

Dywidenda jako czynnik wpływający na opłacalność inwestowania w akcje

Wstęp

Zakup papierów wartościowych, obok lokat bankowych, walut, nieruchomości czy dzieł sztuki, stanowi jedną z form inwestowania. Tego typu inwestycja może mieć na celu ochronę kapitału przed utratą wartości na skutek inflacji, zabezpieczenie na przyszłość bądź osiągnięcie zysków spekulacyjnych. Spośród znajdujących się w obrocie papierów wartościowych, ze względu na wysokość potencjalnych zysków oraz ponoszone ryzyko, na szczególną uwagę zasługują akcje. Akcja (łac. *actio* – działanie, działalność) jest papierem wartościowym stwierdzającym bezwarunkowe uczestnictwo jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej. Z posiadaniem akcji bezpośrednio wiąże się pojęcie dywidendy, definiowane jako część lub całość rocznego zysku spółki akcyjnej dzielona między akcjonariuszy odpowiednio do posiadanych przez nich akcji.

Ryzyko towarzyszące lokatom kapitałów w akcje musi być odpowiednio opłacone udziałowcom. Dlatego poziom oczekiwanych przez akcjonariusza korzyści z tytułu wzrostu cen akcji i otrzymywanej dywidendy w stosunku do wydatków poniesionych na nabycie akcji powinien być wyższy niż wynoszą odsetki od bezpieczniejszych lokat w bankach. Powinien również być wyższy od odsetek pobieranych od pożyczek obligacyjnych, przy których inkasowanie dochodów jest pewniejsze niż dywidend przysługujących akcjonariuszom¹. Wypłacanie przez spółkę dywidendy świadczy o tym, że znajduje się ona w dobrej kondycji ekonomicznej, co powinno przekładać się na rynkową wycenę jej akcji.

Celem opracowania było określenie zależności pomiędzy wypłatą dywidendy przez spółkę a stopą zwrotu uzyskiwaną z inwestycji w jej akcje. W pracy poddano weryfikacji hipotezę, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę jest wyższa od przeciętnej mierzonej zmianami Warszawskiego Indeksu Giełdowego. Jako okres badawczy przyjęto lata 2003–2006.

¹Bień W., 2004: Rynek papierów wartościowych. Wyd. Difin, Warszawa, s. 113.

Uwarunkowania prawne wypłaty dywidendy przez spółkę akcyjną

Nabycie akcji daje akcjonariuszowi wiele praw, które można podzielić na dwie grupy:

- prawa korporacyjne,
- prawa majątkowe.

Do praw korporacyjnych zalicza się: prawo do uczestniczenia w spółce gwarantujące akcjonariuszowi, że nie zostanie on usunięty ze spółki, prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki oraz bierne prawo wyborcze do organów spółki. Z kolei wśród praw majątkowych najczęściej wymienia się: prawo do udziału w zysku rocznym spółki, prawo poboru akcji nowych emisji oraz prawo do części majątku spółki w przypadku jej likwidacji.

Prawo do udziału w zysku rocznym, powszechnie nazywane prawem do dywidendy, ma charakter bezwzględny, co oznacza, że akcjonariusz nie może być go pozbawiony w drodze zapisów w statucie spółki lub uchwały walnego zgromadzenia². Zgodnie z kodeksem spółek handlowych, akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom, przy czym istnieje wymóg, aby sprawozdanie to zostało zbadane przez biegłego rewidenta³. Zysk rozdziela się w stosunku do liczby akcji, chyba że statut spółki przewiduje inny sposób podziału zysku. Kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysków kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy⁴. Kwotę tę należy zmniejszyć o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem spółki powinny być przeznaczone z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe. Uprawnionymi do dywidendy za dany rok obrotowy są akcjonariusze, którym przysługiwały akcje w dniu powzięcia uchwały o podziale zysku. Statut może upoważnić walne zgromadzenie do określenia dnia, według którego ustala się listę akcjonariuszy uprawnionych do dywidendy⁵. Jest to tzw. dzień dywidendy. Nie może on przypadać później niż dwa miesiące (w spółkach publicznych trzy miesiące) od dnia uchwały o podziale zysku. Akcjonariusze będący właścicielami akcji uprzywilejowanych

²Praca zbiorowa, 2004: Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa, s. 30.

