

Pozycja rynkowa spółek z indeksu WIGdiv

Mirosław Wypych*

Streszczenie: *Cel* – Weryfikacja teorii istotności dywidend na podstawie oceny pozycji rynkowej i analizy opłacalności inwestycji wybranych spółek z indeksu WIGdiv.

Metodologia badania – Problem badawczy sformułowano na bazie literatury przedmiotu. Realizacja celu na podstawie analizy materiałów źródłowych z wykorzystaniem analizy porównawczej i wskaźnikowej.

Wynik – Rezultaty z przeprowadzonego badania zasadniczo potwierdzają słuszność teorii istotności dywidend. Analiza portfela inwestycyjnego obejmującego akcje wybranych spółek z indeksu WIGdiv wykazała, że dywidendy mają wpływ na kursy akcji i istotnie oddziałują na stopę zwrotu z inwestycji.

Oryginalność/Wartość – Opracowanie stanowi próbę syntetycznej oceny przydatności indeksu WIGdiv w podejmowaniu giełdowych decyzji inwestycyjnych. Włącza się tym samym w nurt dyskusji dotyczącej postrzegania dywidendy przez inwestorów i jej wpływu na kształtowanie się kursów akcji, co odpowiada pozycji rynkowej ich emitentów.

Słowa kluczowe: dywidenda, stopa zwrotu, strategia inwestycyjna

Wprowadzenie

Z początkiem 2011 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie zaczęła publikować indeks WIGdiv, w którego skład wchodziły spółki wypłacające regularnie i relatywnie wysokie dywidendy. Uzasadnieniem do utworzenia tego indeksu była rosnąca liczba spółek dzielących się zyskiem z akcjonariuszami, a zwłaszcza wyłonienie się grona spółek wypłacających dywidendy systematycznie. Ponadtrzyletni okres obecności indeksu WIGdiv na giełdzie stanowi podstawę do podejmowania prób analiz oceniających jego znaczenie jako instrumentu wspomagającego decyzje inwestorów giełdowych. Ich skuteczność zależy w dużej mierze od składu portfela inwestycyjnego obejmującego akcje spółek tworzących indeks WIGdiv, w podejmowaniu konkretnych decyzji inwestycyjnych istotny jest bowiem nie tyle poziom indeksu, ile odpowiedni dobór spółek. W związku z tym celem artykułu jest ocena pozycji rynkowej spółek z indeksu WIGdiv na tle zbiorowości spółek reprezentujących pozostałe wybrane indeksy giełdowe oraz wykazanie, jaki jest wpływ dywidendy na efektywność inwestycji w akcje. Przesłanką do tak sformułowanego celu jest następująca hipoteza: systematyczna wypłata relatywnie wysokich dywidend determinuje pozycję spółki na rynku giełdowym i stopę zwrotu z inwestycji w jej akcje. Analizę pozycji rynkowej przeprowadzono na podstawie trzydziestu spółek wybranych spośród 57, które od początku wprowadzenia indeksu WIGdiv przynajmniej raz znalazły się w jego składzie, natomiast do

* dr hab. Mirosław Wypych, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, e-mail: miroslaw.wypych@spoleczna.pl

oceny wpływu dywidendy na efektywność inwestycji wykorzystano portfel akcji siedmiu spółek, które corocznie były kwalifikowane do indeksu WIGdiv.

1. Przesłanki i założenia konstrukcji indeksu WIGdiv

Problematyka dzielenia się przez spółki z akcjonariuszami wypracowanym zyskiem w postaci wypłat dywidend od wielu lat stanowi przedmiot dociekań teoretycznych. Mimo licznych badań nie są jasne motywy wypłat dywidend, sposób ich postrzegania przez inwestorów czy oddziaływanie dywidend na kształtowania się kursów akcji. Istnieje wiele hipotez na ten temat, które niejednokrotnie wzajemnie się wykluczają. Wciąż aktualna pozostaje fraza sformułowana blisko czterdzieści lat temu: „Im bardziej przyglądamy się dywidendum, tym bardziej wyglądają one jak puzzle, z kawałkami nie pasującymi do siebie” (Black 1976). Rozbieżności w poglądach na kwestię dywidendy najlepiej widać w sporze dotyczącym jej znaczenia dla inwestorów. Z interesującego nas punktu widzenia na szczególną uwagę zasługują dwa szeroko prezentowane w literaturze stanowiska. Są to:

