

Mirosław Wypych

Uniwersytet Łódzki

WYPŁATA DYWIDEND JAKO WYZNACZNIK INWESTYCJI W AKCJE SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

1. Dywidendowa strategia inwestycyjna – istota i uwarunkowania

Dywidendy jako kryterium wyboru inwestycji w akcje są od dawna przedmiotem zainteresowania badaczy. Mimo upływu lat wciąż istnieją rozbieżności w poglądach dotyczących znaczenia dywidendy dla inwestorów. W literaturze występują dwa główne nurty, mianowicie:

- teoria nieistotności dywidend, której prekursorami byli M. Miller i F. Modigliani: starali się oni udowodnić, że podział zysku i wypłata dywidend nie mają wpływu na decyzje dotyczące zakupu akcji: są one uwarunkowane głównie wielkością zysku generowanego przez spółkę [Miller, Modigliani 1961];
- teoria preferencji dywidendy – opiera się na założeniu, że inwestorzy przywiązują większą wagę do dochodów z dywidend niż do zysków ze wzrostu kursu akcji, albowiem te ostatnie są obarczone większym ryzykiem (dlatego określa się ją często mianem teorii „wróbla w garści”): pierwsze rozważania na ten temat zawarto w pracach [Gordon, Shapiro 1956; Gordon 1959; Littner 1956].

Z interesującego nas punktu widzenia skłaniamy się do zaakceptowania założeń drugiej z wymienionych teorii. Inwestowanie w akcje przynoszące wysokie dochody z dywidend jest niezwykle popularne w USA. Szczególnym uznaniem cieszy się strategia inwestycyjna określana mianem strategii „psów Dowa” (*dogs of the Dow*), polegająca na wyborze 10 spółek mających najwyższą stopę dywidendy spośród trzydziestu spółek indeksu DJIA. Inwestycję rozpoczyna się na początku roku i ma ona charakter portfelowy: na zakup każdego waloru przeznaczają się 1/10 kapitału [Kuchciak 2001, s. 13]. Z uwagi na fakt, że w USA dywidendy wypłacane są z reguły co kwartał, uzasadnione jest inwestowanie długoterminowe, trwające co najmniej przez rok. W przypadku inwestycji kilkuletniej na koniec roku dokonuje

się przeglądu portfela pod kątem stopy dywidendy i wymiany akcji wchodzących w jego skład. Opisywana strategia doczekała się różnorodnych modyfikacji. Jako przykład można wskazać postępowanie polegające na dodatkowej selekcji: spośród 10 spółek o najwyższej stopie dywidendy do portfela wybiera się pięć akcji o najniższej cenie giełdowej (tzw. szczeniaki Dowa – *puppies of the Dow*).

Od kilku lat dywidendowe strategie inwestycyjne z powodzeniem mogą być wykorzystywane również w Polsce. Warunkiem ich stosowania jest bowiem regularność wypłat dywidend. Jak wynika z informacji zestawionych w tab. 1, po przejściowym zastoju w 2002 r. liczba spółek wypłacających dywidendę wykazuje tendencję rosnącą i, co istotniejsze, gwałtownie wzrasta wartość płaconych dywidend.

Tabela 1. Liczba spółek giełdowych wypłacających dywidendy w latach 1996-2004 (bez NFI)

Wyszczególnienie	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Liczba spółek wypłacających dywidendę	61	69	62	54	40	49	57
Odsetek spółek płaćcych dywidendę	39,3	35,3	29,8	25,4	19,1	25,1	27,8
Kwota wypłaconych dywidend (mld zł)	0,66	0,69	1,02	1,40	1,47	2,07	2,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [„Roczniki Giełdowe” 1999-2004; Prusek, Stec 2005; serwis informacyjny interia.pl.].

Do roku 1998 odsetek spółek wypłacających dywidendę przekraczał 40%. Następnie obserwujemy wyraźną tendencję spadkową aż do 2002 r., co łączyło się obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego i pogorszeniem kondycji finansowej sektora przedsiębiorstw. W roku 2004 udział spółek płaćcych dywidendę zbliżył się do 30%. Do połowy marca 2005 r. deklarację wypłaty dywidend ogłosiły zarządy 32 spółek, proponując przeznaczenie na ten cel ponad 6 mld zł [Zielińska 2005, s. 1]. Ostateczne decyzje zapadną jednak na WZA, wszystko wskazuje na to, że w 2005 r. liczba spółek płaćcych dywidendy wzrośnie, podobnie jak i wartość zysków przeznaczonych na ten cel. Przyczyn tego pozytywnego zjawiska należy upatrywać zarówno w osiąganiu przez spółki coraz lepszych wyników finansowych, jak i w zmianie strategii polityki dywidendowej spółek publicznych.

