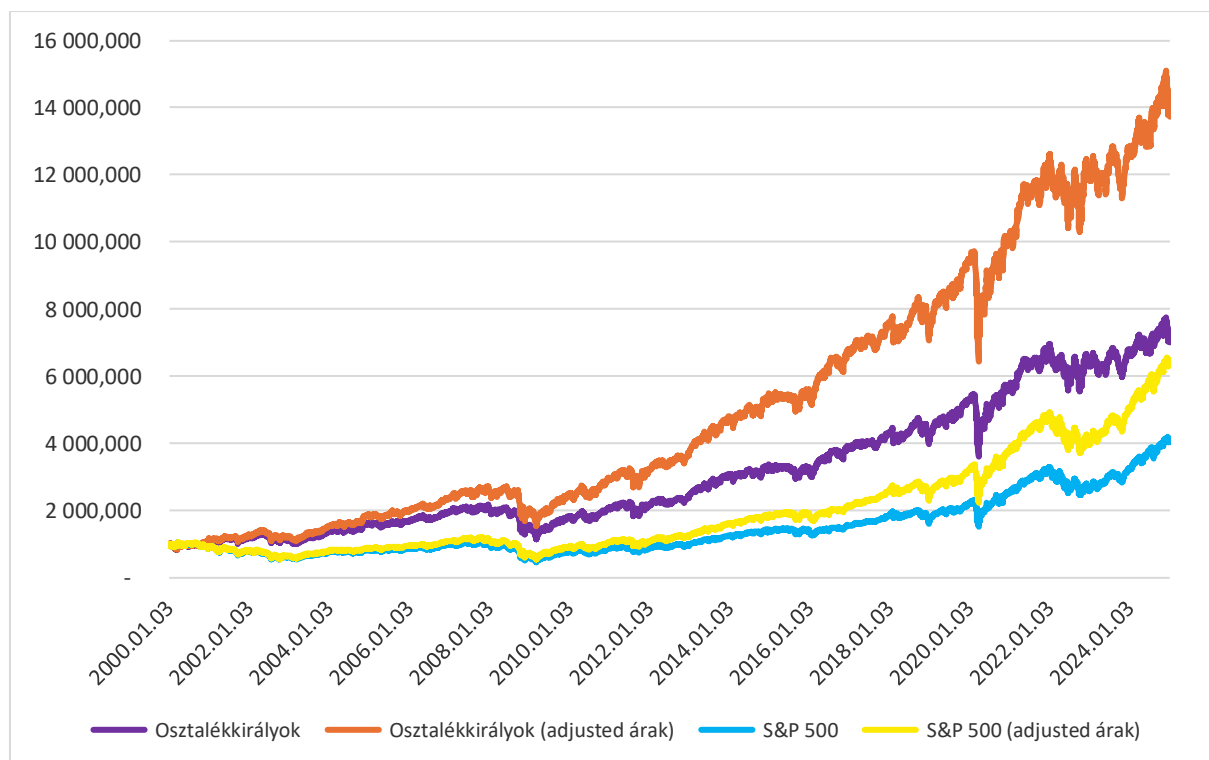
Míg egy-egy rövidebb válságidőszakban a piaci hangulat, a makrogazdasági sokkok vagy akár egy-egy szektor kiugró teljesítménye is domináns hatással lehet, addig 25 évnyi adatot már elegendőnek tekintek ahhoz, hogy a ciklikus és ideiglenes jelenségektől tisztított, strukturális következtetésekre juthassak.

Ezért különösen fontos ez a fejezet: ez mutatja meg igazán, hogy az osztalékkirályok — a hosszú távú osztaléknövelő cégek portfóliója — milyen teljesítményt nyújt, ha több tőkepiaci cikluson, válságon és gazdasági struktúraváltáson kell átkelni. A vizsgálati időszak a 2000. január 1. és 2024. december 31. közötti időt öleli fel. A portfóliókat a teljes időszak során nem

súlyoztam újra, így az egyes vállalatok súlya organikusan, a hozamoknak megfelelően változott. A 25 éves vizsgálatot kétféle árfolyamsorral végeztem:

- záróárak (close price),
- adjusted záróárak (adjusted close price).

A kétféle adat közötti különbség kulcsfontosságú, ezért ezt külön alfejezetben tárgyalom.



11. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye 25 éves időtávon záróárak és adjusted close árak tekintetében⁴²

10.5.1. Sima záróárak vs. adjusted záróárak - miért kritikus a különbség?

A close price az adott kereskedési nap hivatalos záróára, amely kizárólag az utolsó piaci tranzakció árát rögzíti. Ezzel szemben az adjusted záróár (adjusted close price) korrigálja a záróarat az olyan vállalati események hatásával, mint az osztalékfizetések, részvényfelaprózások (bár a legtöbb professzionális adatforrás már automatikus korrekciójzza a historikus záróárakat részvényfelaprózás esetén) és spin-offok. Ezáltal az adjusted close ár a

⁴² forrás: saját szerkesztés

részvény tényleges, újrabefektetett hozamot is tükröző értékét mutatja, ezért idősoros teljesítményelemzéshez és hozamszámításhoz elsősorban ezt a mutatót célszerű alkalmazni.⁴³

Tehát, ez az árfolyam azt tükrözi, hogy mekkora lenne a befektetés értéke, ha a befektető minden osztalékot automatikusan visszaforgatott volna. Ez különösen fontos osztalékalapú befektetési stratégiák esetén, hiszen az osztalékok újrabefektetése hosszú távon a teljes hozam túlnyomó részét adja.

