



## **Bartłomiej Jabłoński**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Katedra Inwestycji i Nieruchomości  
bartlomiej.jablonski@ue.katowice.pl

# **OCENA ATRAKCYJNOŚCI INWESTYCJI W SPÓŁKI DYWIDENDOWE NOTOWANE NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE ZA OKRES 2009-2018**

**Streszczenie:** Artykuł opisuje problematykę atrakcyjności inwestycji w spółki dywidendowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za okres 2009-2018 z punktu widzenia inwestora poszukującego spółek wypłacających dywidendy charakteryzujące się stałym tempem wzrostu. Opisano reakcje inwestorów na nieoczekiwane zmiany w wypłacie dywidend oraz wskaźniki rynkowe uwzględniające dywidendy wypłacane w danym roku, jak również w ujęciu skumulowanym. Celem badań była ocena atrakcyjności inwestycji w dwie grupy spółek dywidendowych – silnych (wypłaty dywidend bez przerwy przez okres 10 lat) oraz słabszych (spółki, które w okresie 2009-2018 tylko raz nie wypłaciły dywidendy), charakteryzujących się stabilnym tempem wzrostu dywidend i średnią roczną stopą zwrotu wyższą od średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku, za który przyjęto indeks WIG. Wyniki badań potwierdzają istnienie takich spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** dywidenda, stopa wzrostu dywidendy, inwestor.

**JEL Classification:** G11, G35, O16.

## **Wprowadzenie**

Spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych dzięki systematycznym wypłatom dywidend mogą zachęcić inwestorów do inwestycji, szczególnie jeśli dochodzi do kolejnej emisji akcji. W takiej sytuacji wypłacona dywidenda stanowi część wygenerowanego przez emitenta akcji zysku – jeden z kosztów dla spółki, który trzeba ponieść celem pozyskania inwestorów. Inwestorów in-

dywidualnych na rynku kapitałowym można podzielić na dwie grupy. Pierwsza to osoby, których horyzont inwestycyjny jest krótki, a z inwestycji oczekują szybkich zysków. Często określa się ich jako spekulantów. Drugą grupę tworzą osoby inwestujące w długim terminie według przyjętych strategii wykorzystujących analizę techniczną, fundamentalną lub portfelową. Budują oni swoje portfele w długim horyzoncie czasu, a dywidendy są jedną z determinant doboru papierów wartościowych. Liczą oni nie tylko na wzrost wartości spółki, ale również na wypłacane dywidendy, które reinwestują w akcje, zwiększając tym samym przyszły strumień pieniędzy. Podejmują oni decyzje inwestycyjne w podobny sposób jak inwestorzy instytucjonalni, którzy wybierają głównie spółki stabilne fundamentalnie. Dlatego rzetelne informowanie inwestorów rynku kapitałowego o wynikach finansowych, istotnych zdarzeniach mających miejsce w spółce, prognozach wyników finansowych czy też o polityce dywidend powinno być przez spółki przedmiotem szczególnych starań. Takie działanie spółki wpisuje się w nowoczesne relacje inwestorskie, które obejmują szeroki zakres komunikacji przedsiębiorstwa z jego otoczeniem, w szczególności z inwestorami rynku kapitałowego.

Artykuł odnosi się do tematyki wypłaty, regularności i tempa wzrostu dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Celem artykułu jest ocena atrakcyjności inwestycji w dwie grupy spółek dywidendowych za okres 2009-2018 (wypłaty za okres 2008-2017). Pierwsza grupa na potrzeby badań została nazwana grupą silnych spółek dywidendowych, które wypłacały dywidendy bez przerwy przez okres 10 lat. Druga grupa – słabsze spółki dywidendowe – to spółki, które w okresie 2009-2018 tylko raz nie wypłaciły dywidendy. Wyniki badań mają zweryfikować przyjętą hipotezę o istnieniu na GPW spółek dywidendowych charakteryzujących się nie tylko stabilnym tempem wzrostu dywidendy, ale również wyższą średnią stopą zwrotu od indeksu WIG.

## **1. Reakcje inwestorów rynku kapitałowego na zmiany poziomu wypłacanych dywidend**

Decyzje emitenta w zakresie zaprzestania wypłat lub zmniejszenia wielkości wypłacanej dywidendy w stosunku do planowanej jej wysokości powodują spadki notowań tych spółek, które rozczarowały swoimi działaniami inwestorów. Szczególnie w takiej sytuacji istotnego znaczenia nabierają profesjonalne relacje inwestorskie. Ideą relacji inwestorskich jest więc pełna informacja finansowo-ekonomiczna na temat działalności spółki, a zwłaszcza współpraca z in-

westorami rynku kapitałowego. Kluczową zaletą takiego podejścia jest niwelowanie luki informacyjnej, która wynika z asymetrii informacji występującej pomiędzy spółką a inwestorami [zob. więcej: Stradomski, 2006]. Relacje inwestorskie zgodnie z nazwą koncentrują się na relacji podmiotu z inwestorami, wśród których szczególną rolę odgrywają akcjonariusze, czyli współwłaściciele [Dziawgo, 2011]. Stąd inwestorzy poszukujący spółek dywidendowych będą przede wszystkim w zakresie relacji inwestorskich poszukiwać informacji, czy spółka posiada opracowaną politykę dywidend oraz czy i w jakim stopniu ją stosuje. Dodatkowo analizując historyczne wypłaty dywidend, są oni w stanie stwierdzić, czy zmiany wypłacanych dywidend korespondują ze zmianami parametrów wskazanych w polityce dywidend. Negatywne zmiany wypłaty dywidend, które nie zostały odpowiednio przedstawione przez emitenta w raportach bieżących, będą zaskoczeniem dla inwestorów i tym samym mogą spowodować nagłą wyprzedź akcji oraz długotrwały negatywny sentyment.