- teoria nieistotności dywidend sformułowana przez Millera i Modiglianego, zgodnie z którą wartość firmy zależy wyłącznie od wielkości wygenerowanego zysku, a nie od tego, w jaki sposób jest dzielony: poziom zysku zostanie wyceniony przez rynek i znajdzie odzwierciedlenie we wzroście kursu akcji (Miller, Modigliani 1961);
- teoria istotności dywidend (tzw. teoria wróbla w garści), której twórcami są Gordon i Lintner, zakładająca, że inwestorzy większą wagę przywiązują do pewnych dochodów z dywidendy w teraźniejszości niż do przyszłych dochodów ze wzrostu kursu akcji, ponieważ te ostatnie są obciążone większym ryzykiem (Gordon 1962; Lintner 1962).

Mając na względzie tytuł i cel opracowania, autor skłania się do zaakceptowania założeń drugiej z wymienionych teorii, interesujące są bowiem spółki systematycznie wypłacające dywidendy, powszechnie określane mianem spółek dywidendowych. Ponieważ głównym czynnikiem determinującym systematyczność wypłaty dywidend jest generowanie zysku, należy przypuszczać, że spółki te mają silne podstawy fundamentalne, co z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na kształtowanie się kursów ich akcji. Jak wskazują wyniki licznych badań, jedną z prawidłowości jest żądanie przez inwestorów wyższej stopy zwrotu z inwestycji w akcje firm płacących dywidendy regularnie i charakteryzujących się wysoką stopą dywidendy (Weston, Copeland 1992: 687; Wypych 2003; Konieczka, Szyszka 2013). A właśnie regularność płacenia dywidendy i poziom stopy dywidendy stanowią podstawę kwalifikowania spółek do indeksu WIGdiv. Indeksy dywidendowe od wielu lat funkcjonują na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Na szczególną uwagę zasługują trzy z nich skonstruowane przez firmę Standard & Poor's, dotyczące spółek, które przez długi okres wypłacają dywidendy nie tylko systematycznie, lecz także corocznie zwiększają ich poziom. Spółki te określa się mianem dywidendowych arystokratów, stąd nazwa indeksów (Kowerski 2011: 33):

- S&P High Yield Dividend Aristocrats (tworzą spółki wybrane spośród 1500 spółek indeksu S&P Composite 1500);

- S&P 500 Dividend Aristocrats (w jego skład wchodzi spółki indeksu S&P 500);
- S&P Europe 350 Dividend Aristocrats (spółki z indeksu S&P Europe 350).

Warszawski Indeks Giełdowy Spółek Dywidendowych WIGdiv jest publikowany od pierwszej sesji w styczniu 2011 roku. Uaktualnione zasady jego konstrukcji są przedstawione w Uchwale nr 656/2014 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych z 3 czerwca 2014 roku. Zgodnie z zawartym w niej zapisem uczestnikami indeksu są spółki o najwyższej stopie dywidendy w danym roku, które w ciągu ostatnich pięciu lat regularnie dokonywały wypłaty dywidendy (za kryterium regularności przyjmuje się co najmniej trzykrotne wypłacenie dywidendy w poprzednich pięciu latach). Oznacza to, że skład indeksu może corocznie ulegać zmianie, i tak faktycznie się dzieje. Do portfela indeksu WIGdiv mogą wchodzić pakiety akcji trzydziestu spółek, które w rankingu indeksów giełdowych sporządzanym po ostatniej sesji października znalazły się na pozycji nie niższej niż 150, co w praktyce oznacza, że uczestnikami indeksu WIGdiv są spółki z indeksów WIG20, mWIG40 i MiS80. Wspomniana uchwała dopuszcza sytuację, że w szczególnie uzasadnionych przypadkach w indeksie uczestniczy więcej lub mniej niż trzydzieści spółek.

Skład portfela na dany rok jest ustalany po trzeciej sesji września na podstawie stanu z ostatniej sesji sierpnia – do indeksu trafiają spółki o najwyższej stopie dywidendy. Zmiany struktury indeksu przeprowadza się po sesji trzeciego piątku grudnia, marca i czerwca według stanu z ostatniej sesji listopada, lutego i maja. Dokonuje się wówczas korekt kolejności uczestników indeksu i wyznacza nowe pakiety akcji dla spółek wchodzących w skład indeksu. Lista uczestników portfela w tym przypadku nie ulega zmianie. Podstawę określania pakietów akcji stanowi liczba akcji w wolnym obrocie, przy czym wielkość pakietu jest proporcjonalnie zredukowana, jeżeli wartość akcji danej spółki znajdująca się w portfelu indeksu przekracza 10% jego wartości.