Miért fontos ez a dolgozatban?

Az osztalékkirályok egyik fő vonzereje éppen az, hogy:

- hosszú távon stabil, növekvő osztaléksorozatot biztosítanak,
- az osztalékok újrabefektetése hatványozhatja a hozamokat.

Ezért az adjusted záróár hosszú távon sokkal jobban reprezentálja a valós befektetői teljesítményt, mint a sima ár. A különbség a két sor között nem elméleti, hanem drámai gyakorlati hatással jár, amit az eredmények egyértelműen tükröznek.

10.5.2. A 25 éves teljesítmény főbb eredményei

Mutatók	Osztalékkirályok	Osztalékkirályok (adjusted)	S&P 500	S&P 500 (adjusted)
CAGR	8,10%	11,05%	5,73%	7,66%
Volatilitás	18,40%	18,08%	19,43%	19,39%
Maximum Drawdown	-47,20%	-43,33%	-56,47%	-55,20%
Sharpe-ráta	0,34	0,51	0,24	0,30

7. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint 25 éves időtávon záróárak és adjusted close árak tekintetében⁴⁴

A táblázat egyértelmű következtetésekre ad lehetőséget.

⁴³ Ganti (2025)

⁴⁴ forrás: saját szerkesztés

10.5.3. A hozamok összehasonlítása (CAGR) – döntő előny az osztalékkirályoknál

Sima záróárak alapján:

- Osztalékkirályok: 8,10% CAGR,
- S&P 500: 5,73% CAGR.

Ez már önmagában is jelentős különbség, de a valós kép csak az adjusted close árak alapján látszik.

Adjusted záróárak alapján (osztalék visszaforgatása):

- Osztalékkirályok: 11,05% CAGR,
- S&P 500: 7,66% CAGR.

Ez azt jelenti, hogy 25 év alatt:

- az osztalékkirály-portfólió több mint duplájára nő az S&P 500 hozamához képest,
- az osztalékok visszaforgatásának jelentősége megkérdőjelezhetetlen,
- az osztalékalapú stratégia hosszú távú hozamelőnye egyértelműen kimutatható.

A grafikon is ezt mutatja: az adjusted osztalékkirály-görbe (narancssárga) messze elvágik a többitől — és nem véletlenül.

10.5.4. Volatilitás – tartósan alacsonyabb kockázat a defenzív részvényeknél

A teljes időszak volatilitási értékei:

- Osztalékkirályok (adj.): 18,08%,
- S&P 500 (adj.): 19,39%.

A különbség ugyan nem óriási, de tartós: 25 éven keresztül minden egyes év átlagos árfolyam-ingadozása kisebb volt az osztalékkirályoknál.

Ez azt jelenti, hogy:

- a defenzív részvények stabilabb árazást mutattak,
- válságidőszakokban általánosságban kevesebbet estek,
- kevésbé voltak érzékenyek a makrogazdasági ingadozásokra.

10.5.5. Maximum drawdown – nagy különbség válság idején

A globális pénzügyi válság a teljes 25 éves időszak legmélyebb visszaesését okozta.

MDD időtartamok:

- Osztalékkirályok: 2007.12.24. – 2009.03.09,
- S&P 500: 2007.10.09. – 2009.03.09.

MDD értékek:

- Osztalékkirályok (adj.): -43,33%,
- S&P 500 (adj.): -55,20%.

Ez több mint 12 százalékpontos különbség.

Ez döntően fontos, mert:

- **a kisebb visszaesés → gyorsabb kilábalás,**
- **a portfólió kevesebb időt tölt mélyponton,**
- **a kisebb drawdown csökkenti a pánikszerű eladások valószínűségét,**
- **a befektető számára ténylegesen kisebb kockázatot jelent.**

10.5.6. Sharpe-ráta – a legfontosabb mutató: stabil hozam stabil kockázat mellett

A Sharpe-ráta megmutatja, hogy: mennyire jól fizeti meg a befektetés a vállalt kockázatot.

Adjusted értékek alapján:

- Osztalékkirályok: 0,51
- S&P 500: 0,30

Ez döntő különbség: az osztalékkirályok hozama jóval nagyobb mértékben térül meg egységnyi kockázat mellett, mint a széles piaci indexé. Ez a dolgozat egyik legfontosabb következtetése.

10.5.7. A 25 éves vizsgálat átfogó tanulságai

A teljes időtáv alapján az alábbiak állapíthatók meg:

1. Az osztalékkirályok hosszú távú hozama kimagasló.

Adjusted adatok alapján több mint 3,5 százalékponttal magasabb évesített hozamot értek el, mint az S&P 500. Ez 25 év alatt megsokszorozódó különbséget eredményez.

2. Az osztalékok újrabefektetése döntő fontosságú.

A sima és adjusted eredmények közötti különbség bizonyítja:

- osztalékalapú részvényeknél a teljes hozam jelentős része az osztalékokból és azok újrabefektetéséből származik,
- a sima árfolyamgörbe torzítja a valós teljesítményt,
- hosszú távú elemzéseknél kötelező az adjusted close használata.

3. A kockázat alacsonyabb, a drawdown kisebb.

Mind a volatilitás, mind a drawdown alapján:

- az osztalékkirály-stratégia stabilabb,
- kevésbé esik válságok idején,
- gyorsabban regenerálódik.

4. A Sharpe-ráta alapján hatékonyabb befektetés.

Az osztalékkirály-portfólió hosszú távon:

- magasabb hozamot,
- alacsonyabb kockázatot,
- jobb kockázat-hozam arányt biztosít.