Spółki mogą komunikować się z inwestorami według trzech przyjętych sposobów – modeli relacji inwestorskich [zob. więcej: Dziawgo, 2011]:

- pierwszy model (nazywany biernym) – koncentracja spółki jedynie na minimalnych obowiązkach informacyjnych,
- drugi model (nazywany nowoczesnym) – występuje nie tylko aktywna komunikacja z odbiorcami relacji inwestorskich, ale również informacja zwrotna, akcentowana jest w nim waga stabilnej polityki dywidend,
- trzeci model (zwany docelowym) – zakłada transparentność spółki w możliwie szerokim zakresie, akcentuje się w nim m.in. fakt wykorzystania relacji inwestorskich jako generatora wartości spółki.

W relacji emitent – inwestor rynku kapitałowego duże znaczenie w polityce dywidend nabiera ustalenie odpowiedniej wielkości części zysku przeznaczonego do wypłaty. Zbyt duża wypłata może zachwiać płynnością przedsiębiorstwa, z kolei zbyt niska w relacji do faktycznych możliwych wypłat może spowodować niezadowolenie akcjonariuszy. Negatywna reakcja jest potęgowana zwłaszcza w sytuacji, kiedy zarząd nie planuje przeznaczyć pozostawionego zysku na efektywne projekty inwestycyjne.

H. Rubin i C. Spaht II [Rubin, Spaht II, 2011, s. 11-19] zwracają uwagę, że otrzymywane przez inwestorów rosnące dywidendy stanowią zabezpieczenie przed spadkiem wartości portfela papierów wartościowych niezależnie od fluktuacji cen na rynku kapitałowym. Z kolei P. Asquith i D.W. Mullins Jr. [1983, s. 77-96] wskazują, że w przypadku inwestycji w spółki dywidendowe istotne okazują się, czy spółka wypłaca dywidendy stale oraz jakie jest tempo jej wzro-

stu. Emitenci, którzy wypłacają wysokie dywidendy o wysokiej stopie wzrostu, charakteryzują się – jak podają autorzy – stabilnymi notowaniami akcji. Na podstawie badań przeprowadzonych przez K.P. Fuller i M.A. Goldsteina [2011, s. 457-473] stwierdzono, że różnice widać szczególnie w okresie bessy.

W sytuacji negatywnego sentymentu na rynku akcje spółek dywidendowych charakteryzują się mniejszymi spadkami. Takie zachowanie cen akcji spółek dywidendowych może wynikać z dwóch powodów. Po pierwsze w okresie dekonjunkury inwestorzy reinwestują otrzymywane dywidendy, a spadek cen akcji jest najlepszym czasem do takich działań. Po drugie w przypadku spółek dywidendowych rzadko mowa jest o spekulacyjnych inwestorach. Takimi emitentami interesują się inwestorzy fundamentalni, którzy swoje decyzje inwestycyjne planują w długim horyzoncie czasowym, a dekonjunktura na rynku kapitałowym nie powoduje u nich nerwowych reakcji. A. Williams i M. Miller [2013, s. 58-69] stwierdzili, że w okresie kryzysu na rynku finansowym w USA (lata 2001 oraz 2008) stopy zwrotu spółek zaliczanych do grona arystokratów dywidendowych charakteryzowały się wyższą stopą zwrotu od indeksu S&P500. Arystokraci dywidendowi należą do indeksu S&P500 Dividend Aristocrats. Są to spółki z grona indeksu S&P500, które według wymogów agencji Standard & Poor's jednocześnie przez ostatnie 25 lat co roku zwiększały wysokość wypłacanej dywidendy (w dniu aktualizacji indeksu kapitalizacja każdej wynosi co najmniej 3 mld dolarów) i przez 6 miesięcy poprzedzających aktualizację indeksu obrót akcjami każdej spółki wynosił średnio 5 mln dolarów dziennie.

Skoro wypłaty dywidend oraz ich zmiany wpływają na kształtowanie się cen akcji, szczególnie jeśli przekazują one inwestorom informacje na temat oczekiwań oraz zamierzonych decyzji zarządu spółki, to można na tej podstawie wskazać schematy zachowań inwestorów. Zaliczyć do nich należy:

- teorię wróbla w garści – dochód inwestora w postaci oczekiwanej dywidendy ma większe znaczenie od oczekiwanego zysku kapitałowego, ponieważ dywidenda jest pewna, a ewentualne zyski ze wzrostu ceny akcji – niepewne,
- teorię cateringową – spółka odpowiada na popyt zgłaszany przez inwestorów, dostarczając takiej dywidendy, na jaką jest z ich strony zapotrzebowanie,
- efekt sygnalizacji – wzrost wartości planowanej dywidendy powoduje wzrost cen akcji, a jej spadek lub brak, analogicznie, powoduje spadek cen akcji,
- efekt klienteli – spółki ustalając określoną politykę dywidend, przyciągają tym samym do siebie określony grupy inwestorów, w szczególności preferujących otrzymywanie dywidend,
- efekt pewności – inwestor woli być pewny dywidendy, aniżeli ryzykować i inwestować w spółki, które nie wypłacają dywidendy, nawet jeśli to ryzyko

jest niewielkie, ale zysk ze zmiany cen akcji większy, inwestorzy wybierają zatem akcje o stabilnych dywidendach i rezygnują z inwestycji w spółki charakteryzujące się wyższymi zyskami z tytułu zmiany cen akcji.