Na podstawie dokładniejszej analizy wypłat dywidend w latach 1998-2004 można stwierdzić, że około 40% polskich spółek publicznych nie wypłaca dywidend. Spośród spółek obecnych na giełdzie przez co najmniej pięć lat w badanym okresie aż 56 nie wypłaciło dywidendy w ogóle, natomiast 27 uczyniło to zaledwie raz. Jednocześnie jest pewna grupa spółek, które systematycznie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami w formie dywidendy gotówkowej lub w drodze wykupu uprzednio umorzonych akcji. Jeżeli za kryterium uznania spółki za płaćcą regularnie dywidendę przyjąć wypłaty dywidendy (gotówkowej lub w formie wykupu akcji) co najmniej pięciokrotnie w okresie 1996-2004 i co najmniej przez trzy kolejne lata, to spółek takich było 44. Oczywiście jest, że spółki te spełniają również kryte-

rium co najmniej pięcioletniej obecności na giełdzie. Gdyby ograniczyć okres analizy do lat 1999-2004, liczba ta uległaby ograniczeniu do 27.

Z uwagi na dość małą jeszcze liczbę spółek wypłacających systematycznie dywidendy trudno jest koncentrować się na określonym segmencie rynku (np. WIG20 czy MIDWIG). Należy także bacznie obserwować kondycję finansową spółek. Inwestor powinien wreszcie brać pod uwagę uwarunkowania prawne determinujące politykę dywidendową spółek oraz proceduralne aspekty wypłat dywidend, obowiązujące na giełdzie warszawskiej.

Spośród unormowań prawnych na szczególną uwagę zasługuje usankcjonowana w kodeksie spółek handlowych możliwość dokonywania przez spółki odpisów z zysku netto na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na wypłaty dywidend w latach przyszłych. Środki te muszą zostać wykorzystane w ciągu trzech lat po dokonaniu odpisu. Jeżeli spółka korzysta z tej możliwości, inwestor może być niemal pewien, że dywidendy będą płacone regularnie.

Kwestie proceduralne uregulowane są w kodeksie spółek handlowych oraz w uchwałach Zarządu GPW w Warszawie. Dotyczą one przede wszystkim terminów podjęcia decyzji o płaceniu dywidendy, ustalenia prawa do dywidendy i wypłaty dywidendy. Z punktu widzenia inwestora zainteresowanego strategiami dywidendowymi szczególnie ważny jest termin wypłaty dywidendy. Skrócenie tego terminu wpływa korzystnie na wzrost rentowności inwestycji w skali rocznej: inwestor szybciej otrzymuje gotówkę i może ją ponownie zagospodarować. Niektóre spółki starają się jednak wydłużać terminy wypłat dywidend, wykorzystując przeznaczone na ten cel środki do finansowania działalności bieżącej.

Warto zwrócić uwagę jeszcze na jeden czynnik, który nabiera znaczenia w ostatnich latach, a mianowicie strukturę akcjonariatu spółek publicznych. Stosunkowo najczęściej dywidenda jest płacona przez spółki, w których dominujące udziały mają inwestorzy zagraniczni oraz sektor publiczny [Prusek, Stec 2005, s. 20]. Poprzez dywidendy inwestorzy zagraniczni odzyskują pieniądze zaangażowane uprzednio na przejęcie spółki i jej restrukturyzację. Dla Skarbu Państwa i jednostek samorządu terytorialnego dochody dywidendowe są z kolei jednym z łatwo dostępnych źródeł zasilania budżetów. Sporadycznie płacą natomiast dywidendy spółki kontrolowane przez osoby fizyczne: akcjonariusze tych spółek osiągają zapewne innego rodzaju korzyści (niekoniecznie finansowe) związane ze sprawowaniem nadzoru właścicielskiego.

