

Janusz Brzeszczyński, Jerzy Gajdka***

WPLYW POLITYKI DYWIDENDY NA STOPE ZWROTU Z AKCJI NA POLSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM

1. WPROWADZENIE

Decyzja dotycząca wysokości dywidendy wypłacanej od akcji jest decyzją niezwykle ważną dla funkcjonowania każdej spółki. Zależy od niej bowiem, jaka część zysku zostanie przeznaczona dla akcjonariuszy, a jaka będzie zatrzymana w firmie. Odpowiedź na pytanie: czy spółka powinna wypłacać dywidendę, a jeśli tak, to w jakiej wysokości, jest z natury bardzo złożona i zazwyczaj istnieje wiele powodów, aby zarówno wypłacać wysoką dywidendę, jak i aby dywidendy nie wypłacać wcale, a przynajmniej znacznie ograniczać jej wartość. Niemniej jednak informacja o wypłacie wysokiej dywidendy odbierana jest na ogół pozytywnie przez akcjonariuszy (por. m. in. Alon Brav i in.)¹.

Jeśli tak jest w istocie, wówczas powinien występować związek pomiędzy polityką dywidendy a ceną akcji na giełdzie, a więc również między wysokością dywidendy wypłacanej przez spółki (lub wskaźnikiem stopy dywidendy) a rentownością inwestycji w ich akcje. Z tego też powodu jednym z często badanych zagadnień z zakresu analizy rynku kapitałowego jest problematyka relacji pomiędzy dywidendą a stopą zwrotu osiąganą przez akcjonariuszy.

W artykule przedstawiono rezultaty badania empirycznego nad skutecznością strategii inwestycyjnej polegającej na wykorzystaniu informacji o dywidendzie w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego na danych pochodzących z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie lat 1997–2007.

* Dr, adiunkt, Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

** Dr hab., prof. UŁ, Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

¹ A. Brav, J. Graham, C. Harvey, R. Michaely, *Payout policy in the 21st century*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 77, s. 483–527.

2. RELACJA POMIĘDZY DYWIDENDĄ A STOPĄ ZWROTU Z AKCJI

Pomimo zmian, jakie zaszły w światowej gospodarce w okresie ostatnich kilku dekad, spółki akcyjne przy ustalaniu oraz realizacji polityki dywidendy napotykają na te same podstawowe problemy, które opisał John Lintner² jeszcze w połowie lat pięćdziesiątych. Polityka dywidendy była bowiem jednym z pierwszych obszarów badawczych wyróżnianych w ramach finansów przedsiębiorstw i do dzisiaj należy do najczęściej analizowanych problemów w tej dziedzinie. Pomimo tego kwestia wpływu dywidendy na wyniki inwestycyjne uzyskiwane przez inwestorów oraz korporacje daleka jest od pełnego wyjaśnienia.

W literaturze zaproponowano wiele modeli dotyczących tego zagadnienia. Są one niekiedy dzielone na dwie grupy, tj. modele kosztów agencji oraz modele sygnalizacji (por. np. William Megginson)³. Zgodnie z modelami kosztów agencji polityka dywidendy analizowana jest w kontekście problemów, które powstają w przypadku rozdzielenia funkcji właściciela oraz zarządzającego spółką. Problemy te są szczególnie istotne w przypadku dużych korporacji o niskiej stopie wzrostu, generujących duże ilości wolnych środków pieniężnych. Menedżerowie tego typu instytucji mają wiele powodów, aby środki te wykorzystywać na własne cele, nawet w sposób nieefektywny, zamiast wypłacać je w formie dywidendy akcjonariuszom. Zgodnie z teorią kosztów agencji rynek kapitałowy właściwie odczytuje taką sytuację i inwestorzy skłonni są płacić relatywnie niższe ceny za akcje takich spółek, jeśli nie generują one dywidendy, zaś ceny wyższe, gdy dywidenda jest wypłacana. Z tego też powodu informacjom o zapoczątkowaniu wypłaty dywidend lub też wzroście ich wartości względem poziomu z poprzednich okresów zazwyczaj towarzyszy aprecjacja kursów akcji.