Z poczynionych obserwacji wynika, że zarząd spółki proponując akcjonariuszom rosnące dywidendy, stara się przez to wpływać na akcjonariat. Będą to w większości przypadków stabilni akcjonariusze inwestujący w spółkę długoterminowo, a w okresie bessy na rynku kapitałowym nie tylko nie będą redukować ilości akcji w portfelu, ale przecenę wykorzystają do zwiększenia udziału spółek w portfelu inwestycyjnym. Oznacza to, że nie dają się ponieść emocjom i widzą szersze tło działalności spółki, w tym przepływy pieniężne w postaci dywidend. Z tego też względu, jeśli zarząd obawia się, że w przyszłości będzie zmuszony do obniżenia dywidendy, wtedy we wcześniejszym okresie wypłaca dywidendę niezmienną. Nie powoduje to spadku wypłaty dywidend i nie wpływa negatywnie na tempo jej wzrostu (g).

J.R. Woolridge i C. Ghosh [1986, s. 20-32] zrealizowali badania wśród 408 spółek, które przeprowadziły obniżki wypłaty dywidend. Spółki podzielono na trzy grupy. Pierwszą charakteryzowało obniżenie dywidendy oraz zysków, w drugiej zarząd uprzedził inwestorów o pogorszeniu wyników jeszcze przed obniżką dywidend w spółkach z trzeciej grupy – obniżono dywidendy, ale jednocześnie ogłoszono plany rozwojowe lub poprawę wyniku finansowego. Na podstawie przeprowadzonych badań autorzy stwierdzili, że:

- a) większość przedsiębiorstw obniżała dywidendy w wyniku pogorszenia zysków,
- b) jeśli dywidenda była obniżana w wyniku nowych inwestycji, to spadek kursu akcji był łagodniejszy aniżeli w pierwszym przypadku i ceny wracały do poziomu sprzed ogłoszenia zmian.

Wyniki badań wskazują również, że reakcja akcjonariuszy na zmiany dywidend jest zbyt nerwowa, ponieważ w niedługim okresie ceny wracają do poziomu sprzed negatywnych informacji dotyczących dywidend.

Jeśli spółka posiada znaczne zasoby gotówki oraz osiąga stabilne wyniki finansowe, wypłacanie stabilnych lub rosnących dywidend jest korzystne dla obu stron w relacjach zarząd – akcjonariusz. Kierownictwo najwyższego szczebla może liczyć na ponowny wybór, jeśli akcjonariusze są zadowoleni z wypłacanych dywidend i przez to z mniejszych spadków akcji w okresie dekonjunktury, a akcjonariusze otrzymując dywidendy, mogą je zainwestować celem zwiększenia wartości portfela. Stąd powtarzając proces reinwestycji przez długi okres, systematycznie wypłacane dywidendy są dla długoterminowych inwestorów

podstawową determinantą wyboru akcji do portfeli. Z tego punktu widzenia będą oni zwracać uwagę na systematykę wypłaty dywidend, jak również przyjętą politykę dywidend.

## 2. Dywidendowe wskaźniki rynkowe jako element analizy fundamentalnej

Do podstawowych miar atrakcyjności inwestycji w spółki dywidendowe zalicza się te wskaźniki, które w swojej budowie uwzględniają dywidendy. Indykatory te w zależności od swojej konstrukcji mogą charakteryzować się mniejszą lub większą zmiennością, szczególnie jeśli w swojej budowie uwzględniają np. rynkowe ceny akcji. Do podstawowych dywidendowych wskaźników rynkowych zalicza się:

- dywidendę na akcję (*DPS*),
- stopę dywidendy (*DY*),
- stopę wypłaty dywidendy (*DPR*),
- stopę wzrostu dywidendy (*g*).

Wskaźnik dywidendy na akcję ukazuje, jakiej wysokości dywidendy może oczekiwać inwestor, jeśli spółka wypłaci część zysku w relacji do liczby wyemitowanych akcji. Oblicza się go jako:

$$DPS = \frac{D}{LA} \quad (1)$$

gdzie:

*D* – dywidenda całkowita,

*LA* – liczba wyemitowanych akcji.

Inwestor uzyska więcej informacji o atrakcyjności inwestycji w akcje danej spółki, analizując wskaźnik stopy dywidendy (*DY*), który oblicza się jako:

$$DY = \frac{DPS}{P} \times 100\% \quad (2)$$

gdzie:

*DPS* – dywidenda na akcję,

*P* – rynkowa cena notowań akcji.