2. Rachunek efektywności inwestycji

Ocena skuteczności strategii inwestycyjnych opiera się na wskaźnikach rentowności. Wyznacznikami rentowności inwestycji w akcje spółki wypłacającej dywidendę przy założeniu, że inwestor zamierza je trzymać długoterminowo, są: kwota dywidendy, cena nabycia akcji, okres od momentu zakupu akcji do dnia wypłaty

dywidendy oraz stopa podatku dochodowego od dywidend [Wypych 2004, s. 242]. Jeżeli kurs akcji na ostatniej sesji giełdowej w roku poprzedzającym decyzję inwestycyjną uznamy za cenę zakupu akcji, to stopę rentowności w skali rocznej **z tytułu otrzymania dywidendy** obliczymy, posługując się wzorem:

$$R_d = \frac{D \cdot (1-d)}{C_0 \cdot T_{wd}} \cdot 365 \cdot 100\% \quad (1)$$

gdzie: R_d – stopa rentowności z tytułu poboru dywidendy,
 C_0 – kurs akcji w dniu jej zakupu,
 D – kwota dywidendy na 1 akcję,
 d – podatek dochodowy od dywidendy,
 T_{wd} – liczba dni od dnia zakupu akcji do dnia wypłaty dywidendy,
 365 – liczba dni w roku.

Jeżeli założymy, że inwestycja trwa rok i została zakończona na ostatniej sesji giełdowej, stopa rentowności (w skali rocznej) **z tytułu posiadania i sprzedaży akcji z uwzględnieniem wypłaconej dywidendy** określona jest wzorem:

$$R_r = \left[\frac{(C_1 - C_0) \cdot (1-k)}{C_0 \cdot 365} + \frac{D \cdot (1-d)}{C_0 \cdot T_{wd}} \right] \cdot 365 \cdot 100\% \quad (2)$$

gdzie: R_r – roczna stopa zwrotu z inwestycji w akcje,
 C_1 – kurs akcji w dniu jej sprzedaży (na koniec roku),
 k – podatek dochodowy od sprzedaży akcji.

Obok podatku od dywidend w rachunku uwzględniono także podatek od zysków kapitałowych, obowiązujący od 2004 roku. Tak określoną stopę rentowności można porównywać z roczną stopą zwrotu z akcji. Uzyskamy wtedy informację o skali korzyści dywidendowych w relacji do korzyści wynikających ze zmian kursu akcji.

Należy zwrócić uwagę na potrzebę ujmowania w rachunku efektywnościowym „czynnika czasu”. Często analitycy w ocenie opłacalności dochodów z dywidend posługują się uproszczoną stopą rentowności, zakładając, że inwestycja trwa cały rok. Tymczasem inwestor otrzymaną dywidendę może ponownie zaangażować na rynku kapitałowym – posługiwanie się uproszczoną formułą rentowności nie uwzględnia więc kosztu utraconych korzyści. Uproszczoną stopę rentowności przy założeniu, że inwestycja trwa dokładnie rok, zapiszemy:

$$RU_r = \left[\frac{(C_1 - C_0) \cdot (1-k) + D \cdot (1-d)}{C_0} \right] \cdot 100\% \quad (3)$$

gdzie: RU_r – roczna uproszczona stopa zwrotu z inwestycji w akcje.

Stopa rentowności RU_r jest zawsze niższa od stopy rentowności R_r . Stopy te byłyby sobie równe jedynie w dwóch sytuacjach: po pierwsze – gdyby spółka nie wypłaciła dywidendy, po drugie – dywidenda zostałaby wypłacona na koniec roku.

Zaprezentowane formuły odnoszą się do oceny rentowności inwestycji w pojedyncze akcje. Przy inwestycji portfelowej można posługiwać się średnimi ważonymi stopami rentowności. Jako wagi należy traktować wskaźniki określające udział wartości akcji poszczególnych spółek w wartości inwestycji ogółem:

$$RP = \sum_{i=1}^n \left(\frac{WA_i}{WP} \cdot R_i \right) \quad (4)$$

gdzie: RP – roczna stopa zwrotu z portfela akcji,
 R_i – roczna stopa zwrotu z akcji i ,
 WA_i – wartość inwestycji w akcje i znajdujące się w portfelu (liczba akcji x cena zakupu),
 WP – wartość początkowa inwestycji portfelowej.