Z kolei, zgodnie z modelami dotyczącymi sygnalizacji, dywidendy mogą służyć jako narzędzie, dzięki któremu przekazywana jest informacja pomiędzy „dobrze poinformowanymi” menedżerami a „źle poinformowanymi” inwestorami. Ponieważ jest to kosztowna forma informowania rynku, to tylko dobre spółki są w stanie wypłacać dywidendy, przy czym spółki najbardziej dochodowe, o najlepszych perspektywach, będą płacić najwyższe dywidendy w celu poinformowania o swojej sytuacji inwestorów.

W praktyce stosowane są różne strategie inwestycyjne konstruowane w oparciu o dywidendę wypłacaną od akcji, zaś w literaturze istnieje wiele badań poświęconych relacji pomiędzy stopą zwrotu z akcji a dywidendą.

² J. Lintner, *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, „American Economic Review” 1956, No. 46, s. 97–113.

³ W. L. Megginson, *Corporate finance theory*, Addison-Wesley, Reading (MA) 1997.

Pierwsze prace dotyczące związku między dywidendą a stopą zwrotu osiąganą przez akcjonariuszy (m. in. Irwin Friend i Marshall Puckett⁴ oraz Fisher Black i Myron Scholes⁵) wskazywały, iż nie ma istotnego związku pomiędzy wymienionymi powyżej kategoriami. Jednak inne późniejsze badania (np. Richardson Petit⁶, Joseph Aharony i Itzhak Swary⁷, Eugene Fama i Kenneth French⁸ czy też Robert Hodrick⁹) dowodzą, że dywidendy mogą być dobrym predyktorem przyszłych stóp zwrotu oraz umożliwiają wybór atrakcyjnych inwestycji. Także w Polsce prowadzone były analizy z tego zakresu, a ich wyniki wskazują iż akcje spółek wypłacających wysokie dywidendy mogą być wysoce dochodowe dla ich posiadaczy (Miroslaw Wypych¹⁰, Janusz Brzeszczyński i Jerzy Gajdka¹¹).

Strategie inwestycyjne polegające na konstruowaniu portfeli akcji wypłacających najwyższą dywidendę osiągnęły znaczną popularność wśród inwestorów na całym świecie. Jedną z najbardziej znanych jest strategia typu „Dogs of Dow”. Jest ona szczególnie popularna wśród inwestorów amerykańskich i polega na inwestowaniu w akcje spółek największych pod względem kapitalizacji, a jednocześnie charakteryzujących się najwyższą wartością wskaźnika stopy dywidendy (w przypadku amerykańskim są to akcje wchodzące w skład indeksu Dow Jones, natomiast w przypadku innych krajów – w skład indeksów uwzględniających zmiany cen akcji dużych spółek typu „blue chips”). Wyniki badań nad skutecznością takiej strategii na różnych rynkach na świecie są jednak niejednoznaczne. Grant McQueen i in.¹² doszli do wniosku, że zastosowanie tego rodzaju strategii na rynku amerykańskim generalnie zakończyło się sukcesem, chociaż rezultaty przedstawiały się różnie w poszczególnych pod-

⁴ I. Friend, M. Puckett, *Dividends and stock prices*, „Review of Economics and Statistics” 1964, No. 54, s. 663–679.

⁵ F. Black, M. Scholes, *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, „Journal of Financial Economics” 1974, No. 1, s. 1–12.

⁶ R. R. Petit, *Dividend announcements, security performance and capital market*, „Journal of Finance” 1972, No. 27, s. 993–1007.

⁷ J. Aharony, I. Swary, *Quarterly dividends and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1980, No. 24, s. 1–12.

⁸ E. F. Fama, K. R. French, *Dividend yields and expected stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1988, No. 22, s. 3–25.

⁹ R. J. Hodrick, *Dividend yields and expected stock returns: Alternative procedures for inference and measurement*, „Review of Financial Studies” 1992, No. 5, s. 357–386.

¹⁰ M. Wypych, *Dywidenda jako wyznacznik rentowności inwestycji w akcje*, [w:] *Rynek kapitałowy, skuteczne inwestowanie*, W. Tarczyński (red.), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.

¹¹ J. Brzeszczyński, J. Gajdka, *Dividend-driven trading strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „International Advances in Economic Research” 2007, No. 13, s. 311–324.