Z uwagi na jego budowę wskazania zmieniają się zgodnie z notowaniami akcji. Im wyższa wartość wskaźnika, tym wyższa wypłacona dywidenda przypadająca na cenę rynkową akcji. Innymi słowy, wskaźnik ukazuje rentowność inwestycji w spółkę przy danej cenie, jaką trzeba zapłacić za akcje. Dla spółek,

które nie wypłaciły dywidend, wskaźnik nie zostaje obliczony. Inwestorzy najczęściej porównują jego wartości na przestrzeni lat dla danej spółki i na tej podstawie wyciągają wnioski, czy cena akcji jest niedowartościowana, czy też przewartościowana względem dywidendy. Inne wykorzystanie wskaźnika to jego porównanie do  $DY$  dla całego rynku lub wybranej grupy spółek, np. dywidendowych. Należy dodać, że takie wykorzystanie wskaźnika ma sens tylko wtedy, jeśli emitent jest spółką dywidendową i stale wypłaca dywidendy.

Często inwestorzy obliczają zmodyfikowaną wersję  $DY$  w odmianie skumulowanej  $DY_s$ . Oblicza się ją w podobny sposób jak parametr  $DY$ , z tą różnicą, że uwzględnia się cenę nabycia akcji – a nie notowań, jak we wzorze (2) – oraz sumę uzyskanych dywidend od dnia nabycia akcji. Skumulowaną stopę dywidendy oblicza się według wzoru:

$$DY_s = \frac{\sum_{t=1}^n DPS_t}{P_t} \times 100\% \quad (3)$$

gdzie:

$DPS_t$  – dywidenda na akcję otrzymana przez inwestora w roku  $t$ ,

$P_t$  – cena nabycia akcji.

Przekroczenie przez wskaźnik wartości 100% oznacza, że spółka wypłaciła inwestorowi („oddała”) w postaci dywidend całą kwotę, którą zainwestował w jej akcje.

Kolejnym wskaźnikiem wykorzystywanym przez inwestorów jest stopa wypłaty dywidendy ( $DPR$ ), ukazująca stosunek dywidendy do wygenerowanego przez podmiot zysku. Można wskaźnik ten policzyć jako:

$$DPR = \frac{D}{EPS} \times 100\% \quad (4)$$

gdzie:

$D$  – dywidenda na akcję,

$EPS$  – zysk na akcję.

Wskaźnik ukazuje, jaka część zysku została wypłacona inwestorom pod postacią dywidendy. Jeśli polityka dywidend odnosi się do zysku, inwestorzy w łatwy sposób według wskaźnika są w stanie sprawdzić, czy spółka realizuje przyjętą politykę dywidend oraz ewentualnie o ile faktyczne wypłaty dywidend różnią się od planów emitenta. Warto dodać, że zbyt wysokie wartości wskaźnika (np. powyżej 100%) mogą zaistnieć, kiedy spółka wypłaca dywidendy z zysku z zamkniętego roku obrachunkowego oraz zysków zakumulowanych w po-

przednich okresach. Często jednak takie decyzje nie są odbierane przez inwestorów pozytywnie z uwagi na obawy o utratę płynności spowodowaną wysokim poziomem transferu środków pieniężnych poza spółkę.

Ostatni z wymienionych wskaźników – stopa wzrostu dywidendy ( $g$ ) – wykorzystywany jest nie tylko w analizach spółek pod względem wypłacanych dywidend, ale również w dyskontowanych modelach wyceny akcji. Oblicza się go jako:

$$g = \left( \frac{DPS_n}{DPS_{n-1}} - 1 \right) \times 100\% \quad (5)$$

gdzie:

$DPS_n$  – dywidenda na akcję w roku obecnym,

$DPS_{n-1}$  – dywidenda na akcję w roku poprzednim.

Wskaźnik ukazuje, z jakim rocznym tempem następuje zmiana wypłaty dywidend na akcję. W długim okresie wysokie jego wartości są możliwe do utrzymania przez emitenta tylko wtedy, jeśli przynajmniej z takim tempem następuje wzrost wyników finansowych. Każde dłuższe utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wypłaty dywidend bez potwierdzenia go w uzyskiwanych wynikach emitenta może oznaczać dużą redukcję przyszłej dywidendy lub wręcz zaprzestanie jej wypłaty. Dlatego spółki – w szczególności te należące do indeksu S&P500 Dividend Aristocrats – wypłacają dywidendy ze stabilnym tempem wzrostu przewyższającym o kilka punktów procentowych inflację, chociaż mogłyby przyspieszyć tempo wzrostu dywidend. Nie czynią tego z uwagi na obawy braku możliwości utrzymania wysokiej wartości parametru  $g$  i negatywnego odbioru przez inwestorów takich decyzji emitenta. Wynika z tego, że spółki dywidendowe powinny przykładać dużą wagę nie tylko do opracowania i stosowania polityki dywidend, ale również do utrzymywania odpowiedniego poziomu tempa wzrostu dywidend. Parametr  $g$ , stopa dywidendy oraz skumulowana stopa dywidendy są głównymi dywidendowymi wskaźnikami rynkowym, które inwestorzy analizują podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych w akcje spółek dywidendowych.

