



Piotr Dąbrowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
piotr.dabrowski@ue.katowice.pl

Witold Gradoń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
witold.gradon@ue.katowice.pl

WPLYW PODATKU BANKOWEGO NA RYNEK GIELDOWY W POLSCE

Streszczenie: Wprowadzenie podatku bankowego wpłynęło wprost na sytuację finansową banków. Z uwagi na notowanie największych banków w Polsce na giełdzie papierów wartościowych i wagę sektora bankowego na warszawskim parkiecie, naturalne było pytanie o to, czy, a jeśli tak, to na ile wprowadzenie tego podatku wpłynęło na ogólną sytuację i nastroje panujące na polskim rynku giełdowym. Próba odpowiedzi na to pytanie stanowi cel niniejszego artykułu. W badaniach ustalano, czy pogorszenie sytuacji finansowej banków w wyniku wprowadzenia podatku bankowego ma wpływ na rynek giełdowy, czy też zjawisko to zostało szybko zdyskontowane i w dłuższym horyzoncie czasowym nie wpływa na zachowanie walorów na GPW. Weryfikacji poddano następującą hipotezę: podatek bankowy oddziałujący na kondycję finansową banków nie wpływa na rynek giełdowy. Hipoteza pomocnicza głosi, że sektor bankowy stanowi istotny (dominujący) sektor GPW w Warszawie.

Słowa kluczowe: podatek bankowy, wycena banków, giełda papierów wartościowych, wskaźnik beta.

JEL Classification: G140, G180.

Wprowadzenie

Wprowadzony w lutym 2016 r. podatek bankowy jest powszechnie traktowany jako dodatkowe obciążenie instytucji kredytowych, negatywnie wpływające na ich kondycję finansową¹. Tym samym podmioty obciążone tym podatkiem są postrzegane przez inwestorów na rynku kapitałowym jako spółki o obniżo-

¹ Celem podatku bankowego, według jego twórców, jest pozyskanie dodatkowego źródła finansowania wydatków budżetowych, w szczególności wydatków społecznych [www 1].

nych perspektywach dywidendowych, osłabionej konkurencyjności, a także mogące wykazywać niesatysfakcjonujące wyniki finansowe. Jest to szczególnie istotne w przypadku banków notowanych na rynkach giełdowych, których wartość jest weryfikowana przez rynek.

Celem niniejszego opracowania jest zbadanie ewentualnego wpływu podatku bankowego na kształtowanie się rynku giełdowego w Polsce, weryfikacji poddano zatem hipotezę główną i pomocniczą. Główna zakłada, że podatek bankowy oddziałujący na kondycję finansową banków nie wpływa na rynek giełdowy, podczas gdy pomocnicza głosi, iż sektor bankowy stanowi istotny segment rynku na GPW w Warszawie SA. Okres badawczy poddany analizie obejmuje lata 2008-2016.

1. Podatek bankowy a wartość banku

Nałożenie dodatkowego obciążenia podatkowego na banki i wynikające z tego tytułu negatywne konsekwencje powinny znaleźć swe odzwierciedlenie w ich wycenie. Na gruncie rozważań czysto teoretycznych można przyjąć, że w przypadku szacowania wartości banku znajdują zastosowanie wszystkie modele wyceny stosowane wobec przedsiębiorstw. Uwzględniając jednak specyfikę przedmiotu prowadzonej przez bank działalności, przyjmuje się, że do najczęściej wykorzystywanych metod szacowania wartości zalicza się metody [Gradoń, 2016, s. 191]:

1. Wartości księgowej, w tym:
 - wartości odtworzeniowej,
 - wartości likwidacyjnej.
2. Rynkowe mnożnikowe:
 - P/E – wskaźnik cena akcji do zysku na akcję,
 - P/BV – wskaźnik wartości rynkowej do księgowej.
3. Rynkowe dochodowe:
 - DCF – zdyskontowane przepływy pieniężne,
 - zysk rezydualny.

Metody te charakteryzują się różnymi cechami przesądzającymi o ich realnej wartości informacyjnej na temat rzeczywistej wartości banku [Śledzik, 2011, s. 23]. Zważywszy na wpływ podatków (w tym podatku bankowego) na poziom przyszłych przepływów pieniężnych w banku, wydaje się, że w praktyce gospodarczej powinny być rekomendowane do wyceny banków rynkowe metody dochodowe, ponieważ są one najbardziej wrażliwe na konsekwencje wynikające z wprowadzenia tego typu obciążenia finansowego.

W stosunku do banków notowanych na giełdach papierów wartościowych – co jest istotne z punktu widzenia podjętych w niniejszym opracowaniu rozważań – można zastosować także jeszcze jedną metodę wyceny, której dokonuje na bieżąco rynek. W tym przypadku wartością banku jest tzw. kapitalizacja, czyli iloczyn wartości rynkowej akcji i ilości akcji. O ile kluczową zaletą wyceny rynkowej jest łatwość jej ustalenia i interpretacyjna (czyli informacja o cenie, którą faktycznie można uzyskać za akcje banku w danej chwili), to nie można pominąć istotnych wad, jakie wiążą się z wyceną rynkową. Chodzi głównie o podatność na krótkoterminowe zawirowania na parkiecie, silny wpływ aktualnych nastrojów wśród inwestorów oraz typowe czynniki o charakterze spekulacyjnym. Wady te w istotny sposób mogą wypaczyć wartość banku, która nie będzie rzetelnie odzwierciedlała jego rzeczywistego standingu finansowego.