¹² G. McQueen, K. Shields, S. R. Thorley, *Does the 'Dow 10 Investment Strategy' beat the dow statistically and economically?*, „Financial Analysts Journal” 1997, No. 53, s. 66–72.

okresach. Sue Visscher i Greg Filbeck¹³ natomiast analizowali tego typu strategię na rynku kanadyjskim, konkludując że przyniosła ona wyniki lepsze niż inwestowanie w portfel rynkowy. Ci sami autorzy¹⁴ wcześniej przeprowadzili badanie na danych pochodzących z rynku brytyjskiego i uzyskane przez nich wyniki wskazywały, że strategia taka nie przyniosła inwestorom rezultatów lepszych niż indeks giełdowy.

Innym sposobem wykorzystania informacji o dywidendzie dla decyzji inwestycyjnych jest zakup portfela akcji spółek charakteryzujących się najwyższym przyrostem wskaźnika stopy dywidendy. W warunkach polskich jej skuteczność badali J. Brzeszczyński i J. Gajdka¹⁵.

Obydwa wymienione rodzaje strategii opierają się na założeniu, że informacja o wysokiej dywidendzie jest generalnie pozytywnym sygnałem dla inwestorów, jako że spółki o złych perspektywach nie zdobędą się zazwyczaj na przeznaczenie dużej ilości posiadanych środków pieniężnych dla swoich akcjonariuszy.

3. METODOLOGIA BADANIA

Metodologia prezentowanego poniżej badania została opracowana na podstawie strategii inwestycyjnej opisanej w pracy S. Visscher i G. Filbeck¹⁶. Polega ona na symulacji budowy portfeli akcji złożonych ze spółek charakteryzujących się najwyższą stopą dywidendy na polskim rynku kapitałowym w okresie lat 1997–2007 (w dalszej części pracy nazywanych portfelami Top10). Przedmiotem analizy są stopy zwrotu osiągnęte przez portfele oraz najważniejsze miary uwzględniające ryzyko. Wyniki inwestycji są następnie porównywane z indeksem rynkowym. W prezentowanym badaniu jako punkt odniesienia przyjęto indeks WIG20, obejmujący 20 największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) wyselekcjonowanych według kryterium rynkowej kapitalizacji oraz obrotów.

Portfele Top10 konstruowane były spośród wszystkich akcji notowanych na GPW. W symulacji przyjęto założenie, iż horyzont inwestycyjny jest równy okresowi 1 roku, po czym następuje rekonstrukcja składu portfela w oparciu o nowe wartości wskaźników stopy dywidendy dla wszystkich akcji z GPW. W każdym portfelu przyjęto założenie o równych wagach dla wszystkich spółek (bez względu na ich wskaźniki dywidendy).

¹³ S. Visscher, G. Filbeck, *Dividend yield strategies in the Canadian Stock Market*, „Financial Analysts Journal” 2003, No. 59, s. 99–106.

¹⁴ G. Filbeck, S. Visscher, *Dividend yield strategies in the British Stock Market*, „European Journal of Finance” 1997, No. 3, s. 277–289.

¹⁵ J. Brzeszczyński, J. Gajdka, *Performance of high dividend yield investment strategy on the Polish Stock Market 1997–2007*, „Investment Management and Financial Innovations” 2008, No. 5, s. 87–93.

¹⁶ S. Visscher, G. Filbeck, *Dividend yield strategies in the Canadian Stock Market...*

Omawiana metoda nie jest dokładną replikacją strategii typu „Dogs of Dow”, polegającej na inwestowaniu tylko w akcje wchodzące w skład indeksu „blue chips”, lecz jej szerszą wersją zaadaptowaną do polskich warunków. Ze względu na ciągle relatywnie niedużą liczbę spółek notowanych na giełdzie, w procesie selekcji uwzględnione zostały akcje o najwyższej stopie dywidendy spośród wszystkich akcji notowanych w systemie notowań ciągłych na GPW.

Podobnie jak w przypadku strategii opisanej w pracy S. Visscher i G. Filbecka¹⁷, portfele Top10 ulegały rekonstrukcji zawsze w połowie roku kalendarzowego, tzn. ostatniego dnia roboczego czerwca każdego roku. Wyboru tego dokonano ze względu na fakt, iż na koniec roku możliwe jest zaistnienie zdarzeń nadzwyczajnych, mogących mieć wpływ na nietypowe zachowanie się rynków kapitałowych, czego można uniknąć symulując budowę portfeli np. właśnie w połowie roku, w czerwcu.