### **3. Ocena atrakcyjności inwestycji w spółki dywidendowe na podstawie zmiany wypłaty dywidend – wyniki badań**

Badanie atrakcyjności inwestycji w spółki dywidendowe notowane na GPW przeprowadzono na dzień 30.07.2018 r. Przedmiotem badań było 459 spółek z GPW, które w latach 2009-2018 (za okres 2008-2017) wypłacały dywidendy.



Warto zwrócić uwagę, że charakterystyka spółek dywidendowych przyjęta na potrzeby podkreślenia obecności takich emitentów na GPW oznacza, że spółkę można przypisać do indeksu spółek dywidendowych (WIGDiv), jeśli charakteryzuje się najwyższą stopą dywidendy na koniec listopada każdego roku oraz w ostatnich 5 latach obrotowych wypłaciła dywidendę co najmniej trzykrotnie. Z uwagi na charakter badań, zdaniem autora, jest to jednak zbyt krótki okres częstotliwości wypłaty dywidend i na tej podstawie określenia spółki mianem dywidendowej. Za rozsądne podejście wydaje się uznanie okresu 10 lat wypłaty dywidend bez przerwy i na potrzeby przeprowadzenia badań przyjęto też takie założenie. Na tej podstawie wytypowano 33 spółki i podzielono na takie, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy bez przerwy (13 spółek) lub tylko raz dywidendy nie wypłaciły (20 spółek). Na potrzeby badań przyjęto również, że pierwsza grupa spółek została nazwana silną grupą spółek dywidendowych, a druga – słabszą grupą spółek dywidendowych.

Celem badań były wskazanie obu grup spółek dywidendowych charakteryzujących się stabilnym tempem wzrostu dywidend oraz analiza ich średniej rocznej stopy zwrotu. Przyjęto hipotezy:

$H_0$ : Istnieją spółki notowane na GPW, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy systematycznie o dodatnim tempie wzrostu oraz średniej rocznej stopie zwrotu wyższej od średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku, za który przyjęto indeks WIG.

$H_1$ : Nie istnieją spółki notowane na GPW, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy systematycznie o dodatnim tempie wzrostu oraz średniej rocznej stopie zwrotu wyższej od średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku, za który przyjęto indeks WIG.

W tabelach 1 oraz 2 przedstawiono spółki i wypłacone przez nie dywidendy, które na podstawie przyjętych założeń przypisano do silnych oraz słabszych spółek dywidendowych.

**Tabela 1.** Wyплаты dywidend przez silne spółki dywidendowe

Spółka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aparator	0,25	0,5	0,6	0,75	1,4	0,6	0,5	1	1,1	1,2
AssecoPol	1,03	1,47	1,8	2,19	2,41	2,6	2,9	3,01	3,01	3,01
ATMGrupa	0,16	0,08	0,18	0,12	0,02	0,16	0,91	0,22	0,22	0,22
Budimex	5,84	6,8	9,08	10,97	4,39	11,85	6,11	8,14	14,99	17,61
DomDev	0,8	0,8	0,9	1,5	3,68	2,2	2,25	3,25	5,05	7,6
Eurcash	0,3	0,37	0,37	0,18	0,9	0,79	0,79	1	0,73	0,73
Eurotel	1,05	1,2	1,4	1,5	1,6	1,84	1	1,4	1,9	2,2
Neuca	1,85	2	2,3	2,6	3,2	3,8	4,33	5	5,75	6,4
Pulawy	4,3	8,15	1	3,66	9,4	10,38	7,03	10,5	6,2	4,46
Sniezka	1,35	1,6	1,7	1,35	2,5	2,5	3,1	3,15	3,2	2,2
Unibep	0,1	0,1	0,12	0,12	0,12	0,12	0,15	0,17	0,2	0,2
Wawel	10	10	10	11	14	20	20	20	20	25
Zywiec	20	48	65	33	31	18	5	35	29	26

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron WWW emitentów.

**Tabela 2.** Wyплаты dywidend przez słabsze spółki dywidendowe

Spółka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ambra	0,1	0,3	0,4	0,4	0,43	0,45	0,5	1,02	0,6	–
AssecoBs	0,42	0,75	0,9	0,96	–	0,8	0,85	1	1,27	1,3
AssecoSEE	–	0,11	0,32	0,36	0,81	0,32	0,4	0,42	0,48	0,52
CCC	1	1	1,5	1,6	1,6	1,6	3	2,24	2,59	–
CEZ	7,93	8,36	8,2	–	6,32	5,99	5,98	6,5	5,2	5,53
Decora	0,3	0,3	0,3	0,3	0,42	0,42	–	2,5	0,85	0,9
Debica	1,6	4,5	2,96	3,29	3,38	4,18	3,15	2,86	2,35	–
Efekt	0,55	0,55	0,55	0,055	0,65	0,65	1,68	0,96	1,08	–
Elektrotim	0,6	1,4	0,7	1	0,6	0,75	0,6	1,24	0,35	–
Forte	0,1	1	0,75	0,75	0,95	1,5	2	1	0,2	–
Handlowy	–	3,77	5,72	2,76	5,79	7,15	7,43	4,68	4,53	4,11
Introl	0,32	0,3	0,34	0,31	0,37	0,38	0,23	0,45	0,4	–
Kety	–	4	4	5	6	10	14,41	18	30	23,94
KGHM	11,68	3	14,9	28,34	9,8	5	4	1,5	1	–
Kruszwica	3	3,11	0,88	0,98	0,11	2,34	5,28	2,08	11,08	–
Pekao	–	2,9	6,8	5,38	8,39	9,96	10	8,7	8,68	7,9
Rafamet	0,1	0,38	0,19	0,44	0,3	0,15	0,1	0,3	0,3	–
Sanok	–	0,45	0,54	0,64	1,15	1,27	2,65	1	3,6	3
Stalprofi	0,11	0,11	0,25	0,27	0,14	0,09	0,1	0,04	0,1	–
Talex	1	–	0,5	0,2	0,3	1,3	1,8	1,3	1,1	1,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stron WWW emitentów.