Ez a kombináció különösen erős bizonyítéka a válságállóságnak.

5. A több évtizedes időtáv lehetővé teszi a strukturális trendek elkülönítését a rövid távú zajoktól

A 25 éves periódus egyik legfontosabb tanulsága, hogy ilyen hosszú horizonton már nem csupán a ciklikus kilengések vagy egy-egy válság átmeneti hatásai érvényesülnek, hanem a részvénytőke mélyebb, tartós szerkezeti folyamatai is kirajzolódnak. A negyed évszázadon átívelő adatsor világosan megmutatja:

- mely vállalatípusok képesek hosszú távon, egymást követő gazdasági ciklusokban is fenntartani jövedelemtermelő képességüket,

- a stabil üzleti modell és a következetes osztaléknövelési politika milyen mértékben járul hozzá a portfólió tartós értéknövekedéséhez,
- milyen erősen differenciálódik a teljesítmény a gyorsan változó, érzékenyebb szektorok és a defenzívebb vállalatok között.

Egy ekkora időtáv lényegében kiszűri a rövid távú piaci zajt, a spekulatív árfolyammozgásokat, valamint az egyszeri sokkok okozta torzításokat. Így a 25 éves vizsgálat nem egyszerűen azt mutatja meg, hogyan reagáltak a portfóliók egy-egy válságra, hanem azt is, hogy mely befektetési stratégiák bizonyultak fenntarthatónak és időtállóknak a tőkepiaci környezet radikális változásai ellenére is.

Ebből következően ez a hosszú horizont szolgáltatja a legmegbízhatóbb alapot a részvénybefektetési stratégiák közötti különbségek valós értékeléséhez.

10.5.8. Összegzés

A 25 éves vizsgálat alapján kijelenthető, hogy az osztalékkirályok:

- **hosszú távon felülteljesítik az S&P 500-at,**
- **stabilabbak, kisebb kockázatot hordoznak,**
- **az osztalékok újrabefektetése révén kiemelkedő értéket teremtenek,**
- **válságállóbbak a széles piaci indexnél,**
- **és összességében hatékonyabb befektetési stratégia alapját képezik.**

Ez a fejezet egyben megalapozza a dolgozat későbbi következtetéseit is: a stabil osztaléknövelők nem pusztán defenzív részvények, hanem hosszú távon is bizonyítottan erős értékteremtő portfóliót alkotnak.

10.6. A teljes eredmények összegzése

A vizsgálatok eredményei átfogó képet nyújtanak arról, hogy az osztalékkirályoknak nevezett, több évtizede folyamatosan osztalékot növelő vállalatok milyen teljesítményt nyújtanak különböző gazdasági és piaci környezetekben. A kutatás során négy eltérő válságidőszakot vizsgáltam meg részletesen, majd egy negyed évszázados, 25 évet átölelő hosszú távú elemzés követte ezeket. Ez a struktúra nem csupán az egyes időszakok jellegzetességeinek megértését, hanem a hosszú távú befektetési teljesítmény mélyebb megismerését is lehetővé tette. Az alábbi

összegzés célja, hogy e sokrétű eredményeket egyetlen koherens narratívába rendezze, és bemutassa, hogyan teljesítenek az osztalékkirályok a részvénytőke különböző ciklusában, illetve miért mondható el róluk, hogy válságálló és hosszú távon is rendkívül hatékony befektetési alapstratégiát képviselnek.

A négy válságidőszak vizsgálata jól szemlélteti, hogy az osztalékkirályok stratégiai előnye különböző típusú sokkok esetén eltérő módon jelentkezik. A dotcom-lufi kipukkanása idején – amikor az internetes vállalatok túlértékeltsége dominálta a piaci hangulatot – a defenzív, stabil osztalékkirályok kiemelkedően teljesítettek. E vállalatok üzleti modelljeit a technológiai buborék szélsőségei alig érintették, és a befektetők flight-to-quality magatartása egyértelmű felhajtó erőt biztosított számukra. A dotcom időszakban mért jelentős felülteljesítés egyben rámutatott a stratégia egyik alapvető erősségére: **a stabil készpénztermelő képesség és a vállalatok tartós osztaléknövelési gyakorlata olyan értékalapú fundamentum, amely válsághelyzetben is megtartja vonzerejét.**

A globális pénzügyi válság ehhez képest egészen másfajta sokk volt: a hitelpiaci összeomlás és a rendszerkockázat materializálódása minden vállalatot érintett, és a piac egészére kiterjedő pánik alakult ki. Ebben az időszakban az esés mértéke mindkét portfóliót súlyosan érintette, azonban még ebben a rendkívüli helyzetben is érdemi különbség maradt az osztalékkirályok és az S&P 500 között. Az osztalékkirályok kisebb drawdownt szenvedtek el, ami arra utal, hogy hosszú távú, stabil osztaléknövelő vállalatnak lenni még egy rendszerszintű válságban is relatív előnyt biztosít. **Noha a teljesítménybeli különbség ebben a szakaszban kisebb volt, a kockázati mutatók alapján továbbra is egyértelműen kimutatható volt a portfólió defenzív jellege.**

