

Marta Celej

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

WPŁYW DYWIDENDY NA CENY AKCJI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Wprowadzenie

W związku z rozwojem rynku akcji w Polsce wzrasta liczba podmiotów decydujących się na wypłacanie inwestorom dywidend. Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy 187 spółek¹ notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie podjęły uchwałę o przeznaczeniu części zysku za rok 2011 bądź kapitału zapasowego do podziału pomiędzy ich akcjonariuszy. Dało to ponad trzykrotnie więcej dywidendy niż dziesięć lat wcześniej. W miarę zbliżania się rynku akcji do fazy dojrzałości odsetek spółek zakładających partycypację inwestorów w zyskach będzie się powiększał. Coraz więcej podmiotów decyduje się na opracowanie i realizowanie określonej polityki dotyczącej zasad wypłacania dywidend. Warto jednak rozważyć punkt widzenia samych inwestorów. Jest on bowiem uwzględniony w cenach akcji spółek wypłacających regularnie dywidendy. W artykule dokonano analizy wpływu dywidendy na kurs akcji polskich spółek giełdowych w latach 2002-2011.

1. Znaczenie dywidendy dla właścicieli kapitału

Decyzje o wypłacie dywidend mają istotne znaczenia dla funkcjonowania spółki w perspektywie długoterminowej. Określają one bowiem, jaka kwota nie zostanie reinwestowana i nie przyczyni się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa w przyszłości. Według M. Sierpińskiej „[...] dla akcjonariuszy problem wypłat dywidend sprowadza się do wyboru pomiędzy dochodami bieżącymi a korzyściami przyszłych okresów. [...] Powstaje zatem pytanie, czy inwestorzy mają świadomość, że poprzez wypłatę dywidend zarząd spółki będzie zmuszony do

¹ <http://www.rynek.pekao.com.pl/news/narzedzia/dywidendy/>.

pozyskiwania środków na rozwój z zewnątrz bądź nastąpi ograniczenie szans rozwojowych spółki”². Jest to więc kwestia wyboru pomiędzy określonymi korzyściami w roku bieżącym a zwiększonymi, lecz niepewnymi szansami na wyższe korzyści w nieokreślonej ramami czasowymi przyszłości.

Na rynku giełdowym występują zarówno uczestnicy preferujący bieżący dochód, jak i inwestorzy nastawieni na osiągnięcie przyszłych zysków w długim terminie³. Jeżeli stopa zwrotu z planowanych do przeprowadzenia projektów inwestycyjnych jest co najmniej równa stopie oczekiwanej przez akcjonariuszy, wówczas to, co inwestorzy utracą wskutek niewypłacenia dywidendy, zyskają w rezultacie zwiększonej wartości firmy będącej efektem inwestycji. Jeżeli jednak będą oni zainteresowani bardziej wypłatą dywidendy niż korzyściami w przyszłości, wówczas zdyskontują wartość posiadanych akcji wartością dywidend otrzymanych według niższej stopy zwrotu⁴.

Na rynku amerykańskim od ponad pół wieku toczą się rozważania na temat zasadności rozdziału zysków pomiędzy akcjonariuszy. W ogólnym ujęciu akcje spółek o stabilnej i konsekwentnie realizowanej polityce dywidendowej są traktowane przez uczestników rynku jako walory defensywne i rozpatrywane w perspektywie długoterminowej. Zakłada się więc, że ceny akcji tych podmiotów są zdeterminowane czynnikami rynkowymi. Zgodnie z tym przypuszczeniem prawo do dywidendy powinno być rozłożone w czasie proporcjonalnie do terminu jego ustalenia tak, jak odbywa się to w przypadku odsetek od obligacji. Rozkład cen rynkowych akcji powinien więc uniemożliwić osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z działań spekulacyjnych polegających na zakupie akcji przed ustaleniem prawa do dywidendy i sprzedażą po tym dniu. Na polskim rynku giełdowym zdarzają się jednak sytuacje, w których możliwe jest osiągnięcie zysków z inwestycji krótko- i średnioterminowych w akcje spółek wypłacających regularne dywidendy. Świadczyć o tym może m.in. przypadek akcji spółki KGHM, dla których w dniu 12 lipca 2012 r. zostało ustalone prawo do dywidendy na poziomie 19,53% ceny zamknięcia z dnia poprzedniego. Kurs akcji już w 65 dniu przekroczył poziom sprzed odcięcia prawa do dywidendy. Możliwe więc było osiągnięcie dwudziestoprocentowej stopy zwrotu w dwumiesięcznym okresie, co stanowiło dwukrotność ówczesnej średniej rynkowej.

