

Urszula Ziarko-Siwiek

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mail: urszula.ziarko-siwiek@ue.poznan.pl
ORCID: 0009-0008-4244-6920

DOI: 10.15290/oes.2025.01.119.04

DYWIDENDOWI ARYSTOKRACI JAKO SKŁADNIK DŁUGOTERMINOWEGO PORTFELA EMERYTALNEGO. PRZYPADEK POLSKI¹

Streszczenie

Cel | Pierwszym celem pracy było zbadanie, czy w latach 2009–2024 na warszawskiej GPW notowano akcje spółek spełniających kryteria dywidendowych arystokratów – firm, które przez co najmniej pięć lat wypłacały niemalejące dywidendy i utrzymywały odpowiednią płynność obrotu. Drugim celem było sprawdzenie, czy długoterminowy portfel emerytalny składający się z takich spółek przynosił wyższe stopy zwrotu niż szeroki rynek (WIG), umożliwiając tym samym gromadzenie i pomnażanie kapitału na potrzeby emerytalne w ramach konta IKE.

Metoda badań | W pierwszym etapie badania opracowano kryteria selekcji spółek do długoterminowego portfela emerytalnego opartego na strategii inwestowania dywidendowego. Na podstawie ciągłości niemalejących dywidend oraz odpowiedniego poziomu obrotu stworzono listę dywidendowych arystokratów notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2009–2024, które weszły w skład tego portfela. Następnie przy użyciu miar oceny efektywności portfela, takich jak: roczna stopa zwrotu, stopa zwrotu ważona czasem oraz średnia skumulowanych stóp zwrotu, przeanalizowano wydajność portfela w krótkim i długim terminie i porównano go z indeksem szerokiego rynku.

Wnioski | W latach 2009–2024 na GPW notowane były akcje łącznie 51 dywidendowych arystokratów, czyli spółek, które konsekwentnie przez co najmniej pięć lat wypłacały

¹ Artykuł wpłynął 29.07.2024, zaakceptowano 3.02.2025.

Artykuł finansowany ze subwencji Katedry Inwestycji i Rynków Kapitałowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

niemalejące dywidendy. W długim terminie portfel dywidendowy prowadzony według zaproponowanej w pracy strategii realizował wyższe zwroty niż szeroki rynek.

Oryginalność / wartość / implikacje / rekomendacje | Przedstawione w pracy badanie jest pierwszym, które analizuje, czy na giełdzie z ponad 30-letnią historią notowane były akcje spełniające kryteria dywidendowych arystokratów oraz czy długoterminowy portfel emerytalny oparty na takich spółkach realizował wyższe zwroty niż szeroki rynek. Wyniki wskazują, iż na polskim rynku brakuje indeksu będącego odpowiednikiem S&P500 Dividend Aristocrats, który mógłby służyć jako instrument bazowy dla funduszu ETF. Badanie powinno być kontynuowane, w tym m.in. w zakresie oceny ryzyka portfela składającego się ze spółek z długą historią wypłat dywidend oraz porównania stóp zwrotu realizowanych przez proponowany portfel z portfelami spółek niedywidendowych lub takich, które co prawda przez wiele lat wypłacały dywidendy, ale ich wartość malała.

Słowa kluczowe: dywidenda, dywidendowi arystokraci, długoterminowy portfel dywidendowy, długoterminowe stopy zwrotu, spółki giełdowe

DIVIDEND ARISTOCRATS AS A COMPONENT OF A LONG-TERM PENSION PORTFOLIO. THE CASE OF POLAND

Summary

Purpose | The first goal of the study was to examine whether, during the years 2009–2024, companies listed on the Warsaw Stock Exchange met the criteria of dividend aristocrats – firms that paid out non-decreasing dividends for at least five years while maintaining adequate trading liquidity. The second objective was to determine whether a long-term retirement portfolio composed of such companies yielded higher returns than the broader market (WIG), thereby enabling the accumulation and growth of capital for retirement purposes within an Individual Retirement Account (IKE).

Research method | In the first stage of the study, criteria were developed for selecting companies to include in a long-term retirement portfolio based on a dividend investing strategy. Using consistent, non-decreasing dividends and an appropriate level of trading volume, a list of dividend aristocrats listed on the main market of the Warsaw Stock Exchange (GPW) from 2009 to 2024 was compiled to form this portfolio. Subsequently, the portfolio's performance was analyzed in both the short and long term using measures of portfolio effectiveness such as annual return, time-weighted return, and the average of cumulative returns, comparing its performance against the broad market index.

Results | Between 2009 and 2024, a total of 51 dividend aristocrats, i.e. companies that consistently paid out non-decreasing dividends for at least five years, were listed on the Warsaw Stock Exchange. Over the long term, the dividend portfolio, managed according to the strategy proposed in the study, achieved higher returns than the broad market.

Originality / value / implications / recommendations | The study presented in the paper is the first one that analyzes whether companies listed on a stock exchange with more than 30 years of history met the criteria of dividend aristocrats and whether a long-term retirement portfolio based on such companies achieved higher returns than the broader market. The results suggest that the Polish market lacks an index equivalent to the S&P500 Dividend Aristocrats, which could serve as a base instrument for an ETF. This research should be further expanded, including an assessment of the risk associated with a portfolio composed of companies with a long history of dividend payouts, as well as comparing the returns of the proposed portfolio with those of non-dividend-paying companies or firms that, although they paid dividends over many years, saw their dividend values decrease.

Keywords: dividend, dividend aristocrats, long-term dividend portfolio, long-term returns, listed companies

JEL classification: G100, G140, G350

1. Wstęp

Stopa zastąpienia, czyli procentowy wskaźnik pokazujący stosunek przeciętnej nowo przyznanej emerytury do wysokości przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, z roku na rok spada. Z raportu przygotowanego przez Instytut Emerytalny wynika, iż w latach 2014–2020 średnia stopa zastąpienia w Polsce spadła z 52% do 42% [www 1], a zgodnie z danymi zamieszczonymi na stronie ZUS do 2060 r. może ona spaść nawet do 20%. Ważne więc, aby osoby pracujące jak najszybciej rozpoczęły inwestowanie części środków z myślą o przyszłej emeryturze, w sposób zapewniający bezpieczny i stabilny wzrost portfela. Jedną z możliwości mogłoby być stworzenie w ramach Indywidualnego Konta Emerytalnego długoterminowego portfela dywidendowego, czemu poświęcony jest artykuł. To, że inwestowanie

długoterminowe właśnie w spółki dywidendowe przynosi zadowalające stopy zwrotu, wykazali Williams i Miller [2013], Raju [2020] czy też Pieloch-Babiarz [2018].

Inwestowanie dywidendowe to strategia polegająca na zakupie akcji spółek, które regularnie wypłacają część swoich zysków akcjonariuszom w postaci dywidendy. Tego rodzaju podejście jest szczególnie popularne wśród inwestorów w okresach niskich stóp procentowych, kiedy alternatywne źródła dochodu, takie jak lokaty czy obligacje, oferują niższe zyski [Raju, 2020, s. 1]. Wyróżnia się strategię wysokiej stopy dywidendy (*high yield dividend strategy*, HYDS) oraz długoterminową strategię wzrostu dywidendy (*growing dividend strategy*, GDS).

W strategii HYDS do portfela wybierane są akcje spółek, które cechują się najwyższą stopą dywidendy. Przykładem takiej strategii jest Dogs of the Dow zaprezentowana przez Johna Slattera w 1988 roku [Slatter, 1988], polegająca na inwestowaniu równej kwoty w 10 spółek z indeksu DJIA (tzw. psy Dowa) z najwyższą stopą dywidendy. Slatter oraz inni potwierdzili w swoich badaniach skuteczność tej strategii w pokonywaniu szerokiego rynku. Na polskim rynku kapitałowym badaniem HYDS zajmowali się: Zaremba i Konieczka [2015] oraz Brzeszczyński i Gajdka [2007, 2008, 2009]. Zaremba i Konieczka [2015], na podstawie danych dla 1153 spółek z 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej wykazali, iż portfele złożone z akcji spółek o wysokim wskaźniku stopy dywidendy osiągają znacznie lepsze wyniki skorygowane o ryzyko niż portfele złożone z akcji innych spółek [Zaremba, Konieczka, 2015, s. 873].