A COVID-19 válság esetében ismét új típusú sokkkal találkozott a részvénytőke. A járványhoz kapcsolódó gazdasági lezárások, majd a példátlan monetáris és fiskális élénkítő lépések extrém gyors és mély „V-alakú” árfolyammozgást eredményeztek. Ebben a turbulens környezetben az osztalékkirályok és az S&P 500 teljesítménye erőteljesen konvergált a válság első szakaszában, azonban a kilábalás során a technológiai részvények újra dominálni kezdtek. A vizsgálatok azt mutatják, hogy a COVID-válság rövid, rendkívül heves, majd gyorsan visszapattanó jellegéből adódóan **az osztalékkirályok itt nem tudtak olyan jelentős felülteljesítést bemutatni, mint más válságokban. Ugyanakkor az esés mértéke és időtartama mindkét portfóliónál hasonló volt, ami arra utal, hogy e rövid, extrém volatilitású fázisban a hosszú távú befektetési narratívák ideiglenesen a háttérbe szorultak.**

A 2022–2023-as inflációs sokk és kamatemelési ciklus egy újabb, szerkezetében eltérő sokkhelyzetet hozott. A magas infláció, a gyors kamatemelések és a hozamgörbe átalakulása hatására a diszkontfaktor jelentősen emelkedett, ami a növekedési részvények értékeltségére erőteljes nyomást gyakorolt – azonban 2023-tól az AI-vezérelt technológiai rali mégis jelentős felhajtóerőt biztosított a széles piac számára. **Az osztalékkirályok ebben a szakaszban is stabilabban viselkedtek, de hozamban elmaradtak az S&P 500 mögött. Ez jól illeszkedik az elméleti várakozásokhoz: a defenzív portfóliók a stabilitást, nem pedig a spekulatív szektorok kiugró teljesítményét preferálják. A vizsgálat megmutatta, hogy az osztalékkirályok ebben az időszakban is jelentősen csökkentették a kockázatot, még ha nem is nyújtottak hozambeli felülteljesítést.**

Megjegyzés:

A vizsgált időszak négy piaci sokkja közül csupán a dotkom-válság (2001–2002) és a 2007–2009-es pénzügyi krízis tekinthető valódi, strukturális medvepiacnak. Az ábrán sötétkek karikákkal jelöltem a négy vizsgált válságidőszakot, amelyek között jól megfigyelhető a különbség a valódi, elhúzódó medvepiacok és a későbbi, átmeneti sokkok között. A dotkom-válság (2001–2002) és a 2007–2009-es pénzügyi krízis idején az S&P 500 árfolyama tartósan a világoskek 200 hetes mozgóátlag alá esett, miközben a 200 hetes mozgóátlag a piros 50 hetes fölé került. Ez a mintázat klasszikus, strukturális medvepiacra utal.

Ezzel szemben a 2020-as COVID-sokk és a 2022-2023-as inflációs/kamatemelési turbulencia – szintén be vannak jelölve a sötétkek karikákkal – csak átmeneti visszaesést mutatnak. Az árfolyam ezekben a periódusokban nem tudott tartósan a 200 hetes mozgóátlag alá kerülni (sőt gyakran még az 50 hetes alá sem), és a két mozgóátlag nem fordult át medvepiaci konfigurációba.



12. ábra: Az S&P 500 index 50 és 200 hetes mozgóátlagainak változása a válságidőszakokban⁴⁵

A válságidőszakok részletes összevetése tehát arra a következtetésre vezet, hogy az osztalékkirályok előnye nem minden esetben egyforma mértékben jelenik meg, de minden környezetben kimutatható. A különböző sokkok típusai eltérő módon hatnak az egyes szektorokra és befektetési stílusokra, de a stabil osztaléknövelő részvények által biztosított defenzív jelleg rendszeresen és megbízhatóan érvényesül.

A kutatás legfontosabb része ugyanakkor a 25 éves hosszú távú vizsgálat volt, amely mélységében és terjedelmében egyaránt alkalmas arra, hogy leválassza a rövid távú folyamatok zajhatásait, és megmutassa, milyen befektetési stratégiák képesek valóban értéket teremteni. A **sima záróárak és az adjusted záróárak összehasonlítása drámai különbségekre világított rá**. A sima záróárak alapján az osztalékkirályok már így is jelentős felülteljesítést mutattak, azonban az adjusted adatok használatával vált igazán láthatóvá az osztalékalapú befektetési stratégia valódi ereje. Az osztalékok újrabefektetésének hatása a negyed évszázados időtávon összeadódik és hatványozódik, így **olyan hozamkülönbségeket eredményez, amelyek már strukturális jellegűek, és egyértelműen a stratégia hosszú távú versenyelőnyét igazolják**.

Nemcsak a hozamkülönbségek, hanem a kockázati mutatók is ezt támasztják alá. A volatilitás tartósan alacsonyabb volt az osztalékkirály-portfólióban, a drawdown értékek pedig még a súlyosabb válság, a globális pénzügyi krízis idején is lényegesen kedvezőbbek voltak, mint az S&P 500 esetében. A Sharpe-ráta – amely a kockázattal korrigált teljesítmény egyik legátfogóbb mutatója – hosszú távon egyértelműen az

⁴⁵ forrás: <https://finance.yahoo.com/chart/%5EGSPC>, letöltés dátuma: 2025.12.09.

osztalékkirályok javára billent, jelezve, hogy a magasabb hozam alacsonyabb kockázattal párosult.

A 25 éves elemzés nemcsak visszaigazolta az osztalékkirályok válságállóságát, hanem megmutatta azt is, hogy **a stratégia nem csupán defenzív jellegű, hanem egyben hatékony hosszú távú értékteremtő mechanizmus** is. A stabil működésű, nyereséges, érett vállalatokba történő befektetés – amely a rendszeres és növekvő osztalékfizetésben nyilvánul meg – a tőkepiaci ciklusok egészén át képes volt felülteljesíteni a széles részvényt piacot, miközben a kockázati profilja kedvezőbb maradt.