3. Wskaźniki rynku kapitałowego – podstawa decyzji inwestycyjnych

Stosunkowo najprostszym sposobem pozyskania informacji o prowadzonej przez spółkę polityce wypłat dywidendy jest obserwacja niektórych wskaźników rynku kapitałowego. Chodzi konkretnie o powszechnie znane inwestorom giełdowym wskaźniki: **kwota dywidendy na 1 akcję**, **stopa wypłat dywidend** (udział wypłaconych dywidend w zysku netto), **stopa dywidendy** (procentowa relacja dywidendy na 1 akcję do ceny rynkowej akcji) i **rynkowa cena akcji** (giełdowy kurs akcji). W związku z coraz częściej pojawiającymi się przypadkami dokonywania przez polskie spółki publiczne odpisów na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na dywidendy przydatność informacyjna stopy wypłat dywidend staje się ograniczona i większego znaczenia zaczyna nabierać relacja między dywidendą na 1 akcję a zyskiem netto na 1 akcję (wskaźnik **dywidenda na 1 akcję/EPS**). Gdy spółka wypłaca dywidendę za dany rok obrotowy jedynie z zysku netto wypracowanego w tymże roku, stopa wypłat dywidendy i wskaźnik dywidenda na 1 akcję/EPS są równoważne, rozbieżność między nimi pojawia się w przypadku wykorzystania na wypłatę dywidend środków gromadzonych wcześniej w ramach kapitału rezerwowego z przeznaczeniem na dywidendy. Środki te muszą zostać wykorzystane w ciągu trzech lat od momentu dokonania odpisu.

Obserwacja poziomu dywidendy w okresie kilkuletnim pozwala ocenić, w jakim stopniu spółka realizuje politykę stabilnej lub rosnącej kwoty dywidend. Skłonność spółki do regularnego płacenia dywidendy z uwzględnieniem zakresu rezygnacji z reinwestycji zysku może być oceniona na podstawie analizy relacji między kwotą dywidendy a EPS. Przydatność informacyjna stopy dywidendy jest ograniczona z uwagi na zależność jej poziomu od bieżącego kursu akcji, wskaźnik ten spełnia jednak ważną rolę przy wyborze akcji spółek, w które warto inwestować długofalowo. Rynkową cenę akcji należy z kolei traktować jako wydatek inwestycyjny na zakup akcji (kurs giełdowy w chwili nabycia akcji) oraz jako pod-

stawę określania dochodu z inwestycji w akcje (kurs giełdowy w chwili sprzedaży akcji odniesiony do ceny zakupu). Na podstawie ceny rynkowej inwestor jest także w stanie określić liczbę akcji, jaką może nabyć za daną wartość kapitału – informacja ta jest niekiedy użyteczna przy podejmowaniu konkretnych decyzji inwestycyjnych.

Tabela 2. Wskaźniki charakteryzujące wypłaty dywidend dla spółek giełdowych regularnie płacących dywidendy w latach 2000-2003