Druga ze strategii – długoterminowa strategia wzrostu dywidendy – skupia się na trwałości dywidend i jakości finansowej spółek [Cheng i in., 2022]. Polega ona na utrzymywaniu portfela inwestycyjnego składającego się ze spółek dywidendowych, które dzięki stabilnie rosnącym przychodom i zyskom, a także w oparciu o opracowaną politykę dywidendową, nieprzerwanie przez wiele lat dzielą się z akcjonariuszami rosnącymi dywidendami. Analizą stóp zwrotu realizowanych na spółkach dywidendowych w długim terminie zajmowali się między innymi Pieloch-Babiarz [2018] oraz Konieczka [2024]. Pieloch-Babiarz [2018] w swojej pracy wykazała, iż średnia stopa zwrotu dla spółek regularnie wypłacających dywidendę jest wyższa niż stopa zwrotu z indeksu WIG oraz

że im dłużej spółki wypłacają regularną dywidendę, tym wyższa jest osiągnięta nadzwyczajna stopa zwrotu [Pieloch-Babiarz, 2018, s. 123]. Atmaz i Basak w swojej pracy [2021, s. 545] wskazują, iż akcje niedywidendowe zapewniają niższe średnie zwroty, mają wyższe zmienności zwrotu oraz wyższe bety rynkowe niż porównywalne akcje wypłacające dywidendy. Koncepcja inwestowania dywidendowego wymaga długiego horyzontu inwestycyjnego, w którym reinwestowane dywidendy wypracowują znaczną część zysków portfela. Spółki dywidendowe należą do kategorii tzw. spółek *value*, czyli podmiotów o silnych fundamentach, stabilnych finansowo, rentownych oraz charakteryzujących się mniejszą zmiennością. Dzięki tym cechom alokacja w spółki wypłacające regularnie rosnące dywidendy może zapewnić ekspozycję na wysokiej jakości akcje i większy zwrot, a jednocześnie zabezpieczyć przed zmiennością rynku [Cheng i in., 2022, s. 1]. Długa historia wypłat dywidend oraz odporność na występujące cyklicznie wahania koniunkturalne mają zapewniać minimalną ochronę dla portfela emerytalnego w okresach bessy. Fuller oraz Goldstein [2011] odkryli, że dywidendy mają istotne znaczenie dla akcjonariuszy, z tym że jest ono większe na rynkach spadkowych niż na rynkach wzrostowych. Asquith i Mullins [1983] uważają, że kurs akcji spółek wypłacających wysokie i rosnące dywidendy jest bardziej stabilny w czasie. Długoterminowe inwestowanie dywidendowe jest więc inwestowaniem w wartość [Filbeck, Visscher, 1997, s. 277] oraz inwestowaniem w akcje o niskiej zmienności [Clemens, 2012, s. 1], które przynoszą wyższe stopy zwrotu niż te realizowane przez szeroki rynek [Keppler, 1991, s. 8]. Istotne znaczenie dywidend w całkowitej stopie zwrotu portfela widać w różnicy pomiędzy stopami zwrotu z indeksów cenowych i indeksów całkowitych (*total return*), które w swojej konstrukcji oprócz zmian cen akcji uwzględniają dochody z dywidend, które są reinwestowane. W latach 2004–2024 stopa zwrotu z indeksu cenowego WIG20 wyniosła 23%, natomiast z WIG20TR – 165%.

Jak wynika z badań przytoczonych powyżej, stopy zwrotu ze spółek regularnie wypłacających dywidendy oraz niższe ryzyko inwestycyjne to ważne argumenty, by tworzyć portfele inwestycyjne ze spółek dywidendowych [Williams, Miller, 2013; Spaht, Rubin, 2014; Baker i in., 2020; Amoah, 2022; Cheng i in., 2022; Hameed i in., 2024], takich jak dywidendowi arystokraci (DA). Pojęcie dywidendowych arystokratów pierwotnie utożsamiane było z grupą spółek notowanych na giełdach amerykańskich. Są to spółki, których akcje wchodziły w skład

indeksu S&P500 i które od co najmniej 25 lat nieprzerwanie dzielą się rosnącą dywidendą. Ich kapitalizacja rynkowa w wolnym obrocie wynosi co najmniej 3 mld USD, a średnia dzienna wartość obrotu to 5 mln USD w ciągu trzech miesięcy przed datą wejścia na listę S&P500 Dividend Aristocrates. Indeks dywidendowych arystokratów został utworzony w 2005 roku, jest regularnie aktualizowany i stanowi instrument bazowy dla ETF-ów, co oznacza, że akcje tych spółek znajdują się w ciągłym zainteresowaniu funduszy ETF, a utrata tego statusu powoduje wyprzedaż tych akcji z ich portfeli. Na koniec czerwca 2024 roku w skład indeksu wchodziło 66 spółek, z których 42 wypłacają dywidendy nieprzerwanie od co najmniej 40 lat, a niektóre z nich znacznie dłużej: Procter&Gamble oraz Dover – od 68 lat. Tego typu spółki dywidendowe nie zaprzestały wypłacania dywidendy i nie zmniejszały jej wartości w trakcie trwania żadnego z ostatnich kryzysów, które dotknęły amerykański parkiet – bańki internetowej z 2000 r., kryzysu finansowego w latach 2007–2009, pandemii COVID-19 w 2020 r. czy też okresu wysokiej inflacji i wysokich stóp procentowych. Williams oraz Miller [2013], po porównaniu stóp zwrotu z indeksu S&P500 Dividend Aristocrat oraz S&P500, wykazali, iż indeks dywidendowych arystokratów znacząco przewyższał S&P500 zarówno w okresach ożywienia, jak i recesji w latach 2001 i 2008. Akcje dywidendowych arystokratów, ale z krótszą historią wypłat dywidend, notowane są także na innych rynkach giełdowych. Indeks S&P/TSX Canadian Dividend Aristocrats śledzi stopy zwrotu spółek uwzględnionych w indeksie BMI S&P Canada, które stosują politykę stabilnych lub zwiększonych dywidend przez co najmniej 5 lat. W 2023 roku takich spółek było 90. Na Tokijskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, gdzie notowanych jest 50 DA, oraz brytyjskiej LSE (40 DA), aby spółka została uznana za dywidendowego arystokratę, musi mieć co najmniej 10 lat stabilnej lub rosnącej dywidendy. Agencja S&P wyznacza także indeks dla spółek europejskich (S&P Europe 350 Dividend Aristocrats), z obowiązującym kryterium ciągłości wypłaty dywidend przez 10 lat. W 2023 roku było 39 takich przedsiębiorstw, w tym 12 brytyjskich i 10 szwajcarskich.

GPW w Warszawie działa już od ponad 30 lat i w tym czasie zdobyła pozycję lidera giełd Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec czerwca 2024 roku kapitalizacja rynkowa GPW, obejmującej ponad 400 spółek, wynosiła 1589 mld zł, a udział inwestorów zagranicznych przekraczał 60% w obrotach na rynku akcji. Jednak GPW nie posiada jeszcze indeksu giełdowego będącego odpo-

wiednikiem S&P500 Dividend Aristocrats, który mógłby służyć jako baza dla ETF-a dywidendowego. Taki ETF, naśladujący spółki wypłacające regularnie i stabilnie rosnące dywidendy, byłby prostą opcją inwestycyjną dla inwestorów indywidualnych preferujących pasywne zarządzanie środkami na kontach emerytalnych.

Brak indeksu arystokratów dywidendowych na polskim rynku regulowanym oraz wyniki badań innych autorów dowodzące, iż spółki regularnie wypłacające dywidendy zapewniają satysfakcjonujące stopy zwrotu w długim terminie [Williams, Miller, 2013; Pieloch-Babiarz, 2018; Raju, 2020; Konieczka, 2024], skłoniły do zaproponowania dywidendowej strategii emerytalnej, która następnie została przetestowana za pomocą analizy wstecznej w celu oceny jej skuteczność. Niniejsza praca wypełnia lukę badawczą na rynku polskim w obszarze długoterminowego inwestowania dywidendowego na koncie IKE.

W związku z powyższym zbadano, czy na GPW można znaleźć spółki spełniające kryteria tzw. polskich dywidendowych arystokratów oraz czy inwestowanie w takie podmioty przynosiło zadowalające stopy zwrotu. W związku z tym sformułowano dwa cele badawcze.

Pierwszym celem badania było sprawdzenie, czy w latach 2009–2024 na GPW były notowane akcje tzw. dywidendowych arystokratów – spółek, które wykazują co najmniej 5-letnią ciągłość w wypłacaniu niemalejących dywidend oraz gwarantują odpowiednią płynność obrotu. Drugi cel badawczy dotyczył analizy tego, czy długoterminowy portfel emerytalny złożony z akcji tychże dywidendowych arystokratów przynosił w wyznaczonym okresie wyższe stopy zwrotu niż szeroki rynek, a tym samym umożliwiał skuteczne gromadzenie i pomnażanie kapitału emerytalnego na koncie IKE.

W celu realizacji powyższych celów sformułowano i zweryfikowano dwie hipotezy badawcze. Pierwsza z nich zakłada, że na rynku regulowanym, działającym od ponad 30 lat i obejmującym ponad 400 notowanych spółek, znajdują się takie, które regularnie wypłacają niezmiennie lub rosnące dywidendy przez co najmniej 5 lat, co czyni je arystokratami dywidendowymi. Druga hipoteza wskazuje, że akcje dywidendowych arystokratów notowanych na GPW w latach 2009–2024, jako składnik długoterminowego portfela inwe-

stycyjnego na koncie IKE, generowały wyższe stopy zwrotu niż szeroki rynek reprezentowany przez indeks WIG. Konto IKE pozwala uniknąć podatku od dywidendy i zysków kapitałowych, co dodatkowo zwiększa wartość środków gromadzonych w portfelu.

Praca składa się z pięciu części. Pierwszą stanowi wstęp. W drugiej dokonano przeglądu literatury dotyczącej wpływu wypłacanych dywidend na wycenę akcji. Przedmiot badania i zastosowana metoda zostały przedstawione w części trzeciej, natomiast wyniki empiryczne oraz podsumowanie zawarto w czwartej i piątej części pracy.