Összességében tehát a teljes fejezet eredményei arra utalnak, hogy az osztalékkirályok stratégiai szempontból különleges helyet foglalnak el a részvényt piacon. Rövid távon stabilitást és válságálló viselkedést mutatnak, hosszú távon pedig olyan értékteremtést biztosítanak, amely a részvénybefektetések egyik legmegbízhatóbb formájává teszi őket. A dolgozat empirikus eredményei egyaránt alátámasztják a befektetői pszichológiában és a modern portfólióelméletben megfogalmazott elméleti állításokat: a kiszámítható osztaléknövekedés, a stabil üzleti modell és a hosszú távú fenntartható teljesítmény olyan alapértékek, amelyek a részvényt piacon évtizedeken keresztül is időtálló előnyt biztosítanak.

11. Következtetések és összegzés

A jelen dolgozat célja az volt, hogy átfogó, empirikusan megalapozott képet adjon az osztalékkirályokként ismert vállalatcsoport válságállóságáról és hosszú távú befektetési értékéről. A téma nem csupán elméleti vagy akadémiai szempontból releváns: a volatilis, sokszor kiszámíthatatlan tőkepiaci környezetben egyre több befektető keresi azokat a stratégiákat, amelyek képesek stabilitást nyújtani a rövid távú turbulenciák idején, miközben hosszú távon is megfelelő hozamteljesítményt biztosítanak. Az osztalékkirályok – olyan vállalatok, amelyek legalább 50 éven keresztül folyamatosan növelték évenkénti osztalékukat – a piaci diskurzusban gyakran, mint a válságállóság és a részvényesi értékteremtés mintapéldái jelennek meg. A dolgozat ezt az állítást vizsgálta meg tudományos alapossággal, négy válságidőszak és egy 25 éves, nagymintás elemzés segítségével.

A kutatás során alkalmazott módszertan lehetővé tette, hogy a vizsgálat több dimenzióban is értelmezze a részvények viselkedését. Az equal-weighted portfólió létrehozása kizárta azt a torzító hatást, amelyet a piaci kapitalizációval súlyozott indexek okoznak – például a

legnagyobb vállalatok túlzott dominanciája. A kiválasztott mutatók – CAGR, volatilitás, maximum drawdown és Sharpe-ráta – együttesen tették lehetővé, hogy a teljesítményt és annak stabilitását egyszerre értékeljük. Mindezt tovább erősítette a sima és az adjusted árakkal végzett elemzés, amely jól rávilágított arra, hogy az osztalékok újrabefektetése hosszú távon milyen erőteljesen képes befolyásolni egy portfólió teljesítményét.

A négy válságidőszak elemzésének eredményei egyértelmű mintázatokat mutattak. A dotcom-lufi időszakában az osztalékkirályok kimagaslóan teljesítettek, felülmúlva a széles részvényt piacot mind hozamban, mind kockázatkezelési mutatókban. Ez annak a következménye, hogy az értékalapú, fundamentálisan jól megalapozott vállalatokat kevésbé érinti a spekulatív buborékok kipukkanása, és a befektetők ilyenkor hajlamosak a stabil, kiszámítható cash flow-val rendelkező cégek felé fordulni („flight-to-quality”). A pénzügyi válságban – amely rendszerszintű kockázatot jelentett – mindkét portfólió súlyos eséseket mutatott, ám az osztalékkirályok így is kisebb drawdown-t és némileg kedvezőbb kockázati profilt mutattak. A COVID-19 válság rövid, intenzív és gyorsan konszolidálódó természete miatt kevésbé különítette el a két portfóliót, ám a stabilitás mutatói ekkor is az osztalékkirályok mellett szóltak. A legutóbbi, inflációs és kamatemelési sokkal terhelt időszakban ugyan az S&P 500 magasabb hozamot produkált – főként a technológiai szektor kiugró teljesítményének köszönhetően –, de ismételten megmutatkozott a defenzív portfólió alacsonyabb volatilitása és mérsékeltebb visszaesése.

A vizsgálat legfontosabb tanulságát azonban a 25 éves elemzés szolgáltatta. A negyed évszázadon átívelő idősből egyértelműen kiderült, hogy az osztalékok újrabefektetése kulcsfontosságú tényező az osztalékalapú stratégia sikerében. Míg a sima záróárakat használó elemzés már önmagában is felülteljesítést mutatott az osztalékkirályok oldalán, az adjusted adatok fényében a különbség még látványosabbá vált. Az osztalékok visszaforgatásának hatása hosszú távon hatványozódik, így olyan hozamelőnyt eredményez, amely az S&P 500 teljes hozamát érdemben meghaladja. Ezt nemcsak a hozam-, hanem a kockázati mutatók is alátámasztják: a volatilitás tartósan alacsonyabb, a drawdown kisebb, a Sharpe-ráta pedig lényegesen kedvezőbb az osztalékkirály-portfólióban.

Ezek az eredmények együttvéve azt mutatják, hogy az osztalékkirályok valóban olyan befektetési univerzumot alkotnak, amely képes egyszerre biztosítani a stabilitást és a növekedést. Válsághelyzetekben kisebb a visszaesésük, lassabban és kevésbé hevesen reagálnak a piaci sokkokra, miközben hosszú távon – különösen osztalékok

újrabefektetésével – felülteljesítik a széles részvényt piacot. E kettős előny magyarázza azt a befektetői preferenciát is, amely a stabil cash flow-t és a kiszámítható, növekvő osztalékbevételt előnyben részesíti más hozamformákkal szemben.