³Art. 347 § 1 ustawy Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r., DzU z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

⁴Ibidem, art. 348 § 1.

⁵Ibidem, art. 348 § 2.

mogą otrzymać dywidendę przewyższającą nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych⁶. Wobec akcji uprzywilejowanych w zakresie dywidendy może być wyłączone prawo głosu. Chociaż zgodnie z kodeksem spółek handlowych decyzję o wypłacie dywidendy podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy, jednak w praktyce stosowne uchwały wcześniej przygotowuje zarząd spółki.

W Polsce realizacja prawa do dywidendy w przypadku spółek publicznych wymaga pośrednictwa Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, gdyż obrót papierami wartościowymi tych przedsiębiorstw odbywa się w formie zdematerializowanej. Warto również pamiętać, że ze względu na obowiązujący trzydniowy okres rozliczeniowy transakcji giełdowych, chcąc uzyskać prawo do dywidendy, akcje spółki należy nabyć trzy dni przed dniem dywidendy. Ponadto, faktyczne korzyści finansowe akcjonariuszy otrzymujących dywidendę są niższe ze względu na obciążenie podatkiem od dochodów uzyskanych z tego tytułu⁷.

Rola dywidendy w kształtowaniu rynkowej ceny akcji

Na kształtowanie się rynkowej ceny akcji wywiera wpływ wiele złożonych czynników, z których za najważniejsze należy uznać: korzyści, jakie uzyskują posiadacze akcji, stopień zaufania ze strony akcjonariuszy, a także oceny dotyczące rozwoju ogólnej sytuacji gospodarczej⁸. Jedną z istotnych potencjalnych korzyści z posiadania akcji jest możliwość udziału w zysku spółki, przy czym decydującą rolę odgrywa w tym przypadku regularność oraz wysokość dywidendy wypłaconej w ciągu ostatnich lat lub spodziewanej w przyszłości, w porównaniu do odsetek otrzymywanych przy lokatach bankowych lub przy innych formach inwestowania kapitałów. Jeżeli dywidendy uzyskiwane dzięki posiadaniu akcji danej spółki są wysokie, znajduje to odzwierciedlenie we wzroście ceny rynkowej waloru i odwrotnie – niskie dywidendy lub ich brak wpływają negatywnie na bieżącą wartość akcji.

Decyzja o wielkości dywidendy jest jedną z ważniejszych decyzji finansowych podejmowanych przez spółkę. Im więcej zysku spółka zatrzyma, tym wyższy jest jej kapitał własny, a zatem tym większe możliwości finansowania inwestycji, czyli większe możliwości rozwoju, co może prowadzić do większego zysku w przyszłości. Z kolei mniejszy zysk zatrzymany oznacza większą dywi-

⁶Ibidem, art. 353 § 1.

⁷Obecnie podatek od dochodów z tytułu dywidendy wynosi 19%.

⁸Bień W., 2004: Rynek papierów wartościowych. Wyd. Difin, Warszawa, s. 154.

denę, czyli większy dochód bieżący akcjonariuszy⁹. W związku z tym niekiedy mówi się nawet o polityce dywidendy.

Większość spółek prowadzi politykę dywidendy zorientowaną na przyciąganie pewnych grup inwestorów, gdyż wysokość i częstotliwość wypłacanych dywidend znajduje odzwierciedlenie w zachowaniach akcjonariuszy. Można wśród nich wyróżnić akcjonariuszy oczekujących wysokiej dywidendy i tym samym preferujących bieżący dochód oraz akcjonariuszy zorientowanych na przyszłe zyski, oczekujących niskiej dywidendy¹⁰. Przyjmując dwie skrajne polityki dywidendy można skonstruować macierz uwzględniającą zarówno politykę wypłat wysokich, jak również niskich dywidend (tab. 1).

Tabela 1

Macierz polityki dywidendy przedsiębiorstwa

		Dywidenda oczekiwana przez akcjonariuszy	
		Wysoka	Niska
Wypłaty dywidendy	Wysokie	Magnetyzm dywidendy	Rozczarowanie zyskiem
	Niskie	Rozczarowanie dywidendą	Magnetyzm zysków

Źródło: Duraj J., 1996: Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. PWE, Warszawa, s. 202.