Ocena skuteczności symulowanej strategii inwestycyjnej dokonana została poprzez porównanie stóp zwrotu portfeli dywidendowych ze stopami zwrotu indeksu WIG20. Ponadto przeprowadzono testy *t*-Studenta mające na celu zbadanie, czy stopy zwrotu z portfeli oraz z indeksu WIG20 różnią się od siebie w sposób istotny statystycznie oraz dokonano porównania wskaźników Sharpe'a oraz Treynora. Analizy te wykonane zostały w podokresach rocznych, pięcioletnich oraz w całym okresie dziesięcioletnim.

Mierniki Sharpe'a oraz Treynora należą do najbardziej powszechnie znanych i stosowanych wskaźników uwzględniających ryzyko. W pierwszym z nich nadwyżka stopy zwrotu z portfela nad stopą zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka odnoszona jest do ryzyka całkowitego mierzonego odchyleniem standardowym, a w drugim – do ryzyka systematycznego mierzonego współczynnikiem *beta*.

Miernik Sharpe'a został obliczony według wzoru zastosowanego przez S. Visscher i G. Filbecka¹⁸:

$$S = (d_1 / S_{d_1}) \cdot \sqrt{n} \quad (1)$$

gdzie d_1 oznacza średnią wartość różnicy pomiędzy miesięczną stopą zwrotu z portfela Top10 (lub indeksu rynkowego) a stopą zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka. W przypadku analizowanych danych został on wyznaczony wykorzystując $n = 60$ (dla okresów pięcioletnich) oraz $n = 120$ (dla całego okresu dziesięcioletniego) miesięcznych obserwacji, natomiast S_{d_1} jest średnim odchyleniem standardowym miesięcznych stóp zwrotu portfela (lub indeksu rynkowego). Jako stopę zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka przyjęto rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych. Miernik Treynora został obliczony również w oparciu o wzór zastosowany przez S. Visscher i G. Filbecka¹⁹:

¹⁷ *Ibidem.*

¹⁸ *Ibidem.*

¹⁹ *Ibidem.*

$$T = (d_1 / \beta) \quad (2)$$

gdzie d_1 jest średnią różnicą pomiędzy miesięczną stopą zwrotu z portfela Top10 (lub indeksu rynkowego) a stopą zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka w okresie $n = 60$ miesięcy (dla okresów pięcioletnich) lub $n = 120$ miesięcy (dla okresu dziesięcioletniego), a β oznacza wartość współczynnika *beta* dla $n = 60$ lub $n = 120$ miesięcy (dla portfela WIG20 wartość ta z definicji wynosi 1).

4. WYNIKI

W tab. 1 przedstawiono stopy zwrotu portfeli akcji złożonych ze spółek o najwyższej stopie dywidendy oraz stopy zwrotu indeksu WIG20.

Tabela 1

Stopy zwrotu portfeli Top10 oraz indeksu WIG20 w latach 1997–2007
(podokresy roczne, pięcioletnie oraz cały okres dziesięcioletni) (w %)

Okres	Portfele Top10	WIG20	Różnica	Statystyka <i>t</i> -Studenta
Okresy roczne				
1997–1998	-5,93	8,31	-14,24	1,017
1998–1999	-9,04	0,68	-9,72	-0,457
1999–2000	18,43	22,92	-4,49	-0,233
2000–2001	-18,02	-36,37	18,35	0,836
2001–2002	-17,78	-4,32	-13,46	-0,491
2002–2003	62,17	2,93	59,2	2,154**
2003–2004	133,36	37,92	95,44	2,001**
2004–2005	-8,73	18,56	-27,29	-1,385*
2005–2006	28,92	41,15	-12,23	-0,224
2006–2007	110,55	30,09	80,46	2,282**
Okresy pięcioletnie				
1997–2002	-6,34	-3,68	-2,66	-0,549
1998–2003	3,55	-4,49	8,04	0,408
1999–2004	40,42	1,25	39,17	1,509*
2000–2005	26,56	0,50	26,06	1,217
2001–2006	53,23	25,46	27,77	0,684
2002–2007	167,52	41,81	125,71	1,984**
Okres dziesięcioletni				
1997–2007	54,04	15,22	38,82	0,898

* Wynik istotny statystycznie na poziomie 0,01.