Wartość bazowa indeksu WIGdiv została określona 31 grudnia 2010 roku i wynosi 1000,00. Jest to indeks dochodowy, a więc przy jego obliczaniu uwzględnia się nie tylko kurs akcji, lecz także dochód z tytułu dywidend i praw poboru, co wymaga stosowania odpowiedniego współczynnika korygującego. Kształtowanie się tego indeksu jedynie w ograniczonym zakresie może być porównywane z indeksami WIG20, WIG40 oraz MiS80, które są indeksami cenowymi, natomiast można go odnosić do indeksu WIG, który jest indeksem dochodowym.

Z przedstawionej charakterystyki wynika, że konstrukcja indeksu WIGdiv jest dość złożona. Coroczne zmiany składu uczestników indeksu, redukcja pakietów akcji, korekty kwartalne jego struktury, rozbieżność między terminami korekt indeksów i datami wyznaczania pakietów akcji, szacowanie wartości prawa poboru sprawiają, że przydatność informacyjna samego indeksu jest znacznie ograniczona. Dyskusyjne wydaje się także określanie indeksu WIGdiv mianem „indeksu spółek dywidendowych”. Terminem tym powszechnie określa się spółki regularnie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami. W latach 2011–2013 aż 57 spółek co najmniej raz znalazło się w składzie indeksu WIGdiv, a więc niemal dwukrotnie więcej niż założona liczebność portfela. Tylko siedem spośród nich za każdym razem (tzn. czterokrotnie) pozytywnie przeszło rewizję roczną (KGHM, TPSA/Orange, Assecopol,

Handlowy, Kęty, Śnieżka, Domdev), natomiast trzydzieści spółek corocznie wypłacało dywidendę, aczkolwiek nie za każdym razem tak wysoką, aby znaleźć się w składzie indeksu. Do spółek dywidendowych należałoby zaliczyć również i te, które regularnie płacą dywidendy, ale nie spełniają kryterium relatywnie wysokiej stopy dywidendy. Przykładem mogą być spółki Decora, Efekt, Elektrotim, Hydrotor czy Żywiec. Liczba spółek notowanych na GPW spełniających kryterium regularności płatności dywidend (co najmniej trzykrotnie w ciągu pięciu lat) ponad dwukrotnie przekracza granicę trzydziestu uczestników indeksu WIGdiv. Można jednak spotkać się również z opinią, że polskie spółki trudno uznać za dywidendowe, ponieważ nie powinny wypłacać dywidend, gdyż nie osiągnęły jeszcze takiego poziomu rozwoju, aby ograniczać inwestycje.

Obecnie przydatność informacyjna indeksu WIGdiv sprowadza się głównie do możliwości wyselekcjonowania spośród spółek dywidendowych tych, które płacą relatywnie wysokie dywidendy w porównaniu z ceną ich akcji. Wiedzę na ten temat zainteresowani zdobywają bez potrzeby korzystania z indeksu. Decyzja o zakupie akcji nie może być jednak podejmowana wyłącznie na podstawie kryterium stopy dywidendy. Należy pamiętać, że dobór spółek do indeksu WIGdiv odbywa się na podstawie stopy dywidendy na koniec sierpnia. Tymczasem decyzje dotyczące wypłat dywidendy i jej wysokości zapadają z reguły w drugim kwartale następnego roku. Dogodnym terminem zakupu akcji spółki dywidendowej wydaje się koniec grudnia lub początek stycznia. Inwestor ma możliwość zapoznania się z założeniami polityki dywidendowej spółek, choćby pobieżnego przeanalizowania raportów finansowych i komunikatów oraz opinii ekspertów, sprawdzenia aktualnego poziomu stopy dywidendy. Odkładanie terminów zakupu akcji na później wymaga już bieżącej obserwacji kształtowania się kursów akcji na podstawie analizy technicznej.