Fontos kiemelni, hogy a dolgozat eredményei nem csupán a befektetési stratégiák összehasonlítása szempontjából relevánsak, hanem a tőkepiaci viselkedés mélyebb megértését is segítik. A befektetők kockázatkerülése, likviditási preferenciái, osztalékhoz való viszonya, válsághelyzetekben történő menekülési mintái (flight-to-quality) mind olyan tényezők, amelyek az osztalékkirályok teljesítményében markánsan megjelennek. A dolgozat eredményei így a modern portfólióelmélet és a viselkedési pénzügyek több megállapítását is empirikusan visszaigazolják.

Összességében megállapítható, hogy az osztalékkirályok – stabil osztaléknövekedésüknek, kiegyensúlyozott működésüknek és defenzív karakterüknek köszönhetően – valóban olyan befektetési kategóriát jelentenek, amely válsághelyzetben biztonságot, hosszú távon pedig kiemelkedő értékteremtést biztosít. A dolgozat tapasztalatai alapján ez a vállalatcsoport nemcsak a múltban bizonyult megbízható választásnak, hanem a jövő portfólióstruktúráinak is stabil alapját képezheti. A hosszú távú befektetési stratégiák között az osztalékkirályok szerepe – különösen az osztalékok újrabefektetésének fényében – továbbra is megkerülhetetlen, és a modern, tudatos befektető számára jól megalapozott választást jelentenek.

Irodalomjegyzék

- Asness, C. S., Frazzini, A., & Pedersen, L. H.** (2013). Quality Minus Junk, SSRN Electronic Journal
- Balciunas, K.** (2025): Dividend Kings vs Aristocrats: Key Differences, hozzáférés: <https://financialexpertclass.medium.com/dividend-kings-vs-aristocrats-key-differences-d96da9d49793> , megtekintés dátuma: 2025.11.20.
- Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R.** (2018). Exchange-Traded Funds. Annual Review of Financial Economics, 10
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J.** (2014): *Investments* (10th ed.).
- Damodaran, A.** (2012): *Investment Valuation*. Wiley Finance Series
- Elemzéseközpont** (2022): CAGR - Összetett Éves Növekedési Ráta számítása, képlete, hozzáférés: <https://elemzeskozpont.hu/cagr-osszetett-eves-novekedesi-rata-szamitasa-keplete>, megtekintés ideje: 2025.10.15.
- Elemzéseközpont** (2023): Drawdown a tőzsdén: Mit jelent? Hogyan kezelhető?, hozzáférés: <https://elemzeskozpont.hu/drawdown-tozsden-mit-jelent-hogyan-kezelheto>, megtekintés ideje 2025.10.15.
- Elemzéseközpont** (2025a): Volatilitás: Mit jelent? Miért fontos a részvénytőzsdén?, hozzáférés: <https://elemzeskozpont.hu/volatilitas-mit-jelent-miert-fontos-reszvenytozsden>, megtekintés ideje: 2025.10.15.
- Elemzéseközpont** (2025b): Sharpe-ráta, Sharpe-mutató: Mit jelent? Miért fontos a használata a tőzsdén?, hozzáférés: <https://elemzeskozpont.hu/sharpe-rata-sharpe-mutato-mit-jelent-miert-fontos-hasznalata>, megtekintés ideje: 2025.10.15.
- Fama, E. F., & French, K. R.** (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33
- Fazakas Gergely** (2009): Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon, [PhD értekezés], BCE, hozzáférés: https://phd.lib.uni-corvinus.hu/438/1/fazakas_gergely.pdf, letöltés dátuma: 2025.11.10.

- Ganti, A** (2025), Understanding Adjusted Closing Price: Definition, Benefits & Criticisms, hozzáférés: https://www.investopedia.com/terms/a/adjusted_closing_price.asp, megtekintés ideje: 2025.11.15.
- Gape, A.** (2024): U.S. COVID-19 Stimulus and Relief, hozzáférés: <https://www.investopedia.com/government-stimulus-efforts-to-fight-the-covid-19-crisis-4799723>, megtekintés ideje: 2025.11.20.
- Graham, B.** (1973): The Intelligent Investor (1973)
- Hayes A.** (2025): Understanding the Dotcom Bubble: Causes, Impact, and Lessons, hozzáférés: <https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>, megtekintés ideje: 2025.11.20.
- Jaksity, Gy.** (1991): Az osztalékpolitika és a részvényárfolyamok. Pénzügyi Szemle, 390-415.
- Jerome, N.** (2013): Application of the Maslow's hierarchy of need theory; impacts and implications on organizational culture, human resource and employee's performance. International Journal of Business and Management Invention, 2(3), 39–45.
- Löyttyniemi T.** (2023): Financial instability in 2022-2023: Causes, risks, and responses, hozzáférés: <https://cepr.org/voxeu/columns/financial-instability-2022-2023-causes-risks-and-responses>, megtekintés ideje: 2025.11.20.
- Nagy, B.** (2007): Az osztalékrajtély és viselkedéstani magyarázatai. Hitelintézeti Szemle, 2007/6
- Michael, R. – Thaler, R.H. – Womack, K.L.** (1995): Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? The Journal of Finance, 573-608.
- Singh M.** (2025): The 2008 Financial Crisis Explained, hozzáférés: <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-crisis-review.asp>, megtekintés ideje: 2025.11.20.
- Smith, T.,** (2025): Understanding Stock Types: Common, Preferred, Blue-Chip, and More, hozzáférés: <https://www.investopedia.com/types-of-stocks-5215684>, megtekintés ideje: 2025.11.02.
- Smyth, G. L.,** (2024): Dividend Champions, Achievers, Kings and Aristocrats – A Comparison against the Indexes, hozzáférés: <https://www.dripinvesting.org/dividend-champions->

[achievers-kings-and-aristocrats-a-comparison-against-the-indexes/](https://www.achievers-kings-and-aristocrats-a-comparison-against-the-indexes/), megtekintés ideje:
2025.10.15.