Na kształtowanie się rynkowej ceny akcji wywiera wpływ wiele złożonych czynników, w których za najważniejsze należy uznać: korzyści, jakie uzyskują posiadacze akcji, stopień zaufania ze strony akcjonariuszy, a także oceny doty-

² M. Sierpińska: *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s. 7.

³ Zob. E. Ostrowska: *Inwestowanie na rynku kapitałowym*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania, Słupsk 2000, s. 171 i n.

⁴ Zob. J. Zemke: *Wybrane elementy zarządzania strategicznego organizacją*. Ryzyko polityki dywidend. „Pieniądze i Więź” 2007, nr 4 (37), s. 50 i n.

czące rozwoju ogólnej sytuacji gospodarczej⁵. Dywidenda jest jedną z korzyści dla inwestora. 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 akcji⁶.

2. Cel oraz metodyka badania

Celem opracowania jest weryfikacja na podstawie danych historycznych, czy w odniesieniu do spółek regularnie wypłacających dywidendy istnieje możliwość osiągania zysków wynikających z ponadprzeciętnych zmian cen pomiędzy dniem, w którym odbywa się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, dniem ustalenia prawa do dywidendy oraz okresem po nim następującym. Wyznaczenie zależności pomiędzy ruchem cen akcji tych spółek w poszczególnych okresach pozwoli na określenie preferencji ogółu inwestorów oraz ustalenie optymalnej strategii inwestycyjnej wobec akcji spółek wypłacających regularne dywidendy.

Badaniem zostały objęte podmioty, które wypłacają coroczne dywidendy co najmniej od roku 2003 (za okres obrachunkowy w roku kalendarzowym 2002). Były to spółki: Dębica, Apator, Hydrotor, Stalprofil, Efekt, Żywiec, Będzin oraz Telekomunikacja Polska. Ze względu na wypłacanie w trakcie roku obrotowego zaliczek na dywidendy przez spółki Żywiec oraz Apator, nie były one uwzględniane w badaniu. W stosunku do pozostałych podmiotów zostało przeanalizowane zachowanie się kursów akcji w latach 2002-2011.

Każdy badany rok został podzielony na następujące okresy oraz podokresy:

- okres od początku roku kalendarzowego do dnia poprzedzającego Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy ustalające poziom dywidendy,
- dzień, w którym odbyło się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy,
- okres od dnia następującego po Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy do ostatniego dnia notowań akcji z prawem do dywidendy,
- dzień odcięcia prawa do dywidendy od kursu,
- okres od pierwszego dnia, w którym akcja jest notowana bez prawa do dywidendy do końca roku kalendarzowego z uwzględnieniem podokresów: 10, 30 oraz 90 dni od tego momentu.

Podstawą wnioskowania były dzienne logarytmiczne stopy zwrotu z akcji badanych spółek oraz ich odchylenia standardowe w poszczególnych okresach i podokresach. Dane te zostały zestawione z tożsamymi parametrami dla indeksu

⁵ W. Bień: Rynek papierów wartościowych. Difin, Warszawa 2004, s. 154.

⁶ P. Adamczyk: Dywidenda jako czynnik wpływający na opłacalność inwestowania w akcje. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, nr 63, Wydawnictwo Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, Warszawa 2007, s. 63.

WIG (reprezentującego rynek). Następnie przeanalizowano rozkład występowania maksymalnej i minimalnej ceny akcji w okresie od dnia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do momentu odłączenia prawa do dywidendy od kursu. Sprawdzono również, po jakim czasie ceny akcji po odcięciu od niej dywidendy osiągnęły poziom sprzed tego dnia.

Na podstawie dziennych kursów cen akcji na zamknięcie została podjęta próba ustalenia prawidłowości w jego kształtowaniu się w poszczególnych okresach. W tym celu dla każdej spółki w każdym z badanych lat opracowano następujące zestawienia:

1. Ilość dni, po których cena akcji powraca do poziomu sprzed odjęcia prawa do dywidendy.
2. W odniesieniu do okresu pomiędzy dniem Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy a dniem ustalenia prawa do dywidendy:
 - ilość dni od dnia WZA do momentu, gdy kurs akcji osiąga minimum,
 - ilość dni od dnia WZA do momentu, gdy kurs akcji osiąga maksimum,
 - ilość dni przed ustaleniem prawa do dywidendy, gdy kurs akcji osiąga minimum,
 - ilość dni przed ustaleniem prawa do dywidendy, gdy kurs akcji osiąga maksimum.