Indeks WIGdiv jest już wykorzystywany przez niektóre fundusze inwestycyjne (np. Aviva Investors Subfundusz Spółek Dywidendowych deklarujący, że co najmniej połowa wartości portfela akcji będą stanowić akcje spółek z indeksu WIDdiv, czy Pioneer Stabilnego Inwestowania, który indeksem WIGdiv zastąpił indeks WIG przy konstruowaniu wzorca określającego jego politykę inwestycyjną).

2. Spółki z indeksu WIGdiv w świetle wskaźników rynku kapitałowego

W latach 2011–2014 spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeznaczyły na wypłatę dywidend blisko 100 mld zł. Rekordowym pod tym względem był 2013 rok (dywidenda za 2012), kiedy konta akcjonariuszy zostały zasilone kwotą 28,5 mld zł. Ponad połowę (54,4%) tej kwoty wypłaciły spółki będące uczestnikami indeksu WIGdiv. Jeżeli weźmiemy pod uwagę, że w 2013 roku dywidendy płaciło 181 spółek giełdowych, to oczywiste jest, że wypłata relatywnie wysokich dywidend koncentruje się w stosunkowo nielicznej grupie spółek. Gdy dodatkowo uwzględnimy fakt, że spółki te płacą dywidendy regularnie, potraktowanie ich jako specyficznej kategorii podmiotów wydaje się w pełni uzasadnione. Specyfika ta została doceniona poprzez utworzenie indeksu WIGdiv.

Jak już podkreślono, w skład indeksu WIGdiv mogą wejść spółki zakwalifikowane do indeksów WIG20, mWIG40 i MiS80, tworzonych na podstawie wartości rynkowej akcji (tzw. kapitalizacja rynkowa). Liczebność uczestników WIGdiv uwzględniającą przynależność do poszczególnych indeksów przedstawiono w tabeli 1.

Struktura indeksu corocznie ulega zmianie, niemniej w stosunku do liczby spółek zgrupowanych w poszczególnych indeksach przeważają spółki z indeksu WIG20, co oznacza, że w strukturze indeksu istotną rolę odgrywają podmioty o największej wartości rynkowej. W ostatniej kolumnie tabeli zawarto informację o wszystkich spółkach, które przynajmniej jeden raz weszły w skład indeksu WIGdiv – siedem spółek dotychczas za każdym razem znajdowało się w indeksie, natomiast siedemnaście spółek kwalifikowano tylko jednokrotnie. Zdarzają się przypadki, że spółka znajduje się w składzie portfela obowiązującym w danym roku, mimo że w tymże roku nie wypłaca dywidendy w ogóle, ponieważ dobór spółek do portfela odbywa się na podstawie stanu w roku poprzednim – w 2014 roku dotyczy to aż trzech spółek: JSW, Impel i TVN.

Tabela 1

Struktura indeksu WIGdiv według przynależności spółek do indeksów WIG20, mWIG40 i MiS80

Indeks	Lata				2011–2014	
	2011	2012	2013	2014	Liczba	%
WIG20	10	8	10	11	17	29,8
mWIG40	7	11	8	7	15	26,3
MiS80	13	11	12	12	25	48,9
Razem	30	30	30	30	57	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów Zarządu GPW w Warszawie.

Ponieważ podstawowym miernikiem oceny efektywności inwestycji w akcje jest stopa zwrotu, traktowana także jako jeden ze wskaźników oceny pozycji spółki na rynku giełdowym, uzasadnione jest porównanie rocznych stóp indeksu WIGdiv z innymi wybranymi indeksami giełdowymi. Punkt odniesienia stanowi zwłaszcza indeks WIG, który podobnie jak WIGdiv jest indeksem dochodowym. Pozostałe interesujące nas indeksy (WIG20, mWIG40 i MiS80) nie uwzględniają dochodów z dywidend, co należy wziąć pod uwagę przy interpretacji wyników analizy porównawczej. Roczne stopy zwrotu za okres 2011–2013 i trzyletnie stopy zwrotu za okres 2010–2013 przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Stopy zwrotu indeksu WIGdiv na tle wybranych indeksów w latach 2011–2013

Lata	Indeksy				
	WIGdiv	WIG	WIG20	mWIG40	MiS80
2011	-9,69	-20,83	-21,85	-22,51	-30,47
2012	22,17	26,24	20,45	17,42	22,92
2013	2,55	8,06	-7,05	31,06	37,28
Od początku 2011	13,1	8,0	-12,5	19,2	17,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW.2013.