2. Przegląd literatury

W istniejącej dotychczas literaturze dominują trzy różne podejścia dotyczące polityki dywidendowej i jej wpływu na wartość rynkową spółki: podejście neutralne, zgodnie z którym polityka dywidendowa prowadzona przez spółkę nie wpływa na jej wartość, oraz prodywidendowe i antydywidendowe, w myśl których istnieje związek pomiędzy wypłacaną dywidendą a wartością spółki. Zgodnie z „teorią nieistotności dywidend” względem kursów akcji (*irrelevance theory*) Millera i Modiglianiego [1961] polityka dywidendowa na doskonałym rynku kapitałowym nie wpływa ani na koszt kapitału, ani na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Dla inwestora jest to obojętne, czy czerpie korzyści ze wzrostu kursu akcji, czy też z wypłacanej dywidendy. Podejście antydywidendowe wiąże się z preferencjami podatkowymi inwestorów oraz odmiennym sposobem rozliczeń podatkowych. Akcjonariusze godzą się, aby zyski były zatrzymywane w spółce i żeby dzięki temu moment płatności podatku od zysków był odsunięty w czasie do momentu wyjścia z inwestycji [Litzenberger, Ramaswamy, 1979]. W myśl teorii prodywidendowych preferowane są spółki dzielące się zyskiem, gdyż wpływy z dywidendy są „pewniejsze” niż dochody kapitałowe. Zgodnie z modelem „ptaka w garści” (*bird-in-the-hand theory*) Gordona [1959] wypłaty dywidendy podnoszą wycenę firmy i pozwalają realizować wysokie stopy zwrotu. Spółki powinny więc oferować wyższe dywidendy w celu maksymalizowania ceny akcji i podnoszenia ich wartości [Gordon, 1959]. Lintner [1956] wskazywał, iż spółki zwiększają dywidendę tylko wtedy, gdy wierzą, że wzrost zysków jest trwały i może zapewnić regularne podwyżki dywidendy

w przyszłości. Jego zdaniem menedżerowie niechętnie zmniejszają dywidendy, ponieważ uważają, że obniżki są złym sygnałem dla rynku. Zgodnie z teorią sygnalizacji zarządzający spółką mają większą wiedzę na temat wartości wewnętrznej firmy w porównaniu z inwestorami zewnętrznymi i wykorzystują politykę dywidendową jako instrument przekazywania informacji o bieżącej oraz przyszłej sytuacji spółki [Bhattacharya, 1979]. Zdaniem Millera i Rocka [1985] każde działanie kadry zarządzającej w postaci wypłaty dywidendy czy jej zaprzestania zawiera w sobie sygnał dla rynku. Wyniki ich badań wskazują, że zwiększanie dywidend jest postrzegane jako pozytywny sygnał świadczący o dobrej sytuacji finansowej spółki i odwrotnie. Aharony i Swary [1980] wskazują, iż po ogłoszeniu przez spółkę informacji o podwyższeniu dywidendy kurs akcji rośnie, a spada, gdy pojawia się informacja, że dywidenda będzie niższa. Większość badań dotyczących efektu sygnalizacji dywidend skupiała się na analizie krótkoterminowych reakcji rynku (zmiany cen akcji) na informacje o zmianach w prowadzonej polityce dywidendowej:

- rozpoczęciu i wznowieniu wypłat dywidendy – Asquith i Mullinsa [1983], Dielman i Oppenheimer [1984], Healy i Palepu [1988], Michael i in. [1995], Dyl i Weigand [1998], Nguyen [2014],
- zaprzestaniu wypłat – Dielman i Oppenheimer [1984], Healy i Palepu [1988], Michael i in. [1995],
- zmianie wysokości wypłacanych dywidend – Aharony i Swary [1980], Dielman i Oppenheimer [1984], Michael i in. [1995], Amihud, Murgia [1997], Nissim i Ziv [2001].

Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego także polscy badacze coraz częściej odnosili się w badaniach do wpływu dywidend na ceny akcji notowanych na GPW. Gurgul i Majdosz [2005] użyli testów zdarzeń, aby zbadać reakcje cen akcji na ogłoszenie informacji o dywidendzie (45 przypadków) i wykupie akcji własnych (20 przypadków). Wykazali, iż wokół dnia ogłoszenia ceny akcji reagują pozytywnie na informacje o wypłacie dywidendy. Czerwinka [2010] dowiódł, iż w dniu ogłoszenia informacji o zainicjowaniu dywidendy oraz w ciągu kilku dni po tym fakcie uzyskiwano istotną statystycznie nadzwyczajną stopę zwrotu wyższą od zera. Tuzimek [2012] badał wpływ informacji o wypłacie dywidendy na osiągnięcie ponadnormalnych stóp zwrotu dla spółek, które w latach 2001–2007 przynajmniej trzy razy wypłacały dywi-

dendy. Grupa obejmująca 213 zdarzeń została podzielona na 4 podgrupy: pierwsze/wznowione dywidendy, dywidendy wzrostowe, stabilne i spadkowe. Dla całej grupy w okresie wokół dnia zdarzenia miał miejsce ponadprzeciętny wzrost cen akcji, natomiast w poszczególnych podgrupach pozytywna reakcja miała miejsce tylko w pierwszym dniu po dniu ogłoszeniu informacji [Tuzimek, 2012, s. 341–343]. Słoński i Zawadzki potwierdzili, że niezależnie od wysokości i kierunku zmiany wypłata dywidendy wpływa na średni wzrost cen akcji ponad wartość oczekiwaną [Słoński, Zawadzki, 2012a, s. 132]. Do podobnych wniosków doszli także Czapiewski i Kubiak [2017]. Słoński i Zawadzki zaobserwowali także, iż nieoczekiwany wzrost wartości dywidendy wpływał na dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu [Słoński, Zawadzki, 2012b, s. 53]. Występowanie pozytywnych reakcji rynku na ogłaszanie dywidend przez spółki notowane na GPW zauważyli także: Perepeczo [2013], Frasyński-Pietrzyk, Walczak [2014], Pieloch-Babiarz [2015], Kaźmierska-Jóźwiak [2017] oraz Mrzygłód, Nowak [2017]. Gnap [2022] w swoim badaniu na próbie 45 podmiotów nie potwierdził związku pomiędzy informacją o wypłacie dywidendy a cenami akcji na giełdzie.

Mniej liczną grupę stanowią prace, w których badano wpływ prowadzonej polityki dywidendowej na realizowane długoterminowe stopy zwrotu. Dimson i in. [2008] przeanalizowali stopy zwrotu w 16 krajach w latach 1900–2001 i wykazali, że wpływ dywidend na stopy zwrotu w krótkim terminie jest osłabiony przez zmienność cen, natomiast w długim okresie efekt kumulacji reinwestowanych dywidend przyczynia się do znacznej części całkowitego zwrotu z rynku akcji [Raju, 2020, s. 2]. Raju [2020] przy użyciu stworzonego wskaźnika jakości i dywidendy (QAD) wykazał dla danych z rynku singapurskiego, iż strategia oparta na spółkach wysokiej jakości, które wypłacają trwałe dywidendy, jest atrakcyjna dla inwestorów indywidualnych. Corocznie rebalansowany portfel dywidendowy uzyskiwał stopy zwrotu wyższe niż rynek zarówno pod względem zwrotów absolutnych, jak i skorygowanych o ryzyko [Raju, 2020, s. 1]. Także w pracy Amoah [2022] czytamy, iż dywidendy odgrywały znaczącą rolę w zwiększaniu całkowitego zwrotu oraz że spółki zwiększające dywidendy historycznie osiągały wyższy całkowity zwrot przy mniejszej zmienności niż spółki, które utrzymywały lub obniżały wypłatę dywidendy. Pieloch-Babiarz [2018] na próbie badawczej 75 spółek wykazała, iż długoterminowe stopy zwrotu realizowane na spółkach z GPW, które w latach 2001–2016 rozpoczęły

wypłatę dywidend, a następnie ją konsekwentnie kontynuowały, były wyższe niż stopy zwrotu osiągane przez szeroki rynek. Autorka wskazała, że wraz ze wzrostem liczby lat regularnych wypłat nadzwyczajna stopa zwrotu ze strategii typu „kup i trzymaj” wzrastała [Pieloch-Babiarz, 2018, s. 123]. Jabłoński [2018] wykazał, że na GPW w latach 2008–2017 notowane były spółki systematycznie wypłacające dywidendy przez co najmniej 10 lat oraz że średnia roczna stopa zwrotu na realizowanych na tych akcjach była wyższa od średniej rocznej stopy zwrotu benchmarku. W najnowszym badaniu opublikowanym przez Konieczkę [2024], obejmującym lata 2002–2021, wykazano, że decyzje dywidendowe podejmowane przez WZA wpływają na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim terminie oraz że inwestycje w spółki o wysokiej stopie dywidendy pozwalają w długim terminie osiągać dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu.