Spółka	Kwota dywidendy w złotych na 1 akcję wypłaconej za rok ^a				Kursy giełdowe na ostatniej sesji (zł)			Stopa dywidendy ^b (%)	
	2000	2001	2002	2003	2002	2003	2004	2002	2003
Apator	0,35+w	0,60+w	1,50+w	1,70+w	23,40	42,50	94,90	2,56	3,53
BPHPBK	5,67	3,80	2,40	8,70	271,50	355,00	510,00	1,40	0,39
BRE	5,00	10,0	–	–	88,00	92,50	114,00	11,36	–
BZWBK	0,65	0,42	0,74	0,32	70,30	75,70	97,00	0,60	0,98
Handlowy	1,00	1,25	1,85	1,85	74,50	57,70	64,10	1,68	3,21
Dębica	0,90	0,30	5,60	7,80	48,00	128,00	98,50	0,63	4,38
Efekt	0,40	0,40	0,40	0,40	6,75	7,85	14,40	5,93	5,10
Hydrotor	0,52	0,25	0,40	0,40	4,19	6,50	19,80	5,97	6,15
INGBSK	3,00	1,50	2,40	0,80	383,00	345,00	389,00	0,39	0,70
Instal Krak.	0,30	0,10	0,10	0,10	2,48	3,60	5,70	4,03	2,78
Jelfa	1,10	2,20	3,00	2,50	46,50	48,00	56,00	4,73	6,25
Jutrzenka	0,60	1,16	0,23	0,50+w	17,90	32,30	43,90	6,48	0,71
Kopex	1,27	–	0,17	0,43	10,45	51,90	42,80	–	0,33
Krosno	1,20	1,00	2,50	2,50	27,50	80,00	128,00	2,38	3,13
Lentex	0,72	0,70+w	0,80	0,88+w	15,40	23,50	26,60	5,00	3,53
Pekao	–	3,80	4,50	4,50	94,50	108,80	138,00	4,02	3,87
Permedia	1,00	1,00+w	1,05	1,60	11,40	18,00	30,80	8,77	5,89
PKN Orlen	0,05	0,12	0,14	0,54	17,70	25,00	37,80	0,68	0,56
PolifarbCW	0,15+w	–	0,10	0,15	7,85	8,20	7,40	–	1,22
Prochem	–	w	0,15	0,15	6,00	8,05	20,80	–	1,86
Projprzem	0,40	–	0,30	0,40+w	4,90	9,70	8,45	–	3,09
Ropczyce	0,33	0,33	0,95	0,30	6,80	14,55	17,35	5,98	6,53
Stalprofil	0,50	0,50	0,70	2,50	11,10	77,40	156,00	4,50	0,90
Świecie	8,83	1,68	4,79	5,00	36,90	77,20	58,00	4,55	6,20
Talex	0,40	0,20	0,80	0,50	12,70	19,35	17,80	1,57	4,13
Warta	1,20	2,15	1,45	–	120,00	226,00	210,50	1,79	0,64
Żywiec	2,50	–	20,0	20,0	390,00	434,00	452,00	–	4,61

^a w – wykup akcji uprzednio umorzonych,

^b procentowa relacja kwoty dywidendy na 1 akcję wypłaconej w danym roku (tzn. dywidendy za rok poprzedni) do ceny rynkowej akcji na koniec roku.

Źródło: opracowano na podstawie: [„Rocznik Giełdowy” za lata 2000-2004 oraz serwis interia.pl].

W tabeli 2 przedstawiono wartości wskaźników wykorzystywanych w dywidendowej strategii inwestycyjnej i w ocenie opłacalności inwestycji opartej na tej strategii. Dane odnoszą się do 27 spółek giełdowych, które zaliczono do grupy systematycznie płacących dywidendy. Podano wartości nominalne dywidend na 1 akcję w latach 2000-2003, kursy akcji na ostatnich sesjach giełdowych w latach 2002-2004 i stopy dywidend na koniec lat 2002-2003. Informacje wykorzystamy w przykładzie ilustrującym przedstawione rozważania teoretyczne.

4. Ilustracja liczbowa dywidendowej strategii inwestycyjnej na przykładzie polskich spółek giełdowych

Ograniczone ramy objętościowe opracowania pozwalają jedynie na zaprezentowanie krótkiego przykładu oceniającego skuteczność dywidendowych strategii inwestycyjnych w warunkach polskich. Przyjęto założenie, że inwestycja ma charakter portfelowy i obejmuje okres dwuletni. Wartość kapitału wyjściowego wynosi 50 000 zł: akcje składające się na portfel inwestycyjny zakupiono na ostatniej sesji giełdowej w 2002 roku. Po upływie roku dokonywana jest weryfikacji portfela, a wyjście z inwestycji następuje poprzez sprzedaż akcji na ostatniej sesji 2004 roku.

Rozpatrzmy wariant konstrukcji portfela bazujący na przedstawionej wcześniej strategii „szczeniaków Dowa”. Doboru składowych do portfela dokonano na podstawie wykazu spółek podanego w tab. 2. Kryterium wyboru nie było więc przypisanie spółki do określonego indeksu giełdowego, lecz fakt systematycznego wypłacania dywidend oraz wartość wybranych wskaźników rynkowych. Procedura postępowania jest następująca:

- wybór dziesięciu spółek o najwyższej stopie dywidendy na ostatniej sesji w 2002 roku,
- włączenie do portfela inwestycyjnego akcji pięciu spółek o najniższym kursie giełdowym spośród spółek wcześniej wybranych,
- na zakup akcji każdej ze spółek przeznaczono około 1/5 kapitału (założono niepodzielność akcji),
- na podstawie poziomu stóp dywidend i cen akcji na ostatniej sesji giełdowej w 2003 r. dokonano weryfikacji portfela,
- wyjście z inwestycji nastąpiło na ostatniej sesji 2004 r. poprzez sprzedaż wszystkich akcji.