W polu „magnetyzm dywidendy” znajdują się akcjonariusze, których oczekiwania w zakresie wysokości dywidendy spełniły się. Z kolei w polu „rozczarowanie dywidendą” znajdują się ci, którzy otrzymali dywidendę niższą od spodziewanej, co może skłaniać ich do sprzedaży posiadanych akcji. W polu „magnetyzm zysków” skupiają się akcjonariusze zorientowani na przyszłe zyski spółki, których oczekiwania dotyczące wypłaty niskiej dywidendy spełniły się. W ostatnim polu, „rozczarowanie zyskiem”, znajdują się akcjonariusze, którzy oczekując niskiej dywidendy otrzymują wysoką. Może to skłaniać ich do pozbywania się akcji w związku z obawami o przyszłe zyski spółki.

⁹Jajuga K., 2002: Podstawy inwestowania na rynku papierów wartościowych. Wyd. Giełdy Papierów Wartościowych, Warszawa, s. 24.

¹⁰Zob. Ostrowska E., 2000: Inwestowanie na rynku kapitałowym. Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania w Słupsku, Słupsk, s. 171 i nast.

Decyzja o nabyciu akcji konkretnej spółki jest podejmowana na podstawie wielu przesłanek, a perspektywa otrzymania części zysku spółki w postaci dywidendy stanowi tylko jedną z nich. Dlatego też akcjonariusz nie powinien traktować dywidendy jako odpowiednika stopy zwrotu od zaangażowanego kapitału, gdyż na łączną korzyść uzyskiwaną przez akcjonariusza składają się dywidenda oraz zmiana bieżącej ceny akcji. Skalę korzyści, tj. stopę zwrotu z akcji w danym roku, ustala się na podstawie formuły:

$$Z = \frac{D + C_2 - C_1}{C_1} \times 100\% \quad (1)$$

gdzie:

Z – stopa zwrotu,

D – dywidenda na akcję za bieżący rok,

C_2 – cena rynkowa akcji na koniec roku,

C_1 – cena rynkowa akcji na początku roku.

Na rozwiniętych rynkach kapitałowych inwestorzy analizują stopień atrakcyjności lokat swojego kapitału w akcje na podstawie wysokości wypłacanej dywidendy i regularności jej wypłacania. Wypłata dywidendy daje spółkom możliwość przyciągnięcia nowych inwestorów, ponieważ wzrost stopnia ich atrakcyjności przekłada się na wzrost ceny waloru. Przy porównywaniu atrakcyjności inwestycji w poszczególne spółki najczęściej wykorzystuje się wskaźnik stopy dywidendy (ang. *dividend yield*). Oblicza się go według następującej formuły:

$$\frac{\text{dywidenda na akcję}}{\text{cena akcji}} \times 100\% \quad (2)$$

Ilustruje on skalę korzyści w formie bieżących dochodów, jakie daje aktualna wartość kapitału zainwestowanego w określone akcje. Generalnie, im wyższa jest stopa dywidendy, tym lepiej. Należy jednak zauważyć, że w sytuacji, gdy wysoka wartość wskaźnika wynika z wysokiej dywidendy, oznacza to, że spółka „przejada” zyski. Ogólnie uważa się, że poziom tego wskaźnika w stabilnie rozwijających się gospodarkach powinien osiągać kilka procent. Poprawa wskaźnika stopy dywidendy może sygnalizować podobny trend w przyszłości i wzrost ceny rynkowej akcji, co przyczynia się do obniżenia wartości wskaźnika i zmniejszenia się popytu na akcje. Spadek wartości wskaźnika sugeruje możliwość wystąpienia zjawiska odwrotnego. Spółka wypłacająca regularnie dywidendę na poziomie atrakcyjnym w porównaniu z oprocentowaniem innych form

lokowania kapitału nie powinna mieć trudności z przeprowadzeniem kolejnych emisji akcji czy z zaciągnięciem pożyczki obligacyjnej¹¹. Z kolei powstrzymanie się od dywidendy lub mała jej wysokość mogą być odczytywane przez inwestorów jako dowód słabej kondycji ekonomicznej spółki.