Notowania cen rynkowych akcji na zamknięcie sesji giełdowych zostały wykorzystane na podstawie danych udostępnionych przez serwis internetowy stooq.pl, natomiast informacje o terminach Walnych Zgromadzeń Akcjonariuszy oraz ostatnich notowań z prawem do dywidendy – przez serwis stockwatch.pl.

3. Analiza stóp zwrotu z akcji

Dla każdej z badanych spółek giełdowych zostały przeanalizowane stopy zwrotu w poszczególnych okresach w latach 2002-2011. Przystawione zostały one do wyników dla indeksu szerokiego rynku w analogicznych okresach. Akcje tych podmiotów nie zachowywały się w sposób jednolity, co jest zrozumiałe ze względu na odrębną specyfikę, charakter branży i sytuację ekonomiczną każdego z nich.

W tabeli 1 przedstawiono zachowanie się stóp zwrotu z akcji badanych podmiotów względem indeksu WIG.

Tabela 1

Klasyfikacja stóp zwrotu względem indeksu WIG w latach 2002-2011

Okres	Klasyfikacja	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	RAZEM
przed WZA	poniżej WIG	2	1	3	6	3	2	1	3	3	5	29
	powyżej WIG	2	5	3	0	3	4	5	3	3	1	29
przed ustaleniem prawa do dywidendy	poniżej WIG	1	3	2	4	3	4	2	3	4	3	29
	powyżej WIG	3	3	4	2	3	2	4	3	2	3	29
10 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	poniżej WIG	4	2	4	4	4	4	4	5	5	3	39
	powyżej WIG	0	4	2	2	2	2	2	1	1	3	19
30 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	poniżej WIG	2	2	3	4	0	4	5	5	5	3	33
	powyżej WIG	2	4	3	2	6	2	1	1	1	3	25
90 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	poniżej WIG	2	3	3	3	2	5	5	6	3	4	36
	powyżej WIG	2	3	3	3	4	1	1	0	3	2	22
RAZEM	poniżej WIG	11	11	15	21	12	19	17	22	20	18	166
	powyżej WIG	9	19	15	9	18	11	13	8	10	12	124

W okresie przed Walnym Zgromadzeniem Akcjonariuszy kurs akcji połowy badanych spółek kształtował się zarówno powyżej, jak i poniżej średniej rynkowej. Taka sama proporcja ukształtowała się w kolejnym z analizowanych odcinków czasowych, trwającym od dnia WZA do ostatniego notowania akcji z prawem do dywidendy. Sytuacja ta uległa zmianie po odcięciu prawa do dywidendy od kursu akcji. W ciągu 10, 30 oraz 90 dni po tym terminie odpowiednio 67,2%, 56,9% oraz 62,1% spółek odnotowało stopę zwrotu niższą niż indeks WIG dla analogicznych okresów.

Przyrównanie średnich stóp zwrotu dla rynku oraz badanych podmiotów dla każdej kategorii potwierdziło, iż w większości spółek wystąpiła rentowność mniejsza od rentowności dla indeksu WIG. W tabeli 2 zostały przedstawione średnie różnice w stopach zwrotu pomiędzy wartością dla indeksu szerokiego rynku oraz badanymi spółkami w poszczególnych okresach badanych lat. Czcionką pogrubioną oznaczono różnice dodatnie (w których spółka osiągnęła wyniki lepsze od rynkowych).