Az osztalékkirály részvények listájának forrása:

<https://www.dividend.com/dividend-kings/> megtekintés dátuma: 2025.11.12.

Az osztalékkirály részvények árfolyamainak forrása:

<https://stockanalysis.com/> megtekintés dátuma: 2025.11.12.

Az osztalékkirály részvények osztalékfizetési adatainak forrása:

<https://finance.yahoo.com/> megtekintés dátuma: 2025.11.12.

Ábrajegyzék

1. ábra Az adatbázisban szereplő vállalatok mennyiségi eloszlása szektoronként	40
2. ábra, A Maslow-piramis az eredeti modell szerint.....	43
3. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a dotcom-lufi kipukkanása alatt.....	51
4. ábra MDD a dotcom-lufi kipukkanása alatt	54
5. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a globális pénzügyi válság alatt	57
6. ábra MDD a globális pénzügyi válság alatt.....	59
7. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye a COVID-19 válság alatt.....	62
8. ábra MDD a COVID-19 válság alatt	65
9. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában	67
10. ábra MDD az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában.....	69
11. ábra Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye 25 éves időtávon záróárak és adjusted close árak tekintetében	72
12. ábra: Az S&P 500 index 50 és 200 hetes mozgóátlagainak változása a válságidőszakokban	80

Táblázatjegyzék

1. táblázat Befektetési típusok kapcsolódása az osztalékkirály részvényekhez	16
2. táblázat A kutatásban szereplő válságok időszakai, okai és piaci reakciói	29
3. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a dotcom-lufi kipukkanása alatt	52
4. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a globális pénzügyi válság alatt.....	57
5. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a COVID-19 válság alatt	63
6. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában.....	68
7. táblázat Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint 25 éves időtávon záróárak és adjusted close árak tekintetében.....	73

Mellékletek

1. Melléklet: Az osztalékkirály részvények listája⁴⁶

TICKER	NEV	Sector
ABM	ABM Industries Incorporated	Ipar
ADM	Archer-Daniels-Midland Company	Fogyasztási cikkek
ADP	Automatic Data Processing Inc.	Technológia
APD	Air Products and Chemicals Inc.	Alapanyagipar
AWR	American States Water Company	Közművek
BDX	Becton, Dickinson and Company	Egészségügy
BKH	Black Hills Corporation	Közművek
CBSH	Commerce Bancshares Inc.	Pénzügyi szolgáltatások
CINF	Cincinnati Financial Corporation	Pénzügyi szolgáltatások
CL	Colgate-Palmolive Company	Fogyasztási cikkek
CWT	California Water Service Group	Közművek
DOV	Dover Corporation	Ipar
ED	Consolidated Edison Inc	Közművek
EMR	Emerson Electric Co.	Ipar
FRT	Federal Realty Investment Trust	Ingatlan
FUL	H. B. Fuller Company	Alapanyagipar
GPC	Genuine Parts Company	Ciklikus fogyasztási cikkek
GRC	The Gorman-Rupp Company	Ipar
GWV	W. W. Grainger Inc.	Ipar
HRL	Hormel Foods Corporation	Fogyasztási cikkek
ITW	Illinois Tool Works Inc.	Ipar
JNJ	Johnson & Johnson	Egészségügy
KMB	Kimberly-Clark Corporation	Fogyasztási cikkek
KO	The Coca-Cola Company	Fogyasztási cikkek
LOW	Lowe's Companies Inc.	Ciklikus fogyasztási cikkek
MCD	McDonald's Corporation	Ciklikus fogyasztási cikkek
MGEE	MGE Energy Inc	Közművek
MO	Altria Group Inc.	Fogyasztási cikkek
MSA	MSA Safety Incorporated	Ipar
MSEX	Middlesex Water Company	Közművek
NDSN	Nordson Corporation	Ipar
NFG	National Fuel Gas Company	Energia
NUE	Nucor Corporation	Alapanyagipar
NWN	Northwest Natural Holding Company	Közművek
PEP	PepsiCo Inc	Fogyasztási cikkek
PG	The Procter & Gamble Company	Fogyasztási cikkek
PH	Parker-Hannifin Corporation	Ipar
PPG	PPG Industries Inc.	Alapanyagipar
RLI	RLI Corp.	Pénzügyi szolgáltatások
RPM	RPM International Inc.	Alapanyagipar
SCL	Stepan Company	Alapanyagipar
SPGI	S&P Global	Pénzügyi szolgáltatások
SWK	Stanley Black & Decker Inc.	Ipar
SYV	Sysco Corporation	Fogyasztási cikkek
TGT	Target Corporation	Fogyasztási cikkek
TNC	Tennant Company	Ipar
UVV	Universal Corporation	Fogyasztási cikkek
WMT	Walmart Inc.	Fogyasztási cikkek

⁴⁶ forrás: <https://www.dividend.com/dividend-kings/>, <https://finance.yahoo.com/>