Porównując wzajemne relacje między WIGdiv a pozostałymi indeksami, można wyraźnie zauważyć, że w trakcie pierwszego roku jego stosowania WIGdiv zachowywał się zdecydowanie lepiej niż wskaźnik szerokiego rynku, który jest również indeksem dochodowym, a oba te wskaźniki miały przewagę nad indeksami cenowymi. W 2012 roku utrzymano przewagę nad indeksami cenowymi, natomiast poziom indeksu WIG był o 4 punkty procentowe wyższy. W 2013 roku na znaczeniu zyskały indeksy średnich i małych spółek, stopa zwrotu indeksu WIGdiv kształtowała się korzystniej jedynie na tle indeksu WIG20. Rozpatrując cały okres obecności indeksu WIGdiv na rynku giełdowym, można zauważyć, że jego poziom na koniec 2013 roku był wyższy od poziomu bazowego o 13,1%. Jest to korzystniej w porównaniu z indeksem WIG, a zwłaszcza WIG20, jednak ustępuje trzyletnim stopom zwrotu dla indeksu WIG40 i MiS80. Na podstawie analizy porównawczej stóp indeksów trudno jest więc oceniać pozycję rynkową zbiorowości spółek tworzących indeks WIGdiv, tym bardziej że skład tego indeksu corocznie ulega zmianie. Niezbędne jest przeprowadzenie analizy stóp zwrotu w odniesieniu do konkretnych spółek.

Wykorzystując informacje dotyczące składu indeksu WIGdiv w latach 2011–2014, dokonano wyboru 30 spółek, starając się zachować strukturę ich przynależności do poszczególnych indeksów:

- WIG20 – dziesięć spółek (Assecopol, BZ WBK, Handlowy, JSW, KGHM, PEKAO, PKO BP, PZU, Synthos, TPSA/Orange);
- mWIG40 – osiem spółek (Agora, Apator, Budimex, Emperia, Enea, GPW, Kęty, Kogeneracja);
- MiS80 – dwanaście spółek (Action, Assecobs, Assecosee, Benefit, Dębica, Domdev, Forte, Impel, Mennica, Radpol, Śnieżka, Wielton).

Jako kryterium oceny pozycji rynkowej spółki przyjęto stopę zwrotu z akcji (określoną na podstawie zmian kursów akcji), ogólną stopę zwrotu (określoną z uwzględnieniem dywidendy) oraz wskaźnik cena/wartość księgową. Porównanie stopy zwrotu z akcji z ogólną stopą zwrotu pozwala ocenić znaczenie dywidendy w dochodach inwestora związanych z posiadaniem akcji, natomiast wskaźnik cena/zysk można interpretować jako rynkową wycenę kapitału własnego spółki. Bazę odniesienia (benchmark) stanowi poziom stóp zwrotu z poszczególnych indeksów. Dla ogólnej stopy zwrotu – WIG, dla stopy zwrotu

z akcji WIG20, mWIG40, MiS80. Analiza obejmuje lata 2012 i 2013. Zbiorcze zestawienie rezultatów analizy porównawczej są zawarte w tabeli 3.

Zdecydowane obniżenie stopy zwrotu WIG w 2013 roku w stosunku do roku poprzedniego przyczyniło się do wzrostu liczby spółek ze stopą zwrotu wyższą od benchmarku, mimo że liczba spółek wykazujących ujemną stopę wzrostu zwiększyła się z czterech do siedmiu. Pod względem poziomu stopy zwrotu spółki dywidendowe prezentują się jednak mniej korzystnie na tle ogółu spółek zaliczanych do indeksów WIG20, mWIG80 i MiS80, w których w 2013 roku udział spółek ze stopą zwrotu wyższą od benchmarku WIG wyniósł 80%. Zbliżony jest natomiast odsetek spółek z ujemną ogólną stopą zwrotu (dla zbiorowości spółek reprezentujących indeksy WIG20, mWIG40 i MiS80 wyniósł on 22,1%).

Tabela 3

Pozycja spółek dywidendowych na tle wybranych wskaźników rynku kapitałowego w latach 2013–2014

Wyszczególnienie	2012		2013	
	Liczba spółek	%	Liczba spółek	%
Spółki z ujemną ogólną stopą zwrotu	4	13,3	7	23,3
Ogólna stopa zwrotu spółki wyższa od stopy indeksu WIG	14	41,2	22	73,3
Stopa zwrotu z akcji wyższa od stopy zwrotu z indeksu				
– spółki z indeksu WIG20	4	40,0	6	60,0
– spółki z indeksu mWIG40	3	37,5	2	25,0
– spółki z indeksu MiS80	6	50,0	8	66,7
Wskaźnik C/WK spółki wyższy od wskaźnika C/WK dla rynku giełdowego	26	86,7	24	80,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie GWP 2013b, GWP 2014.