Tabela 2

Średnie różnice w stopach zwrotu pomiędzy indeksem WIG a badanymi spółkami w latach 2002 – 2011 [%]

Okres	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	ŚREDNIO
przed WZA	-15,15	37,23	14,32	-33,55	2,04	-26,20	2,36	-16,89	5,82	-9,27	-3,93
przed ustaleniem prawa do dywidendy	2,13	11,04	3,19	-8,21	0,96	-4,91	-0,76	-3,31	-0,39	1,07	0,08
10 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	-6,34	0,50	-0,41	-0,21	-1,52	-3,93	-3,00	-4,25	-5,97	-2,34	-2,75
30 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	-4,75	14,36	5,06	-8,83	10,65	-11,35	-10,63	-5,74	-10,53	-2,44	-2,42
90 dni po ustaleniu prawa do dywidendy	-5,24	9,90	-0,67	-9,73	13,89	-25,91	-23,10	-22,76	-0,99	-8,56	-7,32
ŚREDNIO	-5,87	14,61	4,30	-12,11	5,20	-14,46	-7,03	-10,59	-2,41	-4,31	-3,27

Odchylenie standardowe stóp zwrotu z akcji badanych podmiotów w latach 2002-2011 w 262 z 290 przeprowadzonych obserwacji wykazało poziom wyższy od indeksu rynkowego. Można więc stwierdzić, iż nie są one spółkami defensywnymi, w które można zainwestować z nastawieniem na ochronę kapitału przy niskim ryzyku. Pomimo tego w badanym okresie da się zauważyć zmniejszenie różnicy pomiędzy odchyleniem standardowym dla indeksu WIG a przedmiotowymi spółkami po terminie Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Jedynie w przypadku

spółki Stalprofil po ogłoszeniu decyzji o wypłacie dywidendy poziom odchylenia standardowego wzrósł. W pozostałych podmiotach odnotowano jego spadek. Wielkości różnic odchyłeń wyrażone procentowo przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

Porównanie poziomów odchyłeń standardowych stóp zwrotu z akcji w poszczególnych okresach w odniesieniu do wartości przed terminem Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy w latach 2002-2011 [%]

Okres	BĘDZIN	DĘBICA	EFEKT	HYDRO-TOR	STAL- -PRO-FIL	TP SA
od WZA do odcięcia prawa do dywidendy od kursu	-33,89	-18,03	-38,26	-9,78	37,63	-64,26
10 dni po odcięciu prawa do dywidendy od kursu	-27,76	-68,19	-19,55	0,90	28,18	19,49
30 dni po odcięciu prawa do dywidendy od kursu	-41,39	-47,55	-1,13	-2,89	26,86	-12,30
90 dni po odcięciu prawa do dywidendy od kursu	-35,58	-8,45	-26,24	-16,92	18,51	-27,93

W okresie od dnia, w którym akcje były notowane bez prawa do dywidendy, część spółek (Hydrotor, Stalprofil oraz Telekomunikacja Polska) wykazywała przejściowo zmienność wyższą niż przed Walnym Zgromadzeniem Akcjonariuszy, jednakże w ciągu 90 dni parametr ten w przypadku większości badanych podmiotów (poza spółką Stalprofil) utrzymał się na poziomie niższym od odnotowanego przed ogłoszeniem informacji o dywidendzie.

4. Analiza kursów cen akcji od dnia WZA do daty odcięcia prawa do dywidendy od kursu rynkowego

Przeprowadzona analiza średnich stóp zwrotu z akcji spółek wypłacających regularne dywidendy począwszy od roku obrotowego 2002 nie potwierdziła ich atrakcyjności jako przedmiotu długoterminowych inwestycji. Niektóre z badanych spółek (Hydrotor, Stalprofil) osiągnęły wprawdzie w długim terminie ponadprzeciętne rezultaty, jednak na wzrost ten miały wpływ przede wszystkim czynniki fundamentalne, a nie sam fakt wypłaty dywidendy.

Z analizy zmienności cen badanych walorów w poszczególnych okresach w latach 2002-2011 nie wynika bezpośrednia zależność pomiędzy kursem akcji a dywidendą. W celu bardziej szczegółowej weryfikacji zachowania się cen akcji przeanalizowano ich notowania na zamknięcie każdego dnia pod kątem ustalenia rozkładu maksymalnych oraz minimalnych wartości w okresie, gdy informacja o dywidendzie mogła mieć wpływ na kształtowanie się cen akcji. Sprawdzone również, czy i po ilu dniach cena akcji po odcięciu dywidendy od

jej kursu osiąga poziom sprzed tego dnia. Wyniki przeprowadzonej analizy przedstawione zostały w tabeli 4.