Inwestorzy pozytywnie odbierają niską dywidendę bądź jej brak jedynie w przypadku spółek, które dynamicznie się rozwijają, a przeznaczenie znacznej części lub mała zysku na rozwój mogą w przyszłości skutkować jeszcze większymi zyskami. Z kolei spółki o ustabilizowanej pozycji finansowej i zyskowności nie mogą sobie pozwolić na pominięcie akcjonariuszy przy podziale zysku.

Najlepszym wskaźnikiem ilustrującym sposób podziału zysku jest wskaźnik stopy wypłaty dywidendy (ang. *payout ratio*). Jest to wskaźnik charakteryzujący udział dywidendy w zysku spółki. Oblicza się go według wzoru:

$$\frac{\text{dywidenda na akcję}}{\text{zysk netto na akcję}} \times 100\% \quad (3)$$

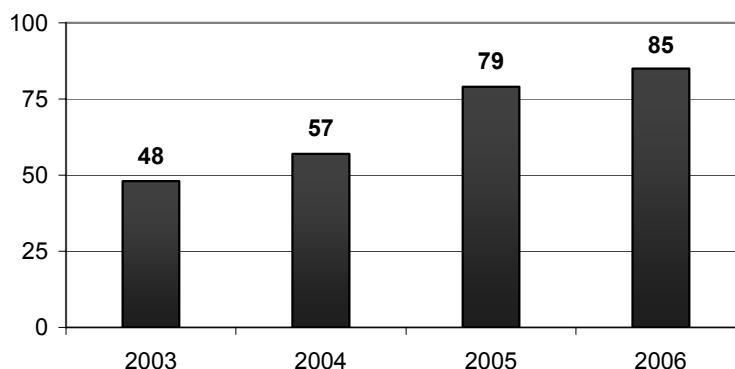
Wartość tego wskaźnika może być rezultatem polityki spółki, która dąży do osiągnięcia stałego poziomu dywidendy, przeznaczając na ten cel większą część zysku w latach mniej pomyślnych i stosunkowo mniejszy jego odsetek w okresie lepszej koniunktury.

Opłacalność inwestowania w akcje spółek wypłacających dywidendę na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Zgodnie z teorią, zakup akcji spółek wypłacających dywidendę powinien przynosić inwestorom relatywnie większe korzyści niż inwestowanie w akcje spółek, które jej nie wypłacają. Relacja ta nie musi jednak występować na rynkach papierów wartościowych w krajach rozwijających się, gdyż spółki notowane na tamtejszych giełdach w okresie dobrej koniunktury gospodarczej odznaczają się wysokim tempem dynamiki zmian przychodów ze sprzedaży oraz zysków, więc inwestorzy za korzystniejszą mogą uznać sytuację, gdy spółka przeznacza cały wypracowany zysk na dalszy rozwój.

W przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie objętym analizą można zaobserwować systematyczny wzrost liczby spółek wypłacających dywidendę (wykres 1).

¹¹Bień W., 2004: Rynek papierów wartościowych. Wyd. Difin, Warszawa, s. 174.



Wykres 1

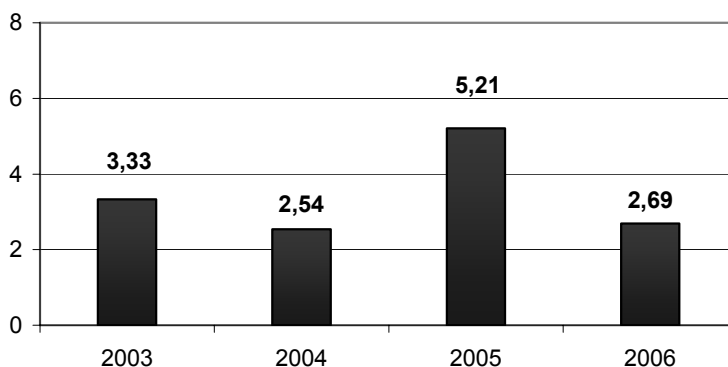
Liczba spółek wypłacających dywidendę na GPW w Warszawie w latach 2003–2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Rocznik Giełdowy. Wyd. GPW w Warszawie, wydania z lat 2004–2007, Warszawa.