** Wynik istotny statystycznie na poziomie 0,05.

Statystyka *t*-Studenta została wyznaczona na podstawie testu *t* z dwiema próbami dla średnich.

Źródło: obliczenia własne.

W całym okresie 10 lat strategia polegająca na inwestycji w portfele Top10 okazała się zdecydowanie bardziej dochodowa w porównaniu ze stopą zwrotu z portfela WIG20. Jak wynika z tab. 1, średnia roczna stopa zwrotu dla portfeli dywidendowych jest 3-krotnie wyższa niż odpowiednia stopa zwrotu dla indeksu WIG20 (54,04% *versus* 15,22%). Jednak w podokresach rocznych portfel Top10 jedynie w 4 przypadkach na 10 osiągnął wynik lepszy niż indeks rynkowy. Natomiast w horyzoncie pięcioletnim inwestycja w portfel Top10 tylko w pierwszym podokresie w latach 1997–2002 była gorsza od inwestycji w portfel rynkowy, zaś w kolejnych okresach pięcioletnich zdecydowanie dominował już portfel dywidendowy. Najlepszy wynik został osiągnięty w latach 2002–2007 (stopa zwrotu z portfela dywidendowego wyniosła wówczas 167,52% wobec zaledwie 41,81% dla indeksu WIG20).

Ze względu na fakt, że indeks WIG20 jest indeksem cenowym, tzn. niezawierającym dywidend w swojej definicji, dla uzyskania właściwej bazy porównawczej również stopę zwrotu z portfeli Top10 wyznaczono jedynie na podstawie zmian samych cen akcji (bez uwzględniania dywidendy). Po dodaniu dywidend stopa zwrotu z portfeli Top10 była znacznie wyższa niż wynika to z tab. 1. Średnia roczna stopa za cały okres lat 1997–2007 wyniosła wówczas 72,78%²⁰.

Ponieważ wysokość samej stopy zwrotu nie stanowi jeszcze dostatecznej informacji dla oceny efektywności zarządzania portfelem, w kolejnym kroku obliczone zostały miary uwzględniające ryzyko. W tab. 2 oraz 3 przedstawiono wartości wskaźników Sharpe'a oraz Treynora dla portfela Top10 oraz dla indeksu WIG20.

Tabela 2

Wartości wskaźników Sharpe'a dla portfeli Top10 oraz indeksu WIG20 w latach 1997–2007 (podokresy pięcioletnie oraz cały okres dziesięcioletni)

Okres	Portfele Top10	WIG20
1997–2002	-2,00	-0,83
1998–2003	-0,57	-0,77
1999–2004	1,25	-0,35
2000–2005	0,99	-0,37
2001–2006	1,97	1,14
2002–2007	3,85	2,01
1997–2007	1,45	0,38

Źródło: obliczenia własne.

²⁰ Bardziej szczegółową analizę efektywności portfeli złożonych z akcji o najwyższej stopie dywidendy z uwzględnieniem wypłacanych dywidend zawiera badanie przedstawione w artykule: J. Brzeszczyński, J. Gajdka, *Performance of high dividend...*

Tabela 3

Wartości wskaźników Treynora dla portfeli Top10 oraz indeksu WIG20 w latach 1997–2007 (podokresy pięcioletnie oraz cały okres dziesięcioletni) (w %)

Okres	Portfele Top10 portfolio	WIG20	Współczynnik <i>beta</i>
1997–2002	–4,67	–1,07	0,36
1998–2003	–1,50	–0,96	0,33
1999–2004	3,06	–0,40	0,41
2000–2005	2,63	–0,39	0,35
2001–2006	6,74	1,11	0,28
2002–2007	9,73	1,67	0,37
1997–2007	2,51	0,30	0,39

Źródło: obliczenia własne

Jak wynika z tych danych, zarówno w przypadku wskaźnika Treynora, jak i wskaźnika Sharpe'a w większości okresów pięcioletnich portfel Top10 dominował nad indeksem WIG20 (w obydwóch przypadkach zawsze za lepszy uznawany jest portfel o wyższej wartości danego miernika).