W okresie od momentu ogłoszenia informacji o wypłacie dywidendy (przyjęto, iż jest to dzień Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy) do ostatniego dnia notowania akcji z prawem do dywidendy rozkład najniższych notowań kursu cen akcji badanych spółek w latach 2002-2011 był dość zróżnicowany. W 31% przypadków wystąpił on w okresie do tygodnia po WZA. Dla 38% próby odnotowano go w przedziale 8-30 dni, natomiast dla 31% badanych spółek – po upływie od 1 do 3 miesięcy. Średnia arytmetyczna z 58 obserwacji wyniosła 23, mediana badanego zjawiska – 16, natomiast I i III kwartył odpowiednio 6 i 37 dni.

Tabela 4

Rozkład najwyższych oraz najniższych notowań w okresie od dnia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do ostatniego dnia notowań z prawem do dywidendy w latach 2002-2011

Spółka	Parametr	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DEBICA	A	63	1	6	14	28	6	57	9	21	47
HYDROTOR	A	31	13	17	25	0	60	18	25	46	54
STALPROFIL	A	1	18	6	42	35	56	59	18	42	77
EFEKT	A	38	15	29	59	0	55	19	5	13	65
BĘDZIN	A	–	4	2	7	1	3	1	4	10	14
TP SA	A	–	6	12	8	12	11	0	32	21	7
DEBICA	B	24	31	8	63	58	57	2	56	23	1
HYDROTOR	B	5	19	11	8	82	7	38	64	16	16
STALPROFIL	B	56	68	73	41	34	1	30	64	78	9
EFEKT	B	2	22	10	7	73	12	45	84	56	22
BĘDZIN	B	–	10	7	8	21	14	15	12	8	3
TP SA	B	–	33	1	13	6	2	23	22	32	58
DEBICA	C	3	29	9	42	0	49	0	48	8	6
HYDROTOR	C	3	3	25	32	52	6	3	73	13	13
STALPROFIL	C	33	54	27	0	14	18	0	73	117	5
EFEKT	C	4	31	0	2	69	4	60	88	62	0
BĘDZIN	C	–	10	6	14	16	16	8	3	16	0
TP SA	C	–	35	0	0	14	12	11	1	3	62
DEBICA	D	84	3	5	35	86	14	59	17	36	42
HYDROTOR	D	33	29	3	1	30	61	53	16	49	57
STALPROFIL	D	24	32	52	83	55	39	89	9	3	81
EFEKT	D	36	6	39	64	4	63	4	1	7	87
BĘDZIN	D	–	4	3	1	6	1	8	13	2	17
TP SA	D	–	4	13	21	4	1	12	53	50	3
parametr A –		ilość dni po Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w momencie odnotowania najniższego kursu cen akcji w okresie od dnia odbycia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia odcięcia prawa do dywidendy od kursu									
parametr B –		ilość dni przed dniem odcięcia prawa do dywidendy w momencie odnotowania najniższego kursu cen akcji w okresie od dnia odbycia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia odcięcia prawa do dywidendy od kursu									
parametr C –		ilość dni po Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w momencie odnotowania najwyższego kursu cen akcji w okresie od dnia odbycia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia odcięcia prawa do dywidendy od kursu									
parametr D –		ilość dni przed dniem odcięcia prawa do dywidendy w momencie odnotowania najwyższego kursu cen akcji w okresie od dnia odbycia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia odcięcia prawa do dywidendy od kursu									

Najwyższy odsetek badanych kursów akcji (41,4%) spełnił parametr B w okresie od 8 do 30 dni przed dniem odłączenia prawa do dywidendy od notowań. Nieco mniejsza ilość (37,9%) obserwacji osiągnęła swoje minimum w terminie bardziej odległym: od 1 do 3 miesięcy przed tą datą. Należy zaznaczyć, iż nieco ponad jedna piąta spółek odnotowało najniższą od dnia Walnego Zgromadzenia wycenę rynkową w okresie ostatniego tygodnia, w którym możliwy był zakup akcji z prawem do dywidendy. Średnia arytmetyczna w badanej próbie kształtowała się na poziomie 29 dni, mediana – 22, a I i III kwartył 8 oraz 53 dni.

Kursy rynkowe akcji w okresie od dnia następującego po Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy do dnia odcięcia prawa do dywidendy od kursu w 39,7% przypadków osiągały swoje maksima w okresie do tygodnia po WZA. Dla 31% obserwacji było to pomiędzy 8 a 30 dniem, a dla 27,6% – od 1 do 3 miesięcy po tym terminie. Średnia arytmetyczna badanej próby wyniosła 23 dni, mediana – 13 dni, natomiast I i III kwartył odpowiednio 3 i 33 dni.