2. Melléklet: Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a dotcom-lufi kipukkanása alatt záróárak és adjusted close árak tekintetében⁴⁷

Mutatók	Osztalékkirályok	Osztalékkirályok (adjusted)	S&P 500	S&P 500 (adjusted)
CAGR	8,20%	11,40%	-6,47%	-5,17%
volatilitás	15,57%	15,53%	22,56%	22,54%
MDD	-23,74%	-21,58%	- 49,14%	-47,50%
Sharpe- ráta	0,41	0,62	-0,37	-0,31

3. Melléklet: Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a globális pénzügyi válság alatt záróárak és adjusted close árak tekintetében⁴⁸

Mutatók	Osztalékkirályok	Osztalékkirályok (adjusted)	S&P 500	S&P 500 (adjusted)
CAGR	4,24%	8,20%	-0,15%	1,92%
volatilitás	24,47%	24,10%	24,89%	24,88%
MDD	-47%	-43%	-56%	-55%
Sharpe- ráta	0,10	0,27	- 0,08	0,00

4. Melléklet: Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint a COVID-19 válság alatt záróárak és adjusted close árak tekintetében⁴⁹

Mutatók	Osztalékkirályok	Osztalékkirályok (adjusted)	S&P 500	S&P 500 (adjusted)
CAGR	18,74%	19,68%	23,82%	25,94%
volatilitás	23,50%	23,32%	22,01%	21,92%
MDD	-34,24%	-33,73%	-34,10%	-33,70%
Sharpe- ráta	0,72	0,77	1,00	1,10

⁴⁷ forrás: saját szerkesztés

⁴⁸ forrás: saját szerkesztés

⁴⁹ forrás: saját szerkesztés

5. Melléklet: Az osztalékkirály részvénykosár és az S&P 500 ETF teljesítménye mutatók szerint az inflációs sokk és kamatemelési ciklus időszakában záróárak és adjusted close árak tekintetében⁵⁰

Mutatók	Osztalékkirályok	Osztalékkirályok (adjusted)	S&P 500	S&P 500 (adjusted)
CAGR	5,82%	8,45%	12,28%	13,90%
volatilitás	15,34%	14,90%	16,54%	16,48%
MDD	-20,23%	-18,30%	-25,36%	-24,50%
Sharpe-ráta	0,26	0,57	0,74	0,84

⁵⁰ forrás: saját szerkesztés

PANNON EGYETEM
GAZDÁLKODÁSI KAR ZALAEGERSZEG

SZERZŐI ÖSSZEFOGLALÁS

A dolgozat címe: Osztalékkirályok és válságállóságuk – valóban biztonságos menedék?	
Hallgató neve: Czurda Gábor	NEPTUN kód: OUC0E2
Képzési szint: mesterképzés	
Szak: pénzügy	Szakirány: -
Témavezető neve: Dr. Joó István PhD	Beosztása: dékán, tanszékvezető, egyetemi docens
Tanszék: Pénzügy és Gazdálkodás Tanszék	

A dolgozat témaválasztását az a tőkepiaci bizonytalanság indokolta, amely napjaink befektetőit egyre inkább stabil, kiszámítható és válságálló befektetési stratégiák keresésére ösztönzi. Az osztalékkirályok – olyan vállalatok, amelyek legalább ötven éve megszakítás nélkül növelik osztalékfizetésüket – a befektetői gyakorlatban gyakran jelennek meg a tartósság, a minőségi működés és a defenzív portfólióépítés szimbólumaiként. A dolgozat célja annak megértése volt, hogy ez a vállalatcsoport valóban képes-e stabilitást nyújtani a részvénytőke nagy kilengései idején, illetve hosszú távon is felülteljesíti-e a széles részvénytőkepiacot. A kutatás kvantitatív módszertant alkalmazott: a teljes osztalékkirály-vállalatkörből equal-weighted portfóliót készítettem, amelyet az S&P 500 indexszel hasonlítottam össze. A vizsgálat négy kulcsmutatóra – CAGR, volatilitás, maximum drawdown és Sharpe-ráta – épült, és külön elemezte a sima és az adjusted (osztalék-visszaforogatást tartalmazó) árfolyamokat, ezáltal bemutatva az osztalékok újrabefektetésének hosszú távú hatását. A vizsgálat négy jelentős válságidőszakot is értékelte: a dotcom-lufi kipukkanása, a 2008-as pénzügyi válság, a COVID-19 és az inflációs sokk éveit. Az eredmények alapján az osztalékkirályok a legtöbb válság idején kisebb visszaesést, alacsonyabb volatilitást és kedvezőbb kockázati profilt mutattak, mint a széles részvénytőkepiac. A 25 éves idősoros vizsgálat pedig egyértelműen igazolta, hogy az osztalékok újrabefektetésével számolt teljesítményük tartósan felülmúlja az S&P 500-at, miközben a kockázati mutatók is kedvezőbbek maradnak. A Sharpe-ráta alapján az osztalékkirályok hosszú távon magasabb, stabilan elérhető kockázattal korrigált hozamot biztosítanak. A kutatás összességében azt bizonyítja, hogy az osztalékkirályok nem csupán a részvénytőkepiaci stabilitás szimbólumai, hanem olyan vállalatcsoportot alkotnak, amely válsághelyzetekben is ellenálló, hosszú távon pedig kiemelkedő értékteremtésre képes. Mindez alátámasztja, hogy stratégiai szerepük a modern portfóliókban továbbra is indokolt és megkerülhetetlen.