3. Przedmiot badania i metoda badawcza

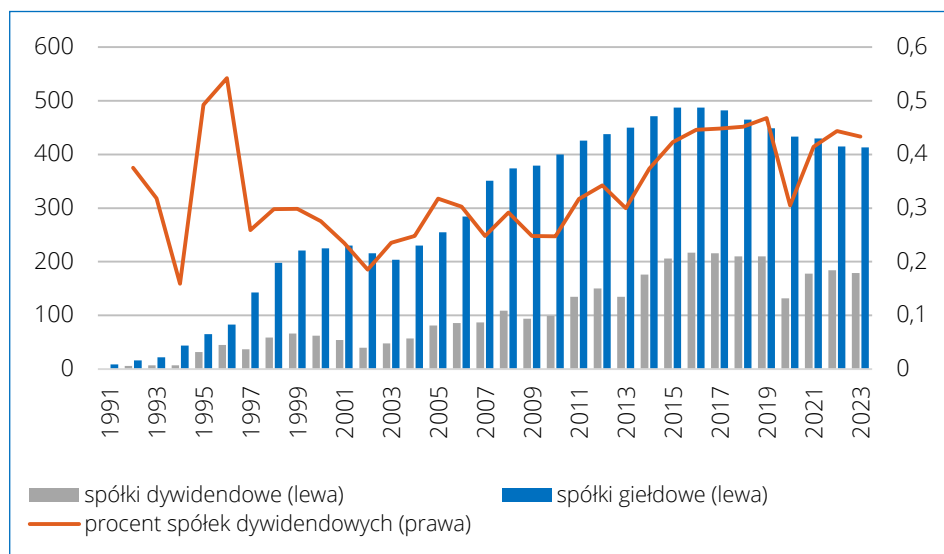
3.1. Przedmiot badania

Na koniec 2023 roku na rynku głównym GPW notowanych było 413 spółek, w tym 43 spółki zagraniczne. Mała liczba debiutów oraz rosnący delisting są przyczynami malejącej od 2016 roku liczby spółek giełdowych. Pierwsze dywidendy zostały wypłacone w 1992 roku przez sześć z 16 spółek notowanych w tamtym czasie. Pozytywna tendencja w rosnącej liczbie notowanych spółek dywidendowych została zatrzymana w 2020 roku przez pandemię COVID-19. Na koniec 2023 roku 43% przedsiębiorstw notowanych na GPW stanowiły spółki dywidendowe.

Na rysunku 2 wskazano, ile spółek wypłacało dywidendy konsekwentnie przez określoną liczbę lat. I tak na przykład tylko dwie spółki dzieliły się wypłaconym zyskiem przez 25 lat, siedem posiada 20-letnią historię wypłat, a aż 41 konsekwentnie przez minimum 10 lat dzieliło się zyskiem w formie dywidendy.

RYSUNEK 1

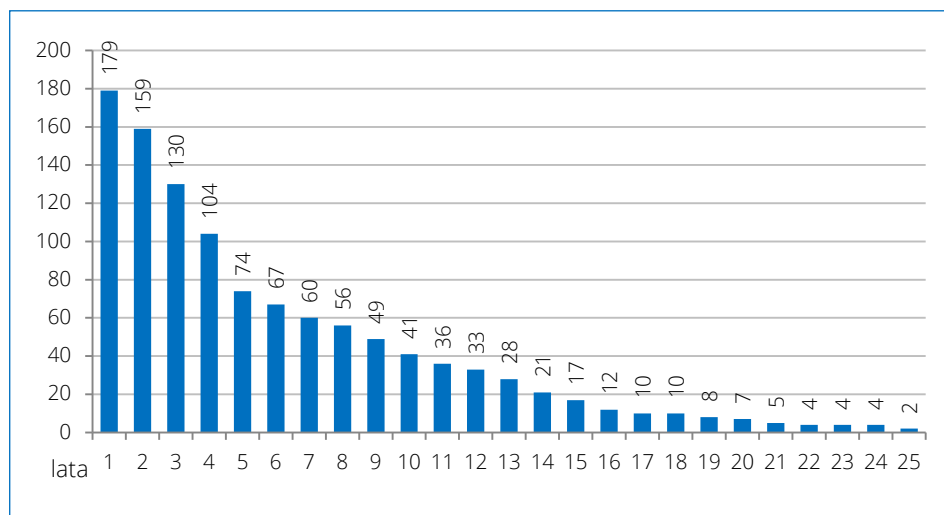
Liczba spółek dywidendowych na GPW na tle wszystkich notowanych spółek



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www 4].

RYSUNEK 2

Liczba spółek konsekwentnie płacących dywidendy przez wskazaną liczbę lat od 1991 do 06.2024



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www 3].

3.2. Metoda badawcza

Badania dotychczas prowadzone na rynku polskim poświęcone były kształtowaniu się długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek regularnie wypłacających dywidendę. Stopy zwrotu osiągane w związku z realizacją tzw. strategii „kup i trzymaj” liczone były jednak od roku, w którym spółka wypłacała pierwszą dywidendę. Oznacza to, że w momencie rozpoczęcia inwestycji inwestor nie wiedział, czy spółka będzie dywidendowym arystokratą, czy będzie przez kolejne lata wypłacać dywidendę. Metoda badawcza zastosowana w artykule zakłada natomiast, iż spółka może znaleźć się w portfelu dopiero po spełnieniu kryterium bycia dywidendowym arystokratą, czyli po upływie minimum 5-letniego okresu wypłaty dywidendy. Dzięki takiemu podejściu można dokonać wstecznej oceny skuteczności zaproponowanej strategii. Procedura badawcza obejmuje trzy etapy: (1) określenie kryteriów zaklasyfikowania spółki giełdowej do grupy dywidendowych arystokratów, (2) wybór spółek do długoterminowego portfela emerytalnego zgodnie z określoną w artykule strategią inwestycyjną i rebalansowanie portfela co roku, (3) ocena efektywności DDPE w porównaniu do szerokiego rynku reprezentowanego przez indeks WIG.

3.2.1. Określenie kryteriów zaklasyfikowania spółki giełdowej do grupy dywidendowych arystokratów

Jednym z dwóch celów badania było sprawdzenie, czy wśród spółek dywidendowych z GPW znajdują się dywidendowi arystokraci (DA), czyli spółki, które w latach 2009–2024 spełniały jednocześnie następujące kryteria:

- ich akcje notowane były na rynku głównym GPW,
- przez co najmniej 5-letni okres wypłacały regularnie dywidendę,
- wartość wypłacanej dywidendy była z roku na rok stabilna lub rosnąca (niemalejąca),
- średnia dzienna wartość obrotów akcjami, liczona jako średnia arytmetyczna z trzech ostatnich miesięcy przed uznaniem spółki za dywidendowego arystokratę, przekraczała 45 000 zł.

Pierwszych DA wybrano w styczniu 2009 roku w oparciu o historię wypłat z pięciu poprzednich lat, 2004–2008, kolejnych w styczniu 2010 na podsta-

wie historii wypłat w latach 2005–2009. Taka procedura powtarzana była na początku każdego roku kalendarzowego aż do stycznia 2024. W efekcie powstała lista dywidendowych arystokratów na koniec każdego roku kalendarzowego.

3.2.2. Wybór spółek do długoterminowego portfela emerytalnego zgodnie z określoną w artykule strategią inwestycyjną i rebalansowanie portfela co roku

Drugim celem badania było utworzenie, w ramach konta IKE, długoterminowego dywidendowego portfela emerytalnego (DDPE) składającego się z akcji dywidendowych arystokratów. IKE, czyli Indywidualne Konto Emerytalne, umożliwia gromadzenie środków finansowych przeznaczonych na przyszłą emeryturę bez konieczności płacenia podatku od zysków kapitałowych i dywidend. DDPE prowadzony zgodnie ze strategią wzrostu dywidendy spełnia następujące założenia:

- długoterminowy horyzont inwestycyjny,
- składnikami portfela są akcje spółek posiadające status dywidendowego arystokraty,
- portfel zasilany jest systematycznie kwotami równymi rocznemu limitowi IKE (rysunek 3),
- otrzymywane dywidendy są systematycznie reinwestowane,
- portfel rebalansowany jest raz w roku,
- portfel przyjmuje pasywną postawę inwestycyjną, zgodnie z którą niezależnie od sytuacji na rynku giełdowym akcje są utrzymywane w portfelu.

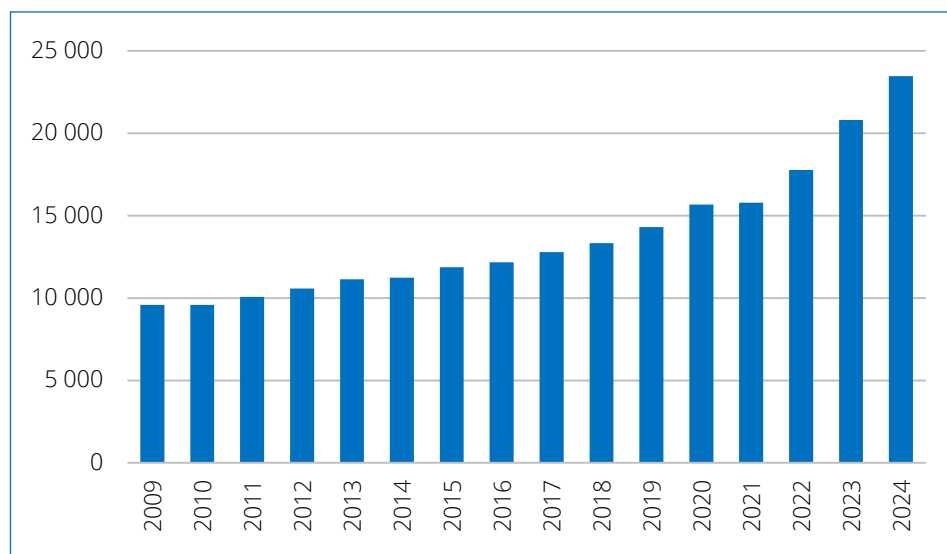
Na koniec grudnia każdego roku z portfela usuwane są spółki, które utraciły status DA, a środki uzyskane z ich sprzedaży zasilają portfel w gotówkę. Spółki, które wciąż znajdują się na liście DA, pozostają w portfelu, natomiast akcje nowych dywidendowych arystokratów zakupuje się do portfela na początku stycznia kolejnego roku. Gotówka będąca w portfelu, w równym udziale, przeznaczana jest na zakup akcji DA stanowiących składnik portfela w danym roku.