Ponad 43% analizowanych kursów cen akcji osiągnęło najwyższy poziom w okresie od 1 do 3 miesięcy przed ostatnim możliwym dniem nabycia prawa do dywidendy. Spośród wszystkich obserwacji 34,5% odnotowało maksima do tygodnia od tej daty, natomiast 22,4% – od 8 dni do 1 miesiąca. Średnia arytmetyczna otrzymanych wyników ukształtowała się na poziomie 29 dni. Mediana badanego zjawiska wyniosła 19, a I i III kwartył odpowiednio 4 i 52 dni.

Przeprowadzona analiza wykazała, iż zachowanie się kursów cen akcji badanych spółek w okresie od dnia odbycia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia poprzedzającego dzień odłączenia prawa do dywidendy od ceny rynkowej akcji było dość zróżnicowane. Rozstępy w badanych obserwacjach kształtowały się średnio na poziomie około 90 dni, co świadczy o dużej zmienności cechy. Wartością dominantą dla poszczególnych parametrów są odpowiednio:

- dla parametru A – 1 dzień (wystąpiła cztery razy),
- dla parametru B – 8 dni (wystąpiła cztery razy),
- dla parametru C – 0 dni, co oznacza dzień Walnego Zgromadzenia (wystąpiła dziewięć razy),
- dla parametru D – 3 dni (wystąpiła pięć razy).

Na podstawie różnicy pomiędzy wartością modalną a średnią arytmetyczną można wywnioskować, iż krzywa liczebności charakteryzuje się asymetrią dodatnią (prawostronną). Wyniki są jednak zbyt rozproszone, by na tej podstawie sformułować jednoznaczną konkluzję. Warto jednak podkreślić, iż największe prawdopodobieństwo osiągnięcia przez kurs akcji cenę najwyższą w okresie od dnia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do dnia odłączenia od niego prawa do dywidendy występuje w okresie ponad miesiąca przed tą datą. Jednocześnie jest to termin niedaleki po Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Wskazuje to na tendencję wzrostową kursu cen akcji pod wpływem ogłoszonych informacji

o dywidendzie a następnie stopniowym spadku pomimo zbliżającego się terminu ustalenia do niej prawa. W związku z tym zasadna jest weryfikacja, czy inwestycja w akcje badanych spółek ostatniego dnia, w którym były one notowane z prawem do dywidendy była opłacalna – czy i po jakim czasie kurs rynkowy powrócił do poziomu z dnia zakupu.

5. Analiza kursów cen akcji od dnia odcięcia prawa do dywidendy

Celem niniejszego badania było sprawdzenie hipotezy, iż możliwe jest osiągnięcie zysków ze strategii inwestycyjnej opartej na zakupie akcji z prawem do dywidendy w ostatnim możliwym dniu i ich odsprzedaży w niedalekim okresie w przyszłości. Dla sześciu podmiotów charakteryzujących się nieprzerwanym wypłacaniem corocznych dywidend przeanalizowano ceny rynkowe akcji w latach 2002-2011 w okresach po odcięciu prawa do dywidendy od notowań. Na podstawie dziennych kursów cen akcji na zamknięcie ustalono, czy i po ilu dniach osiągają one wartość sprzed dnia odcięcia prawa do dywidendy.

Wynik przeprowadzonej analizy został przedstawiony w tabeli 5. Obejmuje ona łącznie 58 obserwacji: po 10 dla spółek Dębica, Hydrotor, Stalprofil i Efekt oraz po 9 dla spółek Będzin oraz Telekomunikacja Polska.