Nie obserwuje się także istotnej przewagi w pozycji rynkowej spółek dywidendowych, gdy rozpatruje się stopy zwrotu z akcji na tle stóp zwrotu indeksów cenowych. W tym przypadku wyższym poziomem stóp zwrotu w 2012 roku charakteryzowało się trzynaście (43,3%), a w 2013 roku szesnaście (53,3%) spółek dywidendowych. Tymczasem dla ogółu spółek reprezentujących indeksy WIG20, mWIG40 i MiS80 udziały te wyniosły odpowiednio 45,0% i 50,7%.

Zaskakująca w tej sytuacji wydaje się relatywnie korzystna ocena pozycji rynkowej rozpatrywana przez pryzmat wskaźnika cena/wartość księgową. W 2012 roku 86,7%, a w 2013 roku 80% spółek dywidendowych odnotowało wyższy poziom tego wskaźnika w porównaniu ze wskaźnikiem obliczanym dla ogółu spółek. Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w czynnikach fundamentalnych. Spółki wypłacające systematycznie

dywidendy charakteryzują się relatywnie korzystniejszymi wynikami finansowymi w porównaniu z całą zbiorowością spółek giełdowych. Oznacza to, że dywidenda może podnieść efektywność inwestycji, ale przy konstrukcji portfela inwestycyjnego nie należy lekceważyć sytuacji finansowej spółek.

3. Efektywność portfela spółek dywidendowych – analiza przypadku

W celu sprawdzenia, jaką rolę mogą odegrać dywidendy w efektywności inwestycji na rynku giełdowym, utworzono hipotetyczny portfel z akcji siedmiu spółek, które dotychczas każdorazowo wchodziły w skład portfela WIGdiv. Są to więc spółki, które płaciły stosunkowo najwyższe dywidendy odnoszone do ceny akcji. O hojności tych spółek na rzecz akcjonariuszy świadczy również fakt, że relacja dywidend wypłaconych łącznie przez te wszystkie spółki w latach 2012–2014 w stosunku do wypracowanych w latach poprzednich zysków wyniosła 57,2%.

Uwzględniając poziom stóp dywidendy w spółkach tworzących portfel, przyjęto następującą jego strukturę: KGHM – 25%; TPSA/Orange, Handlowy, Śnieżka – po 15%; Kęty, AssecoPol, Domdev – po 10%. Założenia wyjściowe inwestycji:

- kwota kapitału wyjściowego: 100 000 zł (po korekcie uwzględniającej różnicę w poziomie kursów akcji 99 999,5 zł);
- inwestor kupuje akcje po kursie z 31 grudnia 2011 roku w liczbie wynikającej ze struktury portfela, rozliczenie inwestycji następuje po kursie z 30 czerwca 2014 roku;
- w obliczeniach nie uwzględnia się prowizji maklerskich z uwagi na stosunkowo niski ich poziom, co nie ma istotniejszego wpływu na wyniki obliczeń;
- w rachunku bierze się pod uwagę podatek dochodowy od dywidend i zysków kapitałowych (stawki podatku w obu przypadkach wynoszą 19% – w skali całego portfela inwestor wykazuje zysk, mimo poniesienia straty w dwóch przypadkach).

Rozważane są dwa warianty strategii inwestycyjnej:

Wariant A zakłada, że zakupione na początku okresu inwestycji akcje są przetrzymywane do końca i ich sprzedaż odbywa się po kursie z 30 czerwca 2014 roku z uwzględnieniem opodatkowania nadwyżki między ceną sprzedaży i ceną nabycia. Otrzymywana corocznie dywidenda podlega opodatkowaniu i jest przeznaczana w całości na cele konsumpcyjne inwestora (nie podlega inwestowaniu na rynku finansowym). Dochodem inwestora jest zysk ze sprzedaży akcji oraz łączna kwota dywidend.