Silne spółki dywidendowe stanowią 39,4% badanych spółek oraz 2,83% spółek, które za analizowany okres wypłaciły przynajmniej raz. Z kolei słabsze spółki dywidendowe stanowią 60,6% badanych spółek oraz 4,36% wszystkich spółek przyjętych do dalszej selekcji.

W tabelach 3 oraz 4 przedstawiono sumy wypłaconych przez obie grupy spółek dywidend, ich notowania na początek i koniec badanego okresu wraz ze średnią roczną stopą zwrotu oraz skumulowaną stopę dywidendy.

**Tabela 3.** Parametry oceny atrakcyjności inwestycji w silne spółki dywidendowe

Spółka	Suma wypłaconych dywidend od 2008 r. (PLN)	Cena notowań na koniec		Średnia roczna stopa zwrotu (%)	Skumulowana stopa dywidendy (%)
		2008 r. (PLN)	31.07.2018 r. (PLN)		
Apator	7,9	9,5	28,5	<b>20,87</b>	83,16
AssecoPol	23,43	47,4	46,12	-0,28	49,43
ATMGrupa	2,29	4,9	6,82	4,09	46,73
Budimex	95,78	51,1	124,8	15,05	<b>187,44</b>
DomDev	28,03	20,5	73,2	<b>26,83</b>	<b>136,73</b>
Eurcash	6,16	10	18,5	8,87	61,60
Eurotel	15,09	9,06	20,1	12,72	<b>166,56</b>
Neuca	37,23	41,7	255,5	<b>53,50</b>	89,28
Puławy	65,08	53,2	114	11,93	<b>122,33</b>
Snieszka	22,65	25,74	68	<b>17,13</b>	88,00
Unibep	1,4	4,8	5,38	1,26	29,17
Wawel	160	170	892	<b>44,32</b>	<b>94,12</b>
Zywiec	310	468,4	462	-0,14	66,18
<b>Średnia wartość</b>				<b>16,63</b>	<b>93,90</b>

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 4.** Parametry oceny atrakcyjności inwestycji w słabsze spółki dywidendowe

Spółka	Suma wypłaconych dywidend od 2008 r. (PLN)	Cena notowań na koniec		Średnia roczna stopa zwrotu (%)	Skumulowana stopa dywidendy (%)
		2008 r. (PLN)	31.07.2018 r. (PLN)		
Ambra	4,2	1,57	12,9	<b>75,30</b>	<b>267,52</b>
AssecoBs	8,25	2,29	26,9	<b>112,14</b>	<b>360,26</b>
AssecoSEE	11,59	13,15	11,85	-1,03	88,14
CCC	16,13	36,5	225	<b>53,89</b>	44,19
CEZ	60,01	124	96,45	-2,32	48,40
Decora	28,27	9,38	10	0,69	<b>301,39</b>
Debica	1,01	37,9	143	<b>28,94</b>	2,66
Efekt	6,725	11	21,6	10,06	61,14
Elektrotim	7,24	7,93	5,5	-3,20	91,30
Forte	8,25	4,58	46	<b>94,37</b>	<b>180,13</b>
Handlowy	45,94	48	75	5,87	95,71
Introl	3,1	4,57	4,11	-1,05	67,83
Kety	115,35	60	320,5	<b>45,30</b>	<b>192,25</b>
KGHM	79,22	28,12	96,5	25,37	<b>281,72</b>
Kruszwica	28,86	44,27	66	5,12	65,19
Pekao	68,71	126,2	111,85	-1,19	54,45
Rafamet	2,26	12,8	12,9	0,08	17,66
Sanok	14,3	5,25	32	<b>53,17</b>	<b>272,38</b>
Stalprofi	1,21	6,65	12,1	8,55	18,20
Talex	8,7	13,95	16	1,53	62,37
<b>Średnia wartość</b>				<b>25,58</b>	<b>128,64</b>

Źródło: Opracowanie własne.