W celu uproszczenia wyników obliczeń pominięto koszty prowizji giełdowych. W ocenie rentowności inwestycji uwzględniono jedynie podatek od dywidend, ponieważ podatek od zysków kapitałowych obowiązujący od 2004 r. nie dotyczył sprzedaży akcji zakupionych wcześniej. Wyniki obliczeń zestawiono w tab. 3.

Tabela 3. Ilustracja liczbowa dywidendowej strategii inwestycyjnej

2003						
Wyszczególnienie		Spółki, których akcje tworzą portfel inwestycyjny:				
		Efekt	Hydrotor	Lentex	Permedia	Ropczyce
Kurs 31.12.02 (zł)		6,75	4,19	15,40	11,40	6,80
Inwestycja	Liczba akcji	1.481	2.386	649	877	1.470
	Kapitał (zł)	9.997	9.997	9.995	9.998	9.996
Kurs 31.12.03 (zł)		7,85	6,50	23,50	18,00	14,55
Dywidenda	Na 1 akcję (zł)	0,40	0,40	0,80	1,05	0,95
	Data wypłaty	10.09.03	02.10.03	01.07.03	25.06.03	14.08.03
	Dni do wypłaty	253	275	213	176	226
Rentowność	R_d (%)	7,3	11,4	7,6	16,2	19,2
	R_o (%)	23,6	66,5	60,2	74,1	133,2
	RU_r (%)	21,3	63,2	57,0	65,7	125,8
Wartość akcji 31.12.03 (zł)		11 626	15 509	15 251	15 786	21 388
Portfel akcji	Dywidendy netto (zł)			3.725		
	Przyrost wartości rynkowej (zł)			29 578		
	Rentowność z tytułu dywidendy (%)			12,9		
	Rentowność z tytułu zmiany kursu (%)			59,2		
	Rentowność ogółem za 2003 rok (%)			72,1		
	Uproszczona stopa rentowności (%)			66,6		
2004						
Wyszczególnienie		Spółki, których akcje tworzą portfel inwestycyjny				
		Efekt	Hydrotor	Talex	Permedia	Ropczyce
Kurs 31.12.2003		7,85	6,50	19,35	18,00	14,55
Inwestycja	Liczba akcji	1.481	2.386	788	877	1.470
	Kapitał (zł)	11 626	15 509	15 248	15 786	21 388
Kurs 31.12.04		14,40	19,80	17,80	30,80	17,35
Dywidenda	Na 1 akcję (zł)	0,40	0,40	0,50	1,60	0,30
	Data wypłaty	10.09.04	02.09.04	06.07.04	30.06.04	27.07.04
	Dni do wypłaty	253	245	217	211	238
Rentowność	R_d (%)	6,2	7,8	3,7	13,1	2,7
	R_o (%)	89,6	212,4	-4,3	84,2	21,9
	RU_r (%)	87,8	209,8	-5,8	78,7	21,0
Wartość akcji 31.12.04 (zł)		21 326	47 243	14 026	27 012	25 504
Portfel akcji	Dywidendy netto (zł)			3.217		
	Przyrost wartości akcji (zł)			55 554		
	Rentowność z tytułu dywidendy (%)			6,4		
	Rentowność z tytułu zmiany kursu (%)			69,8		
	Rentowność ogółem za 2004 rok (%)			76,2		
	Uproszczona stopa rentowności (%)			73,9		
Inwestycja dwuletnia 2003-2004		Dywidendy ogółem (zł)			6.942	
		Przyrost wartości akcji (zł)			85 132	
		Zwrot z inwestycji (%) – RU			13,9 + 170,7 = 184,6	

Źródło: opracowanie własne.

Analizę opłacalności przeprowadzono oddzielnie dla lat 2003 i 2004. Po pierwszym roku inwestycji dokonano wymiany akcji tylko jednej spółki (spółkę Lentex zastąpiono spółką Talex). Okazuje się, że selekcja spółek tworzących portfel inwestycyjny była trafna. Wszystkie spółki, w które zainwestowano kapitał, wypłaciły dywidendy. Rentowność z tytułu wypłaconych dywidend może nie jest zbyt imponująca (13,9%), zwłaszcza w porównaniu z rentownością wynikającą ze zmiany kursu akcji (170,7%), jednak należy zwrócić uwagę, że już sam fakt płacenia dywidend jest pozytywnie oceniany przez inwestorów i stanowi jedną z przesłanek wzrostu kursów akcji. Systematyczne wypłacanie dywidend świadczy o stabilnej sytuacji finansowej spółki i korzystnych perspektywach jej rozwoju.