Przedstawiona w pracy strategia to sformalizowany i konsekwentny sposób postępowania przez cały okres inwestowania. Jest on przeciwieństwem

aktywnego inwestowania, w którym zarówno wybór poszczególnych akcji do portfela, jak i momentów dokonywania transakcji okazuje się dużo bardziej płynny i zależny od wielu różnych czynników, często niedających się sparametryzować i przez to niemających cech powtarzalności. Aktywne zarządzanie takim portfelem w przypadku nieprofesjonalnych inwestorów mogłoby narażać gromadzony kapitał emerytalny na nadmierne ryzyko.

RYSUNEK 3

Roczne limity wpłat na konto IKE w latach 2009–2024 (w PLN)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www 2].

Po raz pierwszy akcje DA zostały zakupione do DDPE w styczniu 2009 roku, a następnie portfel był rebalansowany co roku do stycznia 2024 roku. Na wartość początkową portfela w styczniu każdego roku składały się akcje DA pozostające w portfelu oraz gotówka. Wartość gotówki jest sumą:

- wpłat wynikających z limitu IKE na dany rok,
- otrzymywanych dywidend w poprzednim roku,
- środków ze sprzedaży akcji, które straciły status DA i zostały usunięte z portfela.

3.2.3. Ocena efektywności DDPE w porównaniu do szerokiego rynku reprezentowanego przez indeks WIG

Oceny wyników osiąganych przez DDPE w określonym horyzoncie badawczym (01.2009–06.2024) dokonano na podstawie: rocznych stóp zwrotu, stóp zwrotu ważonych czasem (*time-weighted rate of return*, TWR) (formuła 1) oraz średnich skumulowanych stóp zwrotu (*compound annual growth rate*, CAGR) (formuła 2).

Ważona w czasie stopa zwrotu (TWR) to miara złożonej stopy wzrostu portfela używana do porównywania zysków zarządzających inwestycjami [DeFusco i in., 2007, s. 50]. Pomaga ona wyeliminować zakłócający wpływ na stopy wzrostu związany z systematycznym napływem środków do portfela na początku każdego roku. TWR wyznacza stopę zwrotu dla każdego podokresu, w którym miały miejsce zmiany przepływów pieniężnych, przy założeniu, że wszystkie wypłaty środków są reinwestowane. Okresy te są następnie geometrycznie powiązane w celu określenia stopy zwrotu ważonej w czasie [Holbrook, 1977, s. 24]. Formuła ta po raz pierwszy została zaproponowana przez Graya oraz Dewara [1971].

$$TWR_p = (1 + R_{p1}) * \dots * (1 + R_{pn}) - 1 \quad 1)$$

TWR_p – stopa zwrotu portfela ważona czasem,

R_{p1} – roczna stopa zwrotu portfela za pierwszy rok trwania,

R_{pn} – roczna stopa zwrotu portfela za ostatni rok n .

Średnia skumulowana stopa zwrotu dla portfela (CAGR) [DeFusco i in., 2007, s. 90] to często używana miara rocznej stopy wzrostu inwestycji w czasie, z uwzględnieniem efektu kapitalizacji. Służy do porównywania inwestycji o różnym czasie trwania oraz do oceny długoterminowych stóp wzrostu. Wyznacza się ją zgodnie z formułą:

$$CAGR(t_0, t_n) = \left(\frac{V_n}{V_0}\right)^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1 \quad 2)$$

Aby zilustrować znaczenie reinwestowania dywidend w proponowanej strategii inwestycyjnej, stworzono dodatkowy portfel dywidendowy, w którym

otrzymywane dywidendy nie były reinwestowane, i w celach porównawczych dla niego także wyznaczono TWR.

Wyznaczone stopy zwrotu dla DDPE z reinwestycją i bez reinwestycji zostały porównane z analogicznymi stopami zwrotu wyznaczonymi dla benchmarku, jakim jest indeks rynku szerokiego WIG. Dane użyte w badaniu pochodzą ze stooq.pl, serwisu biznesradar.pl oraz Roczników Giełdowych GPW.

4. Wyniki

4.1. Dywidendowi arystokraci na GPW

W całym okresie 2009–2024 wśród spółek notowanych na Głównym Rynku GPW kryterium polskiego dywidendowego arystokraty, czyli wypłacanie przez co najmniej 5 lat niemalejących dywidend oraz osiągnięcie poziomu wymaganej wartości obrotów, spełniało 51 spółek. W 2009 roku tylko 4 spółki znalazły się na liście DA. Wraz z rozwojem polskiej giełdy przez kolejne 11 lat liczba DA rosła, aż w 2020 roku wyniosła 24, co stanowiło 18% wszystkich spółek dywidendowych. W wyniku kryzysu pandemicznego oraz trudnej i mało przewidywalnej sytuacji gospodarczej część spółek powstrzymała się od dzielenia zyskiem z akcjonariuszami. Na 16 spółek, które zostały usunięte z listy arystokratów, 7 w ogóle nie wypłaciło dywidendy w 2020 rok, a pozostałe obniżyły jej wartość (tabela 2). Po uwzględnieniu w analizie spółek dywidendowych okresów dekonstrukcji i ich wpływu na wprowadzane zmiany w polityce dywidendowej można dojść do wniosku, że tylko 10 spółek, takich jak Neuca, Asseco BSS, Asseco SEE, Ambra, Dom Development, Delko czy Text, mogło pretendować do grupy przedsiębiorstw, które przez długi czas dzielą się niemalejącymi dywidendami.

Jednorazowa przerwa w historii wypłaty dywidend spowodowała usunięcie spółek z listy DA na kolejne pięć lat, czego konsekwencją jest mała liczba DA w latach 2021–2024. W 2023 roku na GPW notowanych było 14 dywidendowych arystokratów, którzy stanowili 3% wszystkich spółek giełdowych oraz 8% dywidendowych.

TABELA 1

Liczba polskich DA w latach 2009–2024

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
4	5	8	7	6	10	10	10	13	13	19	24	10	15	14	14

Źródło: opracowanie własne.

Problemem polskiego segmentu dywidendowych arystokratów jest brak ciągłości w długiej historii wypłat niemalejących dywidend. Tylko 11 spółkom, które uzyskały status DA, udało się go utrzymać bez przerwy aż do 2024. Pozostałe spółki po kilkuletnim okresie bycia DA traciły ten status na zawsze (29 spółek) lub traciły status DA i ponownie go odzyskiwały (11 spółek). Od 2012 roku każdego roku na liście dochodziło do rotacji wśród dywidendowych arystokratów (tabela 2), co wymagało corocznych zmian w składzie portfela dywidendowego.

TABELA 2

Liczba spółek uzyskująca status DA (+) oraz liczba spółek tracących status DA (–) w latach 2009–2024

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
+	4	1	3	1	1	6	3	2	6	5	11	9	2	6	2	3
–	0	0	0	–2	–2	–2	–3	–2	–3	–5	–5	–4	–16	–1	–4	–1

Źródło: opracowanie własne.

Dane w tabeli 3 potwierdzają, iż GPW w Warszawie jest wciąż młodym rynkiem. Tylko jedna spółka posiadała status DA przez 15 lat, co oznacza, że przez 20 lat konsekwentnie wypłacała rosnącą dywidendę. Jedna spółka była DA przez 11 lat, a jedna – 9 lat. Największą grupę spółek stanowią natomiast te, które posiadały status DA tylko przez 1 rok (15 spółek) oraz przez 2 lata (13 spółek), co oznacza, że były w stanie konsekwentnie wypłacać niemalejącą

dywidendę tylko przez 6 lub 7 lat. W połowie 2024 roku na GPW notowanych było 12 spółek, które od 4 lat konsekwentnie dzielą się niemalejącą dywidendą. Przy założeniu, że obecna polityka dywidendowa będzie kontynuowana, w kolejnych latach liczba dywidendowych arystokratów może się więc istotnie zwiększyć.

TABELA 3

Liczba spółek będących DA przez określoną liczbę lat w okresie 2009–2024

15 lat	11 lat	9 lat	8 lat	7 lat	6 lat	5 lat	4 lat	3 lata	2 lata	1 rok
1	1	2	2	1	5	5	1	5	13	15

Źródło: opracowanie własne.

Polscy dywidendowi arystokraci reprezentują bardzo różne branże (co pozwala odpowiednio zdywersyfikować portfel), są składnikiem różnych indeksów giełdowych oraz różnią się od siebie kapitalizacją. Najwięcej dywidendowych arystokratów reprezentuje branżę informatyczną (7), budowlaną (7) oraz spożywczą (4). Większość DA to spółki średnie i małe (31 z nich obecnie należy do mWIG40 i sWIG80). Tylko pięć spółek, które w swojej historii posiadały status DA, obecnie należy do indeksu *blue chip* – WIG20. Spółki posiadające status DA, które obecnie mają kapitalizację większą niż 1 mld zł, stanowią 52% wszystkich DA, a pozostałe mają mniejszą kapitalizację.

W tabeli 4 zamieszczono dane dotyczące średniej stopy wypłaty dywidendy (*dividend payout ratio*, DPR) wyznaczonej za okres, w którym spółki wypłacały niemalejące dywidendy. Informuje ona, jaką część zysku netto spółka przeznacza na dywidendy, a ile pozostawia w spółce na dalszy rozwój lub akwizycje [Damodaran, 2017, s. 1016]. 45% polskich dywidendowych arystokratów przeznaczało na dywidendy ponad 50% wypracowanego zysku, a 27% – poniżej 30% zysku. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku amerykańskich dywidendowych arystokratów. Na koniec czerwca 2024 roku w przypadku 46% tych spółek wskaźnik *payout ratio* wynosił powyżej 50%, a w przypadku 23% spółek – poniżej 30%.