Podsumowując, strategia polegająca na inwestycji w akcje o najwyższej stopie dywidendy w analizowanym okresie lat 1997–2007 okazała się bardziej korzystna niż inwestowanie w indeks rynkowy. Portfele Top10 przyniosły średnią roczną stopę zwrotu w wysokości 54,04%, co oznacza, że np. kwota 100 000 zł zainwestowana w czerwcu roku 1997 w portfele dywidendowe wzrosła do 604 404 zł w czerwcu roku 2007. Inwestor, który w czerwcu 1997 zainwestował w portfel odwzorowujący indeks WIG20, uzyskał do czerwca 2007 średnią roczną stopę zwrotu w wysokości 15,22%, a więc ta sama kwota 100 000 zł po 10 latach inwestycji zwiększyła się zaledwie do 252 233 zł.

5. WNIOSKI

Wyniki badania wskazują, że chociaż portfel składający się z akcji o najwyższej stopie dywidendy okazał się inwestycją lepszą od inwestycji w indeks WIG20, należy go postrzegać raczej jako strategię długookresową. Indeks WIG20 osiągnął wyższą stopę zwrotu w 6 spośród 10 analizowanych okresów rocznych, jednak portfel Top10 dominował w 5 spośród 6 okresów pięcioletnich oraz w całym okresie dziesięcioletnim. Warto dodać, że w latach, w których wygrywał portfel dywidendowy osiągnięte stopy zwrotu były znacząco wyższe niż stopy zwrotu z indeksu WIG20.

Przyczyny, dla których portfele złożone z akcji o wysokiej stopie dywidendy okazały się mniej rentowne w pierwszym okresie pięcioletnim, a następnie osiągały wyższe stopy zwrotu niż indeks giełdowy w kolejnych okresach, trudne są do jednoznacznej identyfikacji. Wskazać można jednak na trzy prawdopodobne wyjaśnienia tej sytuacji.

Pierwsza przyczyna może być związana z relacją pomiędzy stopą zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka a stopą dywidendy na polskim rynku kapitałowym. W początkowych latach analizowanego okresu średnia stopa dywidendy dla akcji wchodzących w skład portfela Top10 była znacznie niższa od stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka (np. w roku 1997 wynosiła ona 5,9% wobec 21,04% rentowności bonów skarbowych, zaś w roku 1998 była ona równa 8,3% wobec 20,73% rentowności bonów). Od roku 2001 relacje te uległy jednak zmianie i od tej pory stopa dywidendy dla akcji z portfela Top10 jest konsekwentnie wyższa od stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka. Można to interpretować w taki sposób, że gdy stopy dywidendy były relatywnie niskie, inwestorzy nie przywiązywali zbyt dużej wagi do dywidendy, w związku z czym portfele dywidendowe nie stanowiły atrakcyjnej formy inwestycji. Z chwilą jednak, kiedy stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka uległy obniżeniu, a znaczenie dywidend wypłacanych od akcji wzrosło, inwestycja w portfele dywidendowe stała się bardziej atrakcyjna dla inwestorów.

Druga z przyczyn tkwić może w zmianach systemu podatkowego, jakie zaszły w Polsce w analizowanym czasie. Z punktu widzenia inwestorów indywidualnych na początku badanego okresu dochody z dywidendy opodatkowane były według ryczałtowej stawki w wysokości 20% rocznie, zaś dochody z aktywów wolnych od ryzyka w postaci bonów czy obligacji skarbowych nie były w ogóle opodatkowane, podobnie jak dochody od zysków kapitałowych od akcji nabytych na giełdzie lub też w ofercie publicznej. To mogło czynić akcje spółek wypłacających dywidendy relatywnie mniej atrakcyjnymi.

W następnych latach sytuacja podatkowa jednak radykalnie zmieniła się, gdyż od roku 2002 opodatkowane stały się dochody z papierów skarbowych, zaś od roku 2004 dochody z zysków kapitałowych od wszystkich akcji. W rezultacie na koniec analizowanego okresu dochody z dywidendy, papierów wolnych od ryzyka oraz zysków kapitałowych były opodatkowane przy zastosowaniu tej samej stawki ryczałtowej w wysokości 19%, co spowodowało relatywny wzrost atrakcyjności dywidendy w porównaniu ze stanem z roku 1997.