Tabela 5

Ilość dni po terminie odcięcia prawa do dywidendy w latach 2002-2011, po których cena rynkowa akcji osiągnie poziom sprzed tej daty

Spółka	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DĘBICA	5	27	nie wróci	582	42	1	624	90	nie wróci	66
HYDROTOR	1	1	1	9	13	3	1	226	5	4
STALPROFIL	88	1	17	9	7	1	3	1	1	1
EFEKT	99	2	1	82	20	7	7	1	128	x
BĘDZIN	–	4	4	1	36	5	1	3	76	x
TP SA	–	1	1	1	171	23	75	128	45	x

Ponad połowa (51,7%) analizowanych cen rynkowych akcji osiągnęła poziom co najmniej równy ostatnim notowaniom z prawem do dywidendy w czasie do tygodnia od dnia odcięcia tego prawa. Dla 12,1% (7 obserwacji) był to okres od 8 dni do miesiąca, dla 15,5% (9 obserwacji) – od jednego miesiąca do trzech, natomiast dla 6,9% (4 obserwacje) – od trzech do sześciu miesięcy. W trzech przypadkach cena akcji wzrosła do poziomu sprzed dywidendy po upływie wię-

cej niż pół roku, natomiast w pięciu, które stanowią 8,6% struktury zbiorowości cena nie osiągnęła wymaganego poziomu⁷.

Średnia arytmetyczna dla wszystkich notowań, które osiągnęły ustalony poziom wynosi 52 dni. Ze względu jednak na bardzo wysoki rozstęp wynoszący 623 dni odrzucono trzy najwyższe wartości, co zredukowało wysokość średniej do 28 dni. Mediana badanych obserwacji wynosi 5 dni, natomiast I i III kwartył odpowiednio 1 i 45 dni (34 dni bez uwzględnienia trzech największych wyników). Dominanta ukształtowała się na poziomie 1 dnia i została potwierdzona poprzez 17 powtórzeń. Oznacza to, iż w 29,3% przypadków inwestycja stała się opłacalna już dzień po zakupie akcji. Stopa zwrotu jest wówczas tożsama ze stopą dywidendy oraz ewentualnym odchyleniem kursu akcji in plus.

Badanie wykazało, iż w 30 z 58 obserwacji ceny rynkowe akcji powróciły do poziomu sprzed odcięcia dywidendy w ciągu tygodnia. W tej grupie aż 17 spółek osiągnęło tę wartość już dnia następnego. Kształtowanie się kursów cen akcji w badanym okresie wykazało jego tendencję do niwelowania zaburzenia, jakim było odcięcie prawa do dywidendy od kursu. Można więc stwierdzić, że fakt wypłacania dywidendy nie ma dla inwestorów dużego znaczenia. Gdyby bowiem było to dla nich istotne, wówczas spadek notowań po odcięciu prawa do dywidendy byłby traktowany jako zjawisko naturalne i kurs w dniach następnym wzrastałby jedynie na poziomie rynkowym. Szybki powrót do stanu wyjściowego pozwala przypuszczać, że cena rynkowa akcji nie zawiera w sobie elementu spodziewanej dywidendy – jeżeli spółki zdecydowałyby się na zaprzestanie jej wypłacania, kurs utrzymałby się co najmniej na tym samym poziomie.

Podsumowanie

Celem przedstawionego opracowania było ustalenie wpływu dywidendy na kształtowanie się kursu akcji polskich spółek giełdowych w latach 2002-2011. W szczególności weryfikacji poddano możliwości uzyskiwania dochodów wynikających z ponadprzeciętnych zmian kursów akcji w okresach możliwego oddziaływania na nie dywidendy.

Przeanalizowane zostało sześć podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które wypłacały regularne dywidendy w latach 2003-2011. Ich stopy zwrotu oraz odchylenia standardowe w poszczególnych okresach możliwego oddziaływania dywidendy zostały przyrównane do analogicznych wartości dla indeksu szerokiego rynku. Za okres, kiedy dywidenda mogła mieć wpływ na kształtowanie się cen rynkowych akcji, uznano ten po-

⁷ Do dnia przeprowadzenia badania, tj. 5.10.2012 r.

między dniem, w którym odbyło się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, a ostatnim notowaniem akcji z prawem do dywidendy. Analiza empiryczna wykazała jednak, iż najsilniejszy wpływ na kurs akcji miała dywidenda w okresie po jej odłączeniu od notowań.

W celu weryfikacji, czy możliwe jest opracowanie optymalnej strategii inwestycyjnej w stosunku do podmiotów wypłacających coroczne dywidendy podjęta została próba ustalenia najkorzystniejszych momentów zakupu oraz sprzedaży badanych akcji. W tym celu dla wszystkich badanych spółek w każdym roku ustalono, w jakim okresie od dnia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy oraz przed dniem odcięcia prawa do dywidendy od ceny akcji kurs osiągnął poziom minimalny oraz maksymalny. Określono również, po ilu dniach cena akcji osiągnęła poziom sprzed odłączenia od niej prawa do dywidendy.