TABELA 4

Liczba DA z określonym średnim poziomem wskaźnika wypłaty dywidendy w latach 2009–06.2024

> 100%	< 99% – 70% >	< 69% – 50% >	< 49% – 30% >	< 30%
1	11	11	14	14

Źródło: opracowanie własne.

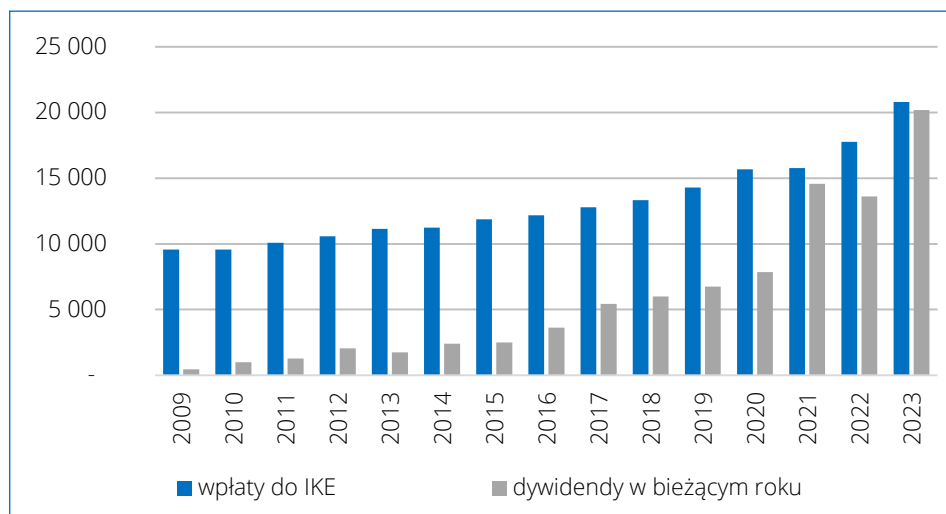
4.2. Stopy zwrotu realizowane przez długoterminowy dywidendowy portfel emerytalny

Zgodnie z założeniami strategii przyjętej w pracy długoterminowy dywidendowy portfel emerytalny był co roku zasilany nowymi środkami w kwocie równej maksymalnym limitom wpłat na IKE (rysunek 4). Od 2009 roku do 2024 roku do portfela wpłacono łącznie kwotę 220 146 zł. W pierwszym roku trwania portfela środki w równym udziale zainwestowano w czterech dywidendowych arystokratów, a w kolejnych latach skład był aktualizowany zgodnie z listą DA. Ideą inwestowania dywidendowego jest stworzenie portfela, w którym otrzymywane i reinwestowane dywidendy wypracowują istotną część całkowitej stopy z portfela.

Po pierwszym roku trwania inwestycji wartość otrzymanych dywidend stanowiła 3% całkowitej wartości portfela i rosła z każdym kolejnym rokiem. Od 2016 roku udział narosłych dywidend w wartości całkowitej portfela wahał się od 10% do 18%. Narosłe dywidendy największy udział (18%) miały w 2018 i 2022 roku, kiedy to liczba DA w portfelu wyniosła odpowiednio 13 i 15, a na giełdzie miały miejsce spadki: 2018 rok – portfel (-11%), WIG (-10%), 2022 rok – portfel (-17%), WIG (-18%). Całkowita wartość otrzymanych dywidend w latach 2009–2024 wyniosła 101 260 zł, co stanowi 46% środków wpłaconych przez inwestora do portfela. Od 14. roku trwania portfela (2021–2023) wartość otrzymywanych rocznie dywidend była tylko nieznacznie mniejsza od wartości wpłat dokonywanych do portfela w danym roku. W 2023 roku portfel, do którego inwestor wpłacił 20 805 zł, wygenerował 20 197 zł z tytułu otrzymanych dywidend.

RYSUNEK 4

Kwota wpłat do IKE a wartość otrzymywanych dywidend



Źródło: opracowanie własne.

Wzrost wartości spółek utrzymywanych w portfolio oraz otrzymane dywidendy w kwocie 101 tys. zł, które były w całości regularnie reinwestowane, spowodowały wzrost całkowitej wartości portfela na koniec czerwca 2024 roku do kwoty 591 tys. zł.

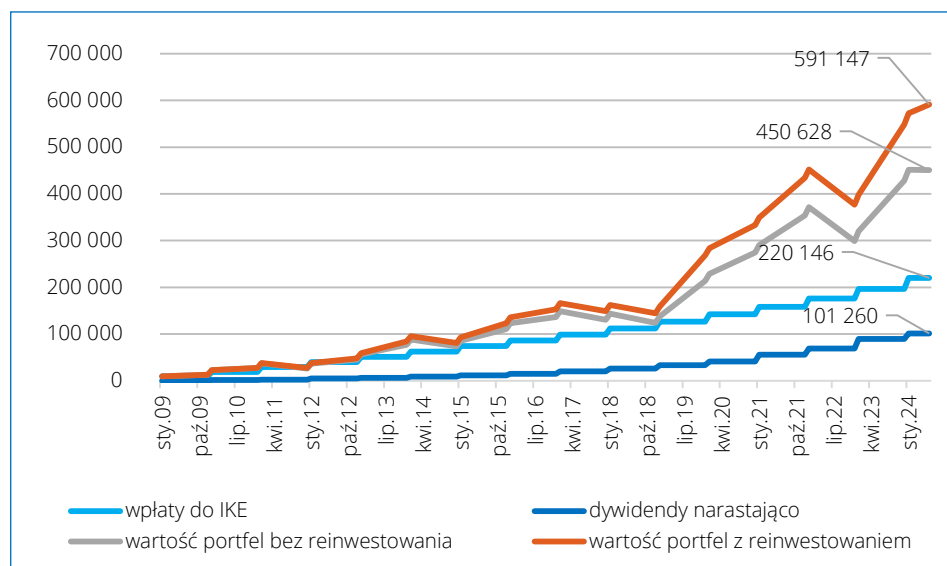
W celach porównawczych stworzono jeszcze jeden portfolio składający się z dywidendowych arystokratów, w którym nie reinwestowano dywidend (rysunek 5). Po drugim roku inwestycji różnica między tymi portfolio wyniosła tylko 552 zł (co stanowiło 2% całkowitej wartości portfela z reinwestowaniem), po siedmiu latach było to już 12 625 zł (11% całkowitej wartości portfela), a po 15,5 roku – 140 520 zł (24% całkowitej wartości portfela).

Aby ocenić wydajność portfela, wyznaczono trzy rodzaje stóp zwrotu, a następnie porównano je z benchmarkiem, którym jest indeks szerokiego rynku WIG. Roczne stopy zwrotu osiągnięte przez DDPE tylko w dziewięciu latach przewyższały stopy zwrotu WIG, co dowodzi, iż stosowanie tej strategii w krótkim terminie nie przynosi ponadprzeciętnych zwrotów. Inwestowanie dywidendowe, szczególnie w okresach bessy, dzięki otrzymywanym regularnie dywidendom z założenia powinno chronić portfolio przed znaczną utratą wartości.

W przypadku siedmiu lat, w których indeks szerokiego rynku generował ujemne roczne stopy zwrotu, portfel okazał się lepszy tylko w czterech latach. Oznacza to, że portfel stworzony wyłącznie w oparciu o kryterium historii wypłaty dywidend w krótkim terminie nie przynosił zawsze wyższych stóp zwrotu niż szeroki rynek oraz że w okresach bessy otrzymywane dywidendy nie gwarantowały utraty wartości portfela.

RYSUNEK 5

Wartość wpłat do portfela IKE oraz otrzymywanych dywidend vs wartość portfela dywidendowego



Źródło: opracowanie własne.

W związku z tym, iż portfel z założenia ma być inwestycją o możliwie bardzo długim terminie zapadalności, lepszymi miarami oceny skuteczności tej strategii są ważona w czasie stopa zwrotu (TWR) oraz średnia skumulowana stopy zwrotu (CAGR). Analiza wysokości TWR (tabela 5) w okresach rocznych, dwuletnich aż do piętnastoipółletniego dowodzi, iż po pięciu latach trwania portfela dywidendowego całkowita stopa zwrotu ważona czasem znacznie przewyższała analogiczną stopę dla benchmarku. TWR portfela wyniosła na koniec 2013 roku 118% i była wyższa od TWR WIG-u o 48 p.p. W całym horyzoncie badawczym TWR portfela wyniosła 551% przewyższając TWR dla WIG-u o 380 p.p.

Średnia roczna skumulowana stopa zwrotu w okresie 2009–2012 nie przewyższała CAGR dla WIG-u, co potwierdza, iż w krótkim terminie i w pierwszych latach trwania portfela strategia dywidendowa nie przynosi ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Od 2013 roku, czyli po pięciu latach trwania portfela, średnioroczna stopa zwrotu portfela waha się w przedziale od 8% do 17% w zależności od okresu i w każdym z nich przewyższa CAGR WIG-u. W całym ponad 15-letnim horyzoncie CAGR portfela wyniósł 13%, przy CAGR WIG-u wynoszącym 7%, co potwierdza tezę, iż w długim terminie portfel dywidendowy realizuje średniorocznie wyższe zwroty niż rynek.