Rentowność inwestycji na tle indeksu WIG okazała się bardzo wysoka. Indeks WIG w 2003 r. wzrósł bowiem o 44,9%, a w 2004 r. o 27,9%. Strategia „szczeniaków Dowa”, jeżeli chodzi o dochodowość z tytułu dywidend, prezentuje się korzystnie także na tle strategii „psów Dowa” – okazuje się, że gdyby ten sam kapitał został zaangażowany w akcje 10 spółek o najwyższej stopie dywidendy, to w 2003 r. dochody netto z dywidend wyniosłyby 3742 zł, natomiast w 2004 r. zaledwie 2718 zł. Zaletą strategii „szczeniaków Dowa” jest stosowanie podwójnej selekcji akcji spółek przy tworzeniu portfela. Dzięki temu eliminuje się spółki o wysokich cenach akcji: za ten sam kapitał inwestor dokonuje zakupu większej liczby relatywnie tańszych akcji. Występuje także większe skoncentrowanie kapitału, ponieważ portfel inwestycyjny obejmuje dwa razy mniej spółek. Wzrost liczby spółek w portfelu sprawia, że rentowność inwestycji w coraz większym stopniu upodabnia się do rentowności określonej dla całej zbiorowości spółek (indeks WIG). I odwrotnie – ograniczenie liczby spółek w portfelu prowadzi do większej dysproporcji między rentownością portfela a rentownością indeksu giełdowego.

Do otrzymanych rezultatów należy oczywiście podchodzić z dużą rezerwą, podobnie jak i do rezultatów osiąganych przy zastosowaniu innych strategii inwestycyjnych. Zbyt wiele czynników determinuje politykę podziału zysku w spółkach publicznych i kształtowanie się cen akcji na rynku kapitałowym, aby zaprezentowaną strategię inwestycyjną można było traktować jako idealną metodę angażowania kapitału. Oczekiwanie jedynie na dochody z dywidend nie stanowi zachęty do zakupu akcji, są one zbyt niskie w stosunku do wartości rynkowej akcji. Dywidendowa strategia inwestycyjna podaje jednak pewien logicznie uporządkowany i równocześnie prosty sposób konstrukcji portfela akcji, zmuszając jednocześnie inwestora do bieżącej analizy wskaźników rynku kapitałowego i śledzenia polityki dywidend prowadzonej przez spółki publiczne.

Literatura

- Gordon M., *Dividends, Earnings and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, vol. 41.
- Gordon M., Shapiro E., *Capital Equipment Analysis: the Required Rate of Profit*, „Management Science” 1956.
- Kuchciak M.T., *Psy WIG-u czyli wszystko o dywidendach*, „Parkiet” 2001, nr 129.
- Lintner J., *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „American Review Papers and Proceedings” 1956, vol. 46.
- Miller M, Modigliani R., *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34.
- Prusek T., Stec A., *Złoty rok dywidend*, „Gazeta Wyborcza” 2005, nr 63.
- Wypych M., *Dywidenda jako wyznacznik rentowności inwestycji w akcje*, [w:] *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 156, Szczecin 2004.
- Zielińska U., *6 miliardów złotych na dywidendę*, „Parkiet” 2005, nr 47.

DIVIDEND PAYMENT AS AN ENCOURAGEMENT TO STOCK SHARES INVESTMENT

Summary

Private capital and common duty to reward capital owners for their investments is one of the market economy features. Such an obligation also applies to stock shares investments. Financial profits from the ownership of shares depend on share price rising and amount of dividend payment. Unless the company can control changes of the share prices directly, dividend payment is a result of company's net profit division. It follows that public stock company's dividend policy can affect investment decisions on stock market. It happens because stock market investors analyzing actual dividend policy try to execute their investment strategies. The goal of this paper is to present the dividend based investment strategy on public stock market and verify it in the light of efficiency. Theoretical arguments are illustrated by a few empirical examples taken from Warsaw Stock Exchange.