Przeprowadzona analiza empiryczna nie udowodniła ponadprzeciętnej zyskowności spółek wypłacających regularne dywidendy w stosunku do stopy zwrotu z indeksu WIG. Po ustaleniu prawa do dywidendy wśród badanych spółek zwiększyła się proporcja podmiotów uzyskujących wyniki mniej korzystne od średniej rynkowej. Inwestycje w akcje tych podmiotów w perspektywie długoterminowej nie przyczyniają się do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Wprawdzie po ustaleniu prawa do dywidendy obniżył się poziom odchylenia standardowego stóp zwrotu z akcji badanych podmiotów, nie zmienia to jednak faktu, iż był on nadal wyższy od wielkości dla rynku.

Nie ma jednoznacznej prawidłowości w kształtowaniu się rozkładu maksymalnych oraz minimalnych cen akcji w okresie od dnia Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy do ostatniego dnia notowań z prawem do dywidendy. Istnieje zwiększone prawdopodobieństwo, iż kursy cen akcji wzrosną pod wpływem decyzji o wypłacie dywidendy, po czym będą stopniowo się obniżać aż do dnia ustalenia do niej prawa. Sytuacja ta zmienia się jednak po tym dniu.

W okresie po odcięciu prawa do dywidendy od kursu rynkowego akcji zaobserwowano silną tendencję powrotną cen akcji do poziomu sprzed tej daty. Większość obserwacji potwierdziła, iż różnica wynikająca z odłączenia dywidendy od kursu zostaje wyrównana w okresie do tygodnia. Oznacza to, iż strategia inwestycyjna oparta na zakupie akcji z prawem do dywidendy w najdalszym możliwym momencie i jej sprzedaż w najszybszym możliwym momencie (do tygodnia) charakteryzuje się zwiększonym prawdopodobieństwem osiągnięcia zysku równego co najmniej stopie dywidendy.

Przeprowadzone badania wykazały, iż wpływ dywidendy na kurs rynkowy akcji nie jest znaczący. Informacja o wypłacie dywidendy nie powoduje istotnych zmian w kształtowaniu się cen akcji. Po odcięciu od nich dywidendy dążą do poziomu sprzed tego momentu. Jednocześnie analiza stóp zwrotu wykazała niższe niż rynkowe wyniki dla tych spółek. Na podstawie przeprowadzonych

obserwacji można wywnioskować, iż dla ogółu inwestorów fakt wypłacania dywidend przez spółki nie jest czynnikiem świadczącym o ich atrakcyjności inwestycyjnej. Według P. Adamczyka: „[...] zgodnie z teorią, zakup akcji spółek wypłacających dywidendę powinien przynosić inwestorom relatywnie większe korzyści niż inwestowanie w akcje spółek, które ich 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 przeznaczca cały wypracowany zysk na dalszy rozwój”⁸. Analiza przeprowadzona na podstawie spółek notowanych na polskim rynku pozwala na stwierdzenie, iż inwestorzy są nastawieni w większym stopniu na przyszły rozwój niż zyski bieżące. Długoterminowe inwestycje w akcje spółek wypłacających regularne dywidendy nie są więc strategią przez nich preferowaną. Znacznie częściej fakt wypłacania dywidend wykorzystywany jest do zakupu akcji w dniu odcięcia od nich prawa do dywidendy – powstała wówczas nadwyżka popytu nad podażą powoduje wzrost cen do poziomu sprzed tej operacji.

IMPACT OF DIVIDEND IN PRICES OF SHARES OF COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE IN WARSAW

Summary

The article is dedicated to the issue of the payment of dividends by the Polish listed companies. Author makes an attempt to determine the impact of dividends on stock prices, and consequently – relation to them all investors. The analysis was based on the daily quotation of stock prices of companies paying an annual dividend. The survey includes periods were mainly from the General Meeting of Shareholders of the last day of quotations of shares with dividend and cut-off period from the date of the stock dividend to the date on which the stock price reaches the price before that date.

The purpose of the empirical analysis was to verify whether the behavior of stock prices during the past occurred in connection with the regularity of dividend and whether it is possible to determine on this basis, the optimal strategy to invest in these values based on the above-average price changes.

⁸ P. Adamczyk: Op. cit., s. 66.