TABELA 5

Miary wydajności portfela dywidendowego oraz WIG-u w okresie 2009–06.2024

	Roczne stopy zwrotu z portfela	Roczna stopa zwrotu z WIG	TWR portfela	TWR WIG	CAGR z portfela	CAGR z WIG
2009	37%	41%	37%	41%	37%	41%
2010	23%	16%	68%	64%	29%	29%
2011	-28%	-22%	21%	29%	6%	10%
2012	27%	24%	53%	59%	11%	14%
2013	42%	7%	118%	70%	17%	13%
2014	-15%	-1%	85%	69%	11%	10%
2015	33%	-10%	146%	52%	14%	7%
2016	13%	14%	178%	74%	14%	8%
2017	-10%	23%	150%	114%	11%	9%
2018	-11%	-10%	122%	93%	8%	7%
2019	69%	-1%	275%	91%	13%	7%
2020	17%	-3%	340%	85%	13%	6%
2021	25%	20%	448%	121%	14%	7%
2022	-17%	-18%	357%	81%	11%	5%
2023	38%	36%	530%	146%	13%	7%
cze.24	3%	10%	551%	171%	13%	7%

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 6 zamieszczone są stopy zwrotu ważone czasem (TWR), z podziałem na stopy zwrotu uzyskane z portfela z reinwestycją dywidend oraz z portfela bez reinwestycji. Od 2013 roku (po pięciu latach trwania portfela) różnica w TWR obu portfeli zaczęła przekraczać 20 p.p. i, z wyjątkiem okresu 2017–2018, systematycznie rosła. Na koniec czerwca 2024 roku TWR portfela z reinwestycją dywidend wyniosła 551%, a bez reinwestycji – 324%.

TABELA 6

TWR portfela z reinwestycją i bez reinwestycji dywidend

Okres	TWR portfela z reinwestycją	TWR portfela bez reinwestycji
2009	37%	37%
2009–2010	68%	64%
2009–2011	21%	15%
2009–2012	53%	41%
2009–2013	118%	93%
2009–2014	85%	61%
2009–2015	146%	109%
2009–2016	178%	132%
2009–2017	150%	103%
2009–2018	122%	75%
2009–2019	275%	170%
2009–2020	340%	224%
2009–2021	448%	294%
2009–2022	357%	217%
2009–2023	530%	325%
2009 – cze.24	551%	324%

Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

Zwolennicy inwestowania dywidendowego upatrują korzyści z tej strategii w tendencji dywidend do stałego wzrostu w czasie. Dywidendy są jednym z czynników ograniczających ryzyko i zmienność portfela, gdyż rekompensują częściowo straty wynikłe ze spadków cen akcji w okresach dekonjunktury. Inwestorzy dywidendowi uważają, iż spółki – aby być w stanie regularnie dzielić się zyskami z akcjonariuszami – muszą mieć solidne fundamenty, tzn. być bezpieczne i rentowne. Dlatego też poszukują spółek, których immamentną cechą jest długa historia niemalejących dywidend, czyli dywidendowych arystokratów.

Odnosząc uzyskane wyniki do pierwszego celu pracy oraz pierwszej hipotezy badawczej, należy uznać, iż w Polsce w latach 2009–2024 na GPW w Warszawie notowane były akcje łącznie 51 dywidendowych arystokratów. Niestety pojawienie się nieoczekiwanego zdarzenia, jakim była pandemia COVID-19, spowodowało, że część spółek wstrzymała się na rok z wypłacaniem dywidendy i od tego momentu tylko 10 spółek kontynuowało politykę dywidendową. Dywidendowi arystokraci (14 spółek) stanowili na koniec 2023 roku tylko 3% wszystkich notowanych spółek na GPW oraz 8% spółek dywidendowych. Dla porównania amerykańscy dywidendowi arystokraci to ponad 13% wszystkich spółek notowanych w S&P500. Fakt, iż Polska jest gospodarką w pełni rynkową dopiero od 35 lat, wpływa znacząco na liczbę dywidendowych arystokratów.

Polskie spółki (szczególnie te, których współwłaścicielem nie jest Skarb Państwa) są jeszcze dość młode i potrzebują czasu, aby wejść w fazę dojrzałego rozwoju, w którym możliwe jest systematyczne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. Należy pamiętać, że podstawowym celem działalności każdego przedsiębiorstwa jest zwiększanie jego wartości poprzez realizację opłacalnych projektów inwestycji, czyli takich, których stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) przewyższa koszt pozyskania kapitału (WACC). Dopiero gdy spółka nie jest w stanie znaleźć rentownych projektów ani podmiotów do akwizycji, powinna rozważać zwrot środków akcjonariuszom w formie dywidendy. Należy oczekiwać, iż wraz z rozwojem spółek i wchodzeniem w fazę dojrzałości liczba DA w kolejnych latach będzie rosła.

Realizacja drugiego z celów badawczych umożliwiła potwierdzenie sformułowanej we wstępie hipotezy, iż w długim terminie portfel emerytalny składający się z akcji polskich dywidendowych arystokratów generował wyższe stopy zwrotu niż szeroki rynek reprezentowany przez WIG. Stopa zwrotu ważona w czasie wyznaczona na koniec czerwca 2024 roku wyniosła 551% i była wyższa od TWR WIG-u o 384 p.p. Poziom CAGR portfela w ponad 15-letnim okresie wyniósł 13% i przewyższył CAGR WIG-u prawie dwukrotnie.

Portfel dywidendowy w krótkim terminie nie osiągał zawsze ponadprzeciętnych stóp zwrotu w stosunku do szerokiego rynku. Tylko w dziewięciu latach na 15 roczna stopa zwrotu portfela była wyższa niż WIG-u. Podobnie w okresach dekonjunktury giełdowej tylko w czterech na siedem przypadków roczne zwroty portfela dywidendowego były wyższe niż rynku. Uzyskane wyniki dowodzą, iż strategia dywidendowa w krótkim terminie nie przynosi zadowalających efektów w postaci zwrotów przekraczających zwroty rynkowe.

Zgodnie z koncepcją inwestowania dywidendowego z każdym rokiem trwania portfela wzrasta rola reinwestowanych dywidend w całkowitej stopie zwrotu oraz w wartości portfela. Po 13 latach wartość otrzymanych dywidend w danym roku była zbliżona do wartości środków wpłacanych w tym samym roku do portfela. Udział narosłych dywidend w całkowitej wartości portfela w ciągu ostatnich dwóch i pół roku wyniósł średnio 17%, a wartość portfela po ponad 15 latach dzięki reinwestycjom dywidend zwiększyła się o 140 tys. zł, co stanowiło 24% całkowitej wartości portfela.

Przeprowadzone badanie dowodzi, iż budowanie długoterminowej strategii emerytalnej oparte o tzw. dywidendowych arystokratów może zapewniać przyszłym emerytom stabilny wzrost ich portfela. Stworzenie na polskiej giełdzie indeksu składającego się z akcji dywidendowych arystokratów byłoby słusznym rozwiązaniem. Umożliwiłoby opracowanie w oparciu o taki indeks ETF-a, który stanowiłby prosty i zrozumiały instrument inwestycyjny dla posiadaczy indywidualnych kont emerytalnych.

Ułomnością stworzonego na potrzeby artykułu portfela jest tylko jedno kryterium doboru spółek, którym było posiadania statusu dywidendowego arystokraty. Analiza stóp zwrotu realizowanych przez poszczególne spółki

wskazuje jednak, że historia wypłat niemających dywidend nie gwarantuje jednocześnie stabilnego wzrostu ceny akcji tych spółek. W przyjętym okresie badawczym długoterminowe stopy zwrotu niektórych spółek były niestety ujemne. Dlatego też w razie kontynuowania badań dotyczących budowy długoterminowego portfela dywidendowego należy podjąć próbę wskazania dodatkowych kryteriów fundamentalnych, które w lepszy sposób pomogą dobierać spółki do portfela emerytalnego. Dodatkowy parametr oceniający jakość spółki pozwoliłby wyeliminować z portfela te przedsiębiorstwa, których wartość ulegała spadkowi.

W przyszłości warto kontynuować badanie w kierunku porównania długoterminowych stóp zwrotu realizowanych przez DDPE oraz przez inne portfele, takie jak:

- portfel spółek dywidendowych, które wypłacały regularnie dywidendy przez co najmniej 5 lat niezależnie od zmian w wartości wypłacanych dywidend,
- portfel spółek dywidendowych, które wypłacały regularnie dywidendy przez co najmniej 5 lat, ale w jednym roku wstrzymały się z wypłatą ze względu na pojawienie się nieoczekiwanego zdarzenia, takiego jak pandemia COVID-19,
- portfele spółek niedywidendowych, czyli takich, które w ogóle nie dzieliły się zyskiem z akcjonariuszami.

Ponadto warto także podjąć próbę oszacowania ryzyka tych portfeli w celu potwierdzenia tezy, iż portfele składające się ze spółek mających bardzo długą historię rosnących dywidend charakteryzują się mniejszą zmiennością.

Literatura

- Aharony J., Swary I., 1980, *Quarterly Dividend Earnings and Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis*, „The Journal of Finance”, nr 35(1), s. 1–12, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1980.tb03466.x.
- Amihud Y., Murgia M., 1997, *Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany*, „The Journal of Finance”, nr 52(1), s. 397–408, DOI: 10.1111/j.1540a-6261.1997.tb03822.x.
- Amoah R.A.M., 2022, *Do Income Stocks Provide Higher Total Return than Growth Stocks? Empirical Data Analysis*, „International Journal of Science and Management Studies”, nr 5(5), s. 40–48, DOI: 10.51386/25815946/ijsms-v5i5p105.