Wariant B zakłada, że z otrzymanej w latach 2012 i 2013 dywidendy po opodatkowaniu inwestor zakupuje w ciągu trzech dni po terminie jej wypłaty kolejne akcje tej samej spółki – liczba akcji w portfelu się zwiększa. Sprzedaż wszystkich akcji z uwzględnieniem opodatkowania odbywa się 30 czerwca 2014 roku. Dochodem inwestora jest zysk ze sprzedaży akcji oraz wartość dywidendy z 2014 roku.

Informacje liczbowe charakteryzujące oba warianty strategii inwestycyjnej zgodnie z przyjętymi założeniami zawarto w tabeli 4, natomiast w tabeli 5 przedstawiono stopy

zwrotu z inwestycji. W przypadku wariantu A są to stopy zwrotu z akcji, stopa zwrotu z dywidend oraz będąca ich sumą ogólna stopa zwrotu, natomiast dla wariantu B możliwe jest obliczenie jedynie ogólnej stopy zwrotu, ponieważ dywidendy są inwestowane w zakup akcji.

Tabela 4

Dane liczbowe charakteryzujące warianty portfela spółek dywidendowych (zł)

Spółka	Kapitał wyjściowy portfela (31.12.2011)	Wartość rynkowa akcji na koniec inwestycji (30.06.2014)		Przyrost wartości rynkowej po opodatkowaniu (30.06.2014)		Dywidenda po opodatkowaniu	
		A	B	A	B	A	B
KGHM	24 995,6	28 125,7	34 721,5	2 535,4	7 878,0	7 879,2	1 153,8
PTSA/Orange	15 015,6	8 468,1	9 612,7	-6 547,5	-5 402	1 767,8	401,3
Handlowy	15 005,9	26 464,8	28 380,7	9 281,7	10 833,5	2 812,2	1 711,6
Śnieżka	14 988,4	23 405,2	25 152,4	6 817,7	8 232,9	3 307,3	1 440,8
Kęty	10 032,0	21 787,2	23 148,9	9 521,7	10 624,7	1 632,9	871,4
Assecopol	9 999,0	8 472,8	9 172,0	-1 518,2	-819,0	1 201,3	507,6
Domdev	9 971,0	15 591,9	17 830,8	4 552,9	6 366,4	2 020,5	695,7
Razem	99 999,5	132 315,7	148 019,0	24 643,7	37 713,6	20 639,2	6 782,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie GPW 2013a i komunikatów spółek w sprawie podziału zysków za lata 2011–2013.

Tabela 5

Stopy zwrotu portfela spółek dywidendowych (%)

Spółka	Stopa zwrotu z akcji	Stopa zwrotu z dywidend	Ogólna stopa zwrotu	
	A	B	A	B
KGHM	10,1	31,6	41,7	31,6
PTSA/Orange	-43,6	11,8	-31,8	-33,3
Handlowy	61,9	18,7	80,6	83,6
Śnieżka	45,5	22,1	67,6	64,5
Kęty	94,9	16,3	111,2	114,6
Assecopol	-15,2	12,0	-3,1	-4,1
Domdev	45,7	20,3	66,0	70,8
Portfel razem	24,6	20,6	45,2	44,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie informacji zawartych w tabeli 4.

Ogólna stopa zwrotu z portfela w obu wariantach jest podobna i wynosi około 45%. Jest wyższa od stopy zwrotu za ten okres zarówno dla indeksu WIG (38,1%), jak i dla WIGdiv (26,7%). Należy jednak wziąć pod uwagę, że w przypadku wariantu A nie została uwzględniona możliwość inwestowania dywidendy w instrumenty rynku finansowego. Oznacza to,

że w objętym analizą okresie – charakteryzującym się niestabilnością sytuacji na rynku giełdowym – korzystniejszy dla inwestora był wariant A, dający większą swobodę w zagospodarowaniu dochodów z dywidend, niemniej w obu przypadkach strategia wykorzystująca utworzenie portfela inwestycyjnego z akcji spółek dywidendowych okazała się skuteczna. O istotnym wpływie dywidend na opłacalność inwestycji w akcje świadczy porównanie stopy zwrotu z akcji i stopy zwrotu z dywidend (w wariancie A).