Przyczyn takiego stanu rzeczy można wskazać co najmniej kilka. W ostatnich latach coraz większą rolę w akcjonariacie wielu spółek odgrywają instytucje finansowe (np. fundusze emerytalne lub inwestycyjne), które poprzez dywidendę zwiększają bieżące korzyści z posiadania akcji. W niektórych spółkach wiodącą rolę odgrywa branżowy inwestor zagraniczny, a wypłata dywidendy pozwala w tym przypadku na częściowy zwrot środków poniesionych wcześniej na zakup kontrolnego pakietu akcji. Nie bez znaczenia pozostaje również polityka prowadzona przez rząd, polegająca na spowolnieniu procesu prywatyzacji i pobieraniu dywidendy od spółek z udziałem Skarbu Państwa w celu zmniejszenia deficytu budżetowego. Wśród innych przyczyn można jeszcze wymienić brak planów i potrzeb w zakresie działalności inwestycyjnej oraz zmieniającą się świadomość zarządów spółek, które zaczynają dostrzegać potrzebę prowadzenia polityki dywidendy sprzyjającej budowaniu długookresowych relacji z inwestorami.

Jak wspomniano wcześniej, o atrakcyjności inwestycji w akcje spółki wypłacającej dywidendę przesądza nie tyle wysokość, co stopa dywidendy, czyli jej relacja do bieżącej wartości akcji. Ze względu na fakt, że wartość wskaźnika zmienia się wraz ze zmianami ceny akcji, w celu zachowania porównywalności danych do określenia przeciętnej stopy dywidendy przyjęto ceny akcji na koniec każdego roku. Analizą objęto tylko te spółki, które były notowane przez cały rok. Obliczeń dokonano na podstawie wzoru (2).

Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że wskaźnik stopy dywidendy na GPW w Warszawie charakteryzuje się relatywnie dużą zmiennością, gdyż w okresie objętym analizą jego wartość kształtowała się w przedziale 2,54––5,21% (wykres 2).



Wykres 2

Przeciętna wartość wskaźnika stopy dywidendy na GPW w Warszawie w latach 2003–2006 (w %)

Źródło: jak na wykresie 1.

Zaobserwowane wartości wskaźnika mogą sugerować, że korzyści akcjonariuszy z tytułu otrzymanej dywidendy są niskie w porównaniu z oprocentowaniem lokat bankowych lub wysokością odsetek od obligacji skarbowych, czyli alternatywnymi inwestycjami obciążonymi mniejszym ryzykiem. Należy jednak zauważyć, że w badanym okresie na warszawskiej giełdzie miała miejsce hossa, w wyniku której kursy akcji większości spółek wyraźnie wzrosły. W konsekwencji doprowadziło to do zmniejszenia wartości wskaźnika stopy dywidendy obserwowanego na koniec roku. W związku z tym precyzyjna ocena obserwowanych wartości jest w znacznym stopniu utrudniona, gdyż wpływ wysokości dywidendy na atrakcyjność inwestowania w akcje poszczególnych spółek był niewielki. Zdecydowaną większą rolę w tym przypadku odgrywały zmiany cen akcji.

Zgodnie z teorią funkcjonowania rynków kapitałowych, stopy zwrotu uzyskiwane z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę powinny być relatywnie wyższe ze względu na dodatkową korzyść, jaką uzyskuje akcjonariusz. W celu weryfikacji tej tezy porównano średnią stopę zwrotu z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę ze zmianami indeksu WIG w latach 2003–2006.

Otrzymane wyniki wskazują, że w okresie objętym analizą tylko w 2005 r. zmiana indeksu WIG była wyższa od przeciętnej stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek, które wypłaciły dywidendę. W pozostałych latach zaobserwowano sytuację odwrotną (tab. 2).