- Asquith P., Mullins D., 1983, *The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholder's Wealth*, „The Journal of Business”, nr 56(1), s. 77–96, DOI: 10.1086/296187.
- Atmaz A. Basak S., 2021, *Stock Market and No-Dividend Stocks*, „Journal of Finance”, American Finance Association, nr 77(1), s. 545–599, DOI: 10.1111/jofi.13098.
- Baker H.K., Ridder A., Rasbrant J., 2020, *Investors and Dividends Yields*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, nr 76, s. 386–395, DOI: 10.1016/j.qref.2019.09.004.
- Bhattacharya S., 1979, *Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy*, „The Bell Journal of Economics”, nr 10(1), s. 259–270, DOI: 10.2307/3003330.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., 2007, *Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „International Advances in Economic Research”, nr 13(3), s. 285–300, DOI: 10.1007/s11294-007-9077-z.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., 2008, *Performance of High Dividend Yield Investment Strategy on the Polish Stock Market 1997–2007*, „Investment Management and Financial Innovations”, nr 5(2), s. 86–92.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., 2009, *Wpływ polityki dywidendy na stopę zwrotu z akcji na polskim rynku kapitałowym*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica”, nr 226, s. 187–197.
- Cheng T. Srivastava V., Wang I., 2022, *A Case for Dividend Growth Strategies*, S&P Global, s. 1–21, www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/research-a-case-for-dividend-growth-strategies.pdf [data dostępu: 15.01.2024].
- Clemens M., 2012, *Dividend Investing: Strategy for Long-Term Outperformance*, “SSRN Electronic Journal”, s. 1–23, DOI: 10.2139/ssrn.2056317.
- Czapiewski L., Kubiak J., 2017, *Reakcje inwestorów na zapowiedzi wysokości dywidend spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse Rynki Finansowe Ubezpieczenia”, nr 86(2), s. 47–58, DOI: 10.18276/frfu.2017.86-04.
- Czerwonka L., 2010, *Wpływ zainicjowania wypłaty dywidendy na cenę akcji spółki*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 34, s. 67–85.
- Damodaran A., 2017, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Onepress, Gliwice.
- DeFusco R.A., McLeavey D.W., Pinto J.E., Runkle D.E., 2007, *Quantitative Investment Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Dielman T.E., Oppenheimer H.R., 1984, *An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, nr 19(2), s. 197–216.
- Dimson E., Marsh P.R., Staunton M., *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2008.
- Dyl E.A., Weigand R.A., 1998, *The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence*, „Financial Management”, nr 27(3), s. 27–35, DOI: 10.2307/3666272.

- Filbeck G., Visscher S., 1997, *Dividend Yield Strategies in the British Stock Market*, „The European Journal of Finance, Taylor & Francis Journals”, nr 3(4), s. 277–289, DOI: 10.1080/135184797337372.
- Frasyniuk-Pietrzyk M., Walczak M., 2014, *Wpływ informacji o wypłacie dywidendy na notowania spółek na GPW w Warszawie w latach 2006–2013*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, nr 7(45), s. 119–128.
- Fuller K.P., Goldstein M.A., 2011, *Do Dividends Matter More in Declining Markets?*, „Journal of Corporate Finance”, nr. 17(3), s. 457–473, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2011.01.001.
- Gnap M., 2022, *Market Reactions to Dividends Announcements: Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 84(2), s. 193–207, DOI: 10.14746/rpeis.2022.84.2.13.
- Gordon M.J., 1959, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, „The Review of Economics and Statistics”, nr 41, s. 99–105, DOI: 10.2307/1927792.
- Gurgul H., Majdosz, P., 2005, *Effect of Dividend and Repurchase Announcements on the Polish Stock Market*, „Operations Research and Decisions”, nr 1(1), s. 25–41, <https://ideas.repec.org/a/wut/journal/v1y2005p25-41.html> [data dostępu: 15.06.2023].
- Gray B.K. Jr., Dewar R.B., 1971, *Axiomatic Characterization of the Time-weighted Rate of Return*, „Management Science”, nr 18(2), B-32, DOI: 10.1287/mnsc.18.2.B32.
- Healy P.M., Palepu K., 1988, *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions*, „Journal of Financial Economics”, nr 21(2), s. 149–175, DOI: 10.1016/0304-405X(88)90059-1.
- Hameed A., Xie J., Zhong Y., 2024, *Preference for Dividends and Stock Returns around the World*, Working Papers 202405, s. 1–79, <https://ideas.repec.org/p/boa/wpaper/202405.html> [data dostępu: 15.06.2023].
- Holbrook J.P., 1977, *Investment Performance of Pension Funds*, „Journal of the Institute of Actuaries”, nr 104(1), s. 15–91, <http://www.jstor.org/stable/41140396>.
- Jabłoński B., 2018, *Regularność wypłaty dywidend przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie za okres 2009–2018*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 374, s. 54–70.
- Każmierska-Jóźwiak B., 2017, *Dividend Changes and Future Profitability Changes – Evidence From Polish Listed Companies*, „Ekonometria”, nr 4(58), s. 95–104, DOI: 10.15611/ekt.2017.4.06.
- Keppler M., 1991, *The Importance of Dividend Yields in Country Selection A Value Approach for Global Equity Investors*, „The Journal of Portfolio Management”, nr 17(2), s. 24–29, DOI: 10.3905/jpm.1991.409327.
- Konieczka P., 2024, *Decyzje w zakresie dywidendy a długoterminowe stopy zwrotu. Przypadek polskiego rynku akcji*, „Finanse i Prawo finansowe”, nr 1(41), s. 47–66, DOI: 10.18778/2391-6478.1.41.03.
- Lintner J., 1956, *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings*, „The American Economic Review”, nr 2, s. 97–113.

- Litzenberger R.H., Ramaswamy K., 1979, *The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence*, „Journal of Financial Economics”, nr 7(2), s. 163–195, DOI: 10.1016/0304-405X(79)90012-6.
- Michaely R., Thaler R.H., Womack K., 1995, *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?* „The Journal of Finance”, nr 50(2), s. 573–608, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04796.x.
- Miller M.H., Modigliani F., 1961, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „The Journal of Business”, nr 34, s. 411–433, DOI: 10.1086/294442.
- Miller M.H., Rock K., 1985, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, „The Journal of Finance”, nr 40, s. 1031–1051, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x.
- Mrzygłód U., Nowak S., 2017, *Market Reactions to Dividends Announcements and Payouts. Empirical Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, „Contemporary Economics”, nr 11(2), s. 187–204, DOI: 10.5709/ce.1897-9254.236.
- Nguyen K.H., 2014, *Impact of a Dividend Initiation Wave on Shareholder Wealth*, „Applied Financial Economics”, nr 24(8), s. 573–586, DOI: 10.1080/09603107.2014.892197.
- Nissim D., Ziv A., 2001, *Dividend Changes and Future Profitability*, „The Journal of Finance”, nr 56(6), s. 2111–2133, DOI: 10.1111/0022-1082.00400.
- Perepeczo A., 2013, *Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 323, s. 253–264.
- Pieloch-Babiarz A., 2015, *Dividend Initiation as a Signal of Subsequent Earnings Performance – Warsaw Trading Floor Evidence*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 381, s. 299–313, DOI: 10.15611/pn.2015.381.2.
- Pieloch-Babiarz A., 2018, *Realizacja długoterminowych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek regularnie wypłacających dywidendę*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, nr 52, s. 115–125.
- Raju R., 2020, *Implementing a Systematic Long-only Quality and Dividend (QAD) Strategy: Evidence from the Singapore Market*, SSRN, s. 1–22, DOI: 10.2139/ssrn.3549253.
- Slatter J., 1988, *Study of Industrial Averages Finds Stocks With High Dividends Are Big Winners*, „Wall Street Journal”.
- Słoński T., Zawadzki B., 2012a, *Analiza reakcji inwestorów na zmianę wielkości wypłacanej dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia”, nr 1(46), s. 125–135.
- Słoński, T., Zawadzki, B., 2012b, *The Impact of a Surprise Dividend Increase on a Stock's Performance – the Analysis of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange*, „Operations Research and Decisions”, nr 22, s. 48–54, DOI: 10.5277/ord120204.
- Spaht C., Rubin H., 2014, *Comparison of Three Investment Strategies for Financial Independence*, „Journal of Applied Business and Economics”, nr 16(6), s. 44–55.

Tuzimek R., 2012, *Wpływ wypłat dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 254, s. 333–345, oai:dbc.wroc.pl:23206.

Williams A., Miller M., 2013, *Do Stocks with Dividends Outperform the Market during Recession*, „Journal of Accounting and Finance”, nr 13(1), s. 58–69.

Zaremba A., Konieczka P., 2015, *Znaczenie stopy dywidendy w optymalizacji portfela akcji*, „Ekonomista”, nr 6, s. 857–877.

www 1, *Stopa zastąpienia – czy Polska spełnia standardy Międzynarodowej Organizacji Pracy? Ekspertyza Instytutu Emerytalnego*, 2021, <https://www.institutemerytalny.pl/wp-content/uploads/2021/02/Stopa-zast%C4%85pienia-Ekspertyza-IE-9.02.2021.pdf> [data dostępu: 20.06.2024].

www 2, <https://www.gov.pl/web/rodzina/ike-limit-wplat> [data dostępu: 15.01.2024].

www 3, <https://www.biznesradar.pl> [data dostępu: 15.01.2024].

www 4, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10, *Roczniki Giełdowe* 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 [data dostępu: 15.01.2024].