Odnosząc się do analizy średnich stóp zwrotu obu grup, należy przyjąć, że średnia stopa zwrotu indeksu WIG za badany okres wyniosła 12,55%. Silne i słabe spółki dywidendowe charakteryzują się średnio wyższą stopą zwrotu od przyjętego benchmarku, odpowiednio 16,63% oraz 25,58%. Wśród silnych spółek dywidendowych 5 (38,46% spółek z grupy) oraz 7 słabszych spółek dywidendowych (35% spółek z grupy) charakteryzuje się stopami zwrotu wyższymi od średnich dla grup. Do obliczenia średniej skumulowanej stopy dywidendy przyjęto zgodnie z wzorem (3), że cena nabycia akcji przypada na koniec 2008 r. Średnia skumulowana stopa dywidendy dla spółek z grupy słabszych jest wyższa od tego samego średniego parametru dla silnych spółek dywidendowych, odpowiednio 128,64% oraz 93,9%. W pierwszej grupie spółek 4 charakteryzują się skumulowaną stopą dywidendy wyższą od 100%, podobne cechy wykazuje aż 7 spółek z drugiej grupy spółek. Warto zwrócić uwagę, że jednocześnie 7 spośród nich (21,21% analizowanych podmiotów) to spółki, które dodatkowo charakteryzowały się wyższą średnią roczną stopą zwrotu od średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku oraz średniej rocznej stopy zwrotu danej grupy spółek. Do spółek tych należy zaliczyć:

- a) mocne spółki dywidendowe: DomDev, Wawel,
- b) słabsze spółki dywidendowe: Ambra, AssecoBs, Forte, Kęty i Sanok.

W tabelach 5 oraz 6 przedstawiono dalsze parametry obu analizowanych grup spółek dywidendowych.

**Tabela 5.** Parametry silnych spółek dywidendowych

Spółka	S	Średnia dywidenda	Średnie g
Aparator	0,37	0,79	30,77%
AssecoPol	0,71	2,34	13,34%
ATMGrupa	0,25	0,23	<b>116,81%</b>
Budimex	4,27	9,58	29,68%
DomDev	2,19	2,80	<b>37,43%</b>
Eurcash	0,28	0,62	<b>39,93%</b>
Eurotel	0,39	1,51	11,73%
Neuca	1,61	3,72	14,86%
Pulawy	3,16	6,51	<b>42,57%</b>
Snieszka	0,74	2,27	9,48%
Unibep	0,04	0,14	8,44%
Wawel	5,60	16,00	11,68%
Zywiec	16,53	31,00	<b>64,28%</b>
<b>Średnia wartość</b>	<b>2,78</b>	<b>5,96</b>	<b>33,15%</b>

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 6.** Parametry słabszych spółek dywidendowych

Spółka	S	Średnia dywidenda	Średnie g
Ambra	0,25	0,47	39,93%
AssecoBs	0,27	0,92	17,73%
AssecoSEE	0,19	0,42	40,07%
CCC	0,68	1,79	16,81%
CEZ	1,19	6,67	-3,72%
Decora	0,72	0,70	<b>59,39%</b>
Debica	0,87	3,14	16,61%
Efekt	0,45	0,75	<b>139,99%</b>
Elektrotim	0,34	0,80	15,76%
Forte	0,59	0,92	<b>107,86%</b>
Handlowy	1,55	5,10	10,96%
Introl	0,06	0,34	8,17%
Kety	9,48	12,82	28,39%
KGHM	8,76	8,80	22,79%
Kruszwica	3,32	3,21	<b>297,44%</b>
Pekao	2,29	7,63	20,81%
Rafamet	0,12	0,25	<b>55,80%</b>
Sanok	1,18	1,59	<b>52,30%</b>
Stalprofi	0,08	0,13	19,07%
Talex	0,53	0,97	34,72%
<b>Średnia wartość</b>	<b>1,65</b>	<b>2,87</b>	<b>50,04%</b>

Źródło: Opracowanie własne.

Analizując kolejne parametry dywidendowych spółek z obu grup, warto zwrócić uwagę, że dla grupy silnych spółek dywidendowych średnie odchylenie standardowe wypłacanych dywidend oraz średnia wypłacona dywidenda na akcję *DPS* są wyższe od tych samych parametrów obliczonych dla grupy słabszych spółek dywidendowych. Co więcej, odnosząc średnie odchylenie standardowe wypłacanych dywidend w obu grupach (2,78 i 1,65) do średniej dywidendy (5,96 i 2,85) – współczynnik zmienności wypłacanych dywidend – można stwierdzić, że grupa silnych spółek dywidendowych charakteryzuje się niższą wartością parametru (46,61%) aniżeli obliczony dla słabszych spółek dywidendowych (57,35%). Oznacza to, że w przypadku silnych spółek dywidendowych na daną jednostkę ryzyka przypada większa jednostka korzyści (dywidenda). Z kolei w przypadku słabszych spółek dywidendowych parametr ten jest mniej korzystny.

Odnosząc się do średniego tempa wzrostu dywidend *g*, dla słabszych spółek dywidendowych poczyniono dalsze założenie. Jeśli w danym roku wystąpił brak dywidendy, to stopę wzrostu obliczono z pominięciem tego okresu<sup>1</sup>. Średnia

<sup>1</sup> Wyeliminowało to problem wskazań parametru *g* dla jednego okresu braku wypłaty dywidendy na poziomie -100%.

wartość wzrostu dywidend dla silnych spółek dywidendowych jest znacząco niższa (33,15%) od wskazań dla słabszych spółek dywidendowych (50,04%). Wśród spółek z pierwszej analizowanej grupy 5 charakteryzuje się wyższą średnią stopą wzrostu dywidendy od średniego parametru  $g$  dla grupy (38,46% spółek z grupy), a w przypadku słabszych spółek dywidendowych 6 spółek posiada taką cechę (30% spółek z grupy). Tylko jedna spółka (CEZ) charakteryzuje się ujemną wartością parametru  $g$  (-3,72%), pomimo że wypłacała dywidendy 9 razy w analizowanym okresie.