W latach 2003, 2004 i 2006 przeciętna stopa zwrotu, jaką można było osiągnąć inwestując kapitał w akcje spółek, które wypłaciły dywidendę, była około dwukrotnie wyższa od wzrostu wartości Warszawskiego Indeksu Giełdowego. Na tej podstawie nie można jednak sformułować wniosku, że każda inwestycja

Tabela 2

Przeciętna stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę na tle zmian indeksu WIG w latach 2003–2006 (w %)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006
Przeciętna stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę	102,56	54,28	19,11	79,08
Mediana stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek wypłacających dywidendę	57,50	31,80	11,00	59,10
Zmiana wartości indeksu WIG	44,92	27,94	33,66	41,60
Odsetek spółek wypłacających dywidendę o stopie zwrotu większej niż zmiana wartości indeksu WIG	57,45	58,18	31,58	61,45

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Rocznik Giełdowy, GPW, Warszawa, wydania z lat 2004–2007.

w akcje takiej spółki przyniesie inwestorowi ponadprzeciętne korzyści. Świadczą o tym mediana stopy zwrotu w tej grupie spółek oraz odsetek spółek, w przypadku których uzyskana stopa zwrotu była wyższa niż zmiana wartości indeksu WIG. W całym badanym okresie mediana stopy zwrotu była niższa od średniej, czyli mamy do czynienia z rozkładem prawostronnie asymetrycznym. Biorąc pod uwagę, że w portfelu inwestycyjnym przeciętnego inwestora indywidualnego znajdują się akcje jedynie kilku lub kilkunastu spółek, oznacza to, że uzyskanie stopy zwrotu zbliżonej do średniej w praktyce może być bardzo trudne. Nieco łatwiejszym zadaniem wydaje się być skonstruowanie portfela, który pozwoli na uzyskanie stopy zwrotu przewyższającej zmiany indeksu WIG.

Podsumowanie

W badanym okresie spółki giełdowe coraz częściej decydowały się na wypłatę dywidendy, co bez wątpienia miało korzystny wpływ na ich postrzeganie przez potencjalnych inwestorów. Zjawisko to tylko w pewnym stopniu można wytłumaczyć poprawiającą się w tym czasie koniunkturą gospodarczą i zwiększającymi się zyskami spółek. Drugim, nie mniej istotnym czynnikiem wydaje się być obserwowany proces dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, przejawiający się również w wypracowywaniu standardów obowiązujących na rynkach rozwiniętych, gdzie dywidenda stanowi ważny element kształtowania pozytywnego wizerunku spółki.

Przeprowadzona analiza wykazała, że w badanym okresie w większości przypadków portfel inwestycyjny składający się wyłącznie z akcji spółek, któ-

re w danym roku wypłaciły dywidendę, pozwalał na osiągnięcie stopy zwrotu przewyższającej przeciętną mierzoną zmianami Warszawskiego Indeksu Giełdowego. Może to sugerować, że przynajmniej w warunkach hossy na giełdzie wspomniana prawidłowość występuje.

Pomimo tego, że znaczenie dywidendy na rynku kapitałowym w Polsce systematycznie wzrasta, to nie ulega jednak wątpliwości, że decydujący wpływ na uzyskiwaną przez akcjonariuszy poszczególnych spółek stopę zwrotu z inwestycji w dalszym ciągu mają zmiany ceny akcji, a nie wysokość dywidendy.

Literatura

- BIEŃ W., 2004: Rynek papierów wartościowych. Wyd. Difin, Warszawa.
- DURAJ J., 1996: Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. PWE, Warszawa.
- JAJUGA K., 2002: Podstawy inwestowania na rynku papierów wartościowych. Wyd. Giełdy Papierów Wartościowych, Warszawa.
- OSTROWSKA E., 2000: Inwestowanie na rynku kapitałowym. Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania w Słupsku, Słupsk.
- Praca zbiorowa 2004: Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych. Wyd. Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy, 2004–2007. Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa.

Dividend as a factor influencing the profitability of investing in shares

Abstract

The article aims at determining the dependence between the payment of dividend and the return rate of investment in the company's shares. Furthermore, the author presents the legal conditions of the dividend payment and the importance of the dividend in shaping the market price of the share.

The analysis shows that the return rate of the investments in the shares of the companies paying the dividend within the years 2003–2006 was in general higher than the average measured by the WIG index changes. In the analyzed period the number of companies paying the dividend increased. The average dividend rate ranged between 2,54% and 5,21%, what shows that the dividend isn't the main source of income for the investors on Warsaw Stock Exchange.