Trzecia prawdopodobna przyczyna może być związana z rolą, jaką na polskim rynku kapitałowym odegrał wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych w obrotach giełdowych, a w szczególności pojawienie się funduszy emerytalnych, co nastąpiło na skutek reformy systemu ubezpieczeń społecznych w 1999 r. Nie jest wykluczone, że w analizie fundamentalnej, którą ta grupa inwestorów zwykle kieruje się dokonując selekcji akcji do swoich portfeli, instytucje te przywiązują znaczącą rolę do dywidendy jako ważnej informacji

dotyczącej perspektyw spółki. Jeśli tak jest, to dodatkowy popyt kreowany przez duże fundusze emerytalne mógł spowodować wzrost kursów akcji spółek dywidendowych w stopniu większym niż tempo zmian indeksów giełdowych.

Reasumując, chociaż wyniki zaprezentowanego badania nie wskazują jednoznacznie na absolutną przewagę portfeli konstruowanych w oparciu o informacje o najwyższej stopie dywidendy w porównaniu z portfelem rynkowym, dowodzą one jednak, że analizowana strategia może być atrakcyjna dla inwestorów giełdowych w długim horyzoncie czasowym.

LITERATURA

- Aharony J., Swary I., *Quarterly dividends and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1980, Vol. 24, s. 1–12.
- Bakaert G., Hodrick R. J., *Characterizing predictable components in excess returns on equity and foreign exchange markets*, „Journal of Finance” 1992, Vol. 47, s. 467–509.
- Black F., Scholes M., *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, „Journal of Financial Economics” 1974, Vol. 1, s. 1–12.
- Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R., *Payout policy in the 21st century*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 77, s. 483–527.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., *Dividend-driven trading strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „International Advances in Economic Research” 2007, Vol. 13, s. 311–324.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., *Performance of high dividend yield investment strategy on the Polish Stock Market 1997–2007*, „Investment Management and Financial Innovations” 2008, Vol. 5, s. 87–93.
- Fama E. F., French K. R. (1988), *Dividend yields and expected stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1988, Vol. 22, s. 3–25.
- Filbeck G., Visscher S., *Dividend yield strategies in the British Stock Market*, „European Journal of Finance” 1997, Vol. 3, s. 277–289.
- Friend I., Puckett M., *Dividends and stock prices*, „Review of Economics and Statistics” 1964, Vol. 54, s. 663–679.
- Hodrick R. J., *Dividend yields and expected stock returns: Alternative procedures for inference and measurement*, „Review of Financial Studies” 1992, Vol. 5, s. 357–386.
- Lintner J., *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, „American Economic Review” 1956, Vol. 46, s. 97–113.
- McQueen G., Shields K., Thorley S. R., *Does the 'Dow 10 Investment Strategy' beat the dow statistically and economically?*, „Financial Analysts Journal” 1997, Vol. 53, s. 66–72.
- Meggison W. L., *Corporate finance theory*, Addison–Wesley Reading (MA) 1997.
- Petit R. R., *Dividend announcements, security performance and capital market*, „Journal of Finance” 1972, Vol. 27, s. 993–1007.
- Visscher S., Filbeck G., *Dividend yield strategies in the Canadian Stock Market*, „Financial Analysts Journal” 2003, Vol. 59, s. 99–106.
- Wypych M., *Dywidenda jako wyznacznik rentowności inwestycji w akcje*, [w:] *Rynek kapitałowy, skuteczne inwestowanie*, W. Tarczyński (red.), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.

Janusz Brzeszczyński, Jerzy Gajdka

DIVIDEND POLICY AND STOCK RETURNS IN THE POLISH CAPITAL MARKET

This study presents empirical evidence on the profitability of an investment strategy focused on high dividend yield stocks from the Warsaw Stock Exchange. We construct the portfolios of top 10 highest dividend yielding companies, which are rebalanced annually over the period of 1997–2007. The results demonstrate that such portfolios are capable of beating the market (represented by the WIG20 index) in the entire analyzed sample, however this has not been happening consistently in all sub-periods. Therefore, this type of investment should be viewed as a long-term rather than a short-term strategy.