Jeżeli chodzi o konkretne spółki, wyjątkowo korzystnie prezentują się Kęty oraz Handlowy, jednak w ich przypadku o wysokim poziomie ogólnej stopy zwrotu zadecydował wzrost kursu akcji. Najwyższą stopę zwrotu z dywidend odnotowała spółka KGHM – zawdzięcza to bardzo wysokiej kwocie dywidend wypłaconej w 2012 roku (28,34 zł na 1 akcję), w 2014 roku jej poziom był prawie sześciokrotnie niższy. Warto zwrócić uwagę na przypadek spółki TPSA/Orange – drastyczne obniżenie poziomu dywidendy z 1,5 zł w 2012 roku do 0,5 zł w latach 2013–2014 skutkowało znaczącym spadkiem ceny akcji (o 29% w 2012 i o dalsze 20% w 2013 roku), co znalazło odbicie w ujemnej ogólnej stopie zwrotu.

Uwagi końcowe

Rezultaty z przeprowadzonego badania zasadniczo potwierdzają słuszność teorii istotności dywidend. Wykazano wprawdzie, że na podstawie analizy porównawczej indeksów giełdowych trudno jest oceniać pozycję rynkową spółek wchodzących w ich skład, co oznacza że niezbędne jest diagnozowanie konkretnych spółek przy zastosowaniu wskaźników. Na podstawie takiej diagnozy stwierdzono, że spółki wypłacające systematycznie dywidendy charakteryzują się korzystniejszą wyceną rynkową kapitału własnego, co sugeruje, że charakteryzują się korzystniejszymi wynikami finansowymi w porównaniu z całą zbiorowością spółek giełdowych. Z kolei analiza opłacalności inwestycji w portfel złożony z akcji spółek wypłacających systematycznie relatywnie wysokie dywidendy potwierdziła, że dywidendy w znaczącym stopniu oddziałują na kursy akcji i mają istotny wpływ na stopę zwrotu z inwestycji. Ujawnia się to zwłaszcza w okresach niestabilności na rynku giełdowym. Spółki dywidendowe mogą stanowić zatem obiekt zainteresowania inwestorów w formułowaniu i realizacji strategii inwestycyjnych. Część empiryczna opracowania opiera się w pewnym stopniu na subiektywnych założeniach autora, dlatego powinno być ono traktowane jako inspiracja do dalszych pogłębionych badań i analiz.

Literatura

- Black F. (1976), *The Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management”, Wiener, s. 5–8.
Gordon M. (1959), *The Savings, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics”, vol. 41, nr 2, cz. 1, s. 99–105.
GPW (2013a), *Analizy i statystyki*, GWP, Warszawa, www.gpw.pl/analizy_i_statystyki (5.09.2014).

- GWP (2013b), *Rocznik giełdowy 2013*, GWP, Warszawa, www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (5.09.2014).
- GWP (2014), *Rocznik giełdowy 2014*, GWP, Warszawa, www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (5.09.2014).
- Konieczka P., Szyszka A. (2013), *Teoria karmienia dywidendami na rynku amerykańskim*, „Zarządzanie i Finanse”, vol. 11, nr 2, cz. 2, s. 175–188.
- Kowerski M. (2011), *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość.
- Lintner J. (1962), *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporation*, „Review of Economics and Statistics”, vol. 44, nr 3, s. 243–269.
- Miller M., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy. Growth and Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, vol. 34, iss. 4, s. 411–433.
- Weston J.F., Copeland T.E. (1992): *Managerial Finance*, The Dryden Press, Forth Worth.
- Wypych M. (2003) *Dywidenda jako wyznacznik pozycji rynkowej spółek giełdowych*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu”, nr 974, t. 2, Wrocław, s. 368–383.

MARKET POSITION OF THE WIGDIV INDEX COMPANIES

Abstract: *Purpose* – Verification of the significance of dividends theory, based on assessment of market position and investment profitability analysis of selected companies from WIGdiv index.

Design/Methodology/Approach – Research problem has been based on professional literature. The purpose has been achieved due to the use of source materials with using benchmarking and indicators analysis.

Findings – The results of the research generally confirmed the validity of the significance of dividends theory. Analysis of investment portfolio including selected companies from the index WIGdiv shares proved that dividends influence stock prices and significantly affect the investment rate of return.

Originality/Value – Submitted article is an attempt of synthetic evaluation of WIGdiv index in making stock – exchange investment decisions usefulness. It turns out the same in the current discussion on perception of dividends by investors and its impact on share prices, which is reflected by the market position of their issuers.

Keywords: dividend, rate of return, investment strategy