## Podsumowanie

Opisane w artykule dywidendowe wskaźniki rynkowe są istotne dla tych inwestorów, którzy inwestując kapitał w akcje spółek, liczą na tempo wzrostu dywidend na poziomie przynajmniej przewyższającym roczną stopę inflacji, stabilne notowania oraz możliwość systematycznego reinwestowania otrzymywanych dywidend. Parametry te są stosunkowo łatwe do obliczenia i śledzenia po dokonaniu wyborze spółek oraz podjęciu decyzji o inwestycji. W tym przypadku proces śledzenia wyników finansowych w ujęciu częstszym niż raz w roku, kontrola ewentualnych zmian w przyjętej polityce dywidend czy wypowiedzi zarządów co do przyszłych dywidend są tak samo istotne, co badania i analizy spółek przed podjęciem decyzji inwestycyjnych.

Prezentowane badania potwierdziły nie tylko występowanie spółek dywidendowych na GPW wypłacających za ostatnie 10 lat notowań dywidendy bez przerwy (lub tylko z 1 okresem braku wypłaty), ale również ich specyficzne cechy:

- średnie roczne stopy zwrotu dla grup słabych i silnych spółek dywidendowych są wyższe od przyjętej średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku (z wyższym odczytem dla pierwszej grupy),
- w obu grupach istnieją spółki bardzo hojne w wysokości wypłaty dywidend, ponieważ aż 11 spółek z obu grup charakteryzuje się skumulowaną stopą dywidendy wyższą od 100%,
- dla grupy silnych spółek dywidendowych średnia wypłacona dywidenda na akcję DPS jest wyższa od DPS obliczonego dla grupy słabszych spółek dywidendowych,
- średnie odchylenie standardowe wypłacanych dywidend do średniej dywidendy dla grupy silnych spółek dywidendowych charakteryzuje się niższą wartością (46,61%) aniżeli dla słabszych spółek dywidendowych (57,35%),

- silne spółki dywidendowe charakteryzują się niższą średnią wartością wzrostu dywidend (33,15% w skali roku) od słabszych spółek dywidendowych (50,04%),
- w pierwszej z analizowanych grup spółek można wskazać większy udział emitentów, który charakteryzuje się wyższą średnią stopą wzrostu dywidendy od średniego parametru  $g$  dla grupy.

Tym samym należy stwierdzić, że spółki notowane na GPW, które za okres 2008-2017 wypłacały dywidendy systematycznie, charakteryzują się dodatnim tempem wzrostu dywidendy oraz średniej rocznej stopie zwrotu wyższej od średniej rocznej stopy zwrotu przyjętego benchmarku.

Warto podkreślić, że badania należy kontynuować i poszerzyć o analizę polityki dywidend tylko dla silnych spółek dywidendowych notowanych na GPW. Badania te powinny być wzbogacone o krytyczną analizę faktycznych wypłat dywidend w odniesieniu do manifestowanej polityki dywidend oraz porównanie z systematyką i tempem wypłat dywidend przez spółki notowane na rynkach zagranicznych.

## Literatura

- Asquith P., Mullins Jr D.W. (1983), *The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders' Wealth*, "Journal of Business", Vol. 56, No. 1, s. 77-96.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa.
- Fuller K.P., Goldstein M.A. (2011), *Do Dividends Matter More in Declining Markets?* "Journal of Corporate Finance", Vol. 17, No. 3, s. 457-473.
- Rubin H., Spaht II C. (2011), *Financial Independence through Dollar Cost Averaging and Dividends Reinvestment*, "Journal of Applied Business and Economics", No. 4, s. 11-19.
- Stradomski M. (2006), *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań.
- Williams A., Miller M. (2013), *Do Stocks with Dividends Outperform the Market during Recession*, "Journal of Accounting and Finance", Vol. 13, No. 1, s. 58-69.
- Woolridge J.R., Ghosh C. (1986), *Dividend Cuts: Do They Always Signal Bad News?* "Midland Corporate Finance Journal", No. 3, s. 20-32.

**RATING OF THE ATTRACTIVENESS OF INVESTMENT IN THE DIVIDEND COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN THE PERIOD 2009-2018**

**Summary:** This article describes the issues of the attractiveness of investment in the dividend companies listed on a stock exchange in Warsaw for the period 2009-2018, from the point of view of an investor seeking companies paying dividends with their pace of growth. It describes the reactions of investors to unexpected changes in the payment of dividends and market indicators, taking into account dividends paid for the year in question, as well as in terms of cumulative. The purpose of the research was an indication of the strong (payment of dividends without interruption for a period of 10 years) and weaker (the company, which in the period 2009-2018 only once did not paid out dividends) dividend companies groups that were characterized by a stable growth rate of dividends and the average annual rate of return higher than the average annual rate of return of benchmark, which adopted the WIG index. The test results confirm the existence of such companies on the stock exchange in Warsaw.

**Keywords:** dividend, dividend growth rate, investor.