Wydaje się, że tzw. wycena fundamentalna daje bardziej zobiektywizowany szacunek wartości banku. W podejściu tym takie elementy, jak wahania koniunkturalne czy pozycje pozabilansowe, mają bowiem mniejsze znaczenie, a podstawowym wyznacznikiem wartości rynkowej staje się zdolność banku do generowania dochodu, począwszy od dzisiaj do nieskończoności. Najczęściej proponowaną metodą wyceny wartości fundamentalnej spółek giełdowych jest więc metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow* – DCF), zgodnie z którą bank wart jest tyle, ile przyniesie dochodu w bliżej nieokreślonym czasie. Wycenę metodą dochodową można przeprowadzić z uwzględnieniem zdyskontowanych dochodów ekonomicznych, przez które można rozumieć [Szczepankowski, 2007, s. 227]:

- przyszłe dywidendy (tzw. metoda dywidendowa), albo
- przyszłe wolne strumienie pieniężne (ang. *Discounting Cash Flows* – DCF), albo
- możliwy do osiągnięcia tzw. zysk ekonomiczny (rezydualny) nazywany również ekonomiczną wartością dodaną (EVA).

2. Założenia metodyczne przeprowadzonych badań

Podjmując się próby ustalenia wpływu podatku bankowego na sytuację panującą na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, należy wskazać ten jej obszar, w którym wpływ ten byłby najbardziej widoczny i znaczący. Możliwe implikacje przedmiotowego podatku na sytuację panującą na rynku papierów wartościowych można rozpatrywać na przykład z punktu widzenia:

- wolumenu emisji i obrotu wtórnego na giełdzie,
- nowego modelu sprawowania nadzoru na rynkiem giełdowym,

- nowych wymogów informacyjnych nakładanych na emitentów,
- nowych regulacji prawnych rynku kapitałowego (giełdowego).

Zdaniem autorów ocena wpływu podatku bankowego na rynek giełdowy będzie jednak miała dużą wartość poznawczą wówczas, gdy analizie zostanie poddany ów wpływ na wielkość kapitalizacji całej giełdy papierów wartościowych. Z powodu potencjalnie negatywnego oddziaływania podatku bankowego na postrzeganie sektora bankowego przez inwestorów możliwa jest znacząca deprecjacja wyceny instytucji finansowych, a tym samym spadek poziomów indeksów giełdowych, w których swój udział mają banki.

Przystępując do analizy wpływu podatku bankowego, a co za tym idzie – pogorszenia wyników finansowych banków na wielkość kapitalizacji rynku giełdowego, należy w pierwszej kolejności ustalić rangę sektora bankowego na rynku giełdowym mierzoną udziałem jego kapitalizacji w całym rynku giełdowym. Niewielki udział nawet przy dużych spadkach cen akcji banków nie wywrze istotnego wpływu na wielkość kapitalizacji GPW jako całości. Przyjmując natomiast udział na poziomie znaczącym, ustalenie skali oddziaływania sektora bankowego na ogólną sytuację na rynku giełdowym można zmierzyć współczynnikiem korelacji lub współczynnikiem beta między indeksem giełdowym a branżowym. Konieczne jest zatem obliczenie zarówno szerokiego indeksu giełdowego, jak i branżowego dedykowanego sektorowi bankowemu.

W przeprowadzonych badaniach reakcji rynku papierów wartościowych na podatek bankowy skupiono się na rynku organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Dokonano zatem analizy wzajemnej zależności indeksów giełdowych (indeks „szerokiego” rynku WIG oraz indeks blue-chipów WIG20), a także indeksu bankowego (WIG-BANKI). Miarą, którą wybrano do odzwierciedlenia istnienia zależności pomiędzy dwoma (lub więcej) indeksami, jest współczynnik beta.

W celu weryfikacji hipotezy głównej: podatek bankowy oddziałujący na kondycję finansową banków nie wpływa na rynek giełdowy, dokonano oceny zmian współczynnika beta w okresie wprowadzania podatku bankowego, analizując historyczną wartość współczynnika beta w poszczególnych latach (2008-2016) w relacji WIG-BANKI/WIG oraz WIG-BANKI/WIG20. Jednocześnie dokonano wizualnej analizy zmian (trendów) stóp zwrotu z indeksów WIG20 i WIG-BANKI na podstawie interwałów tygodniowych w latach 2008-2016.

Warto zauważyć, że udział indeksu WIG-BANKI w indeksie WIG wynosi niemal 30%, a w indeksie WIG20 oscyluje w granicach 35%, o czym należy pamiętać przy wyznaczaniu współczynnika beta i jego interpretacji. Jednak w przeprowadzonych badaniach nie jest istotna sama wartość współczynnika

beta, lecz jego zmiana w czasie i porównanie w różnych okresach. Dlatego też nie dokonywano dodatkowych korekt w formule wyznaczania współczynnika beta ani nie korygowano analizowanych indeksów giełdowych, np. poprzez usunięcie spółek sektora bankowego z WIG20 lub WIG.

Hipoteza pomocnicza: sektor bankowy stanowi istotny segment rynku na GPW w Warszawie, została zweryfikowana na podstawie analizy relacji kapitalizacji sektora bankowego do kapitalizacji ogółem i kapitalizacji WIG20. Ponadto analizie poddano udział w obrotach poszczególnych banków i całego sektora bankowego w transakcjach ogółem, co pozwala ocenić istotność składników WIG-BANKI w całym publicznym rynku kapitałowym w Polsce.

Wszelkie dane historyczne pochodzą ze strony GPW lub domów maklerskich (DM BOŚ SA) będących oficjalnymi dystrybutorami danych giełdowych. Wyniki badań prezentują stan na 11.05.2016.

3. Wyniki badań

3.1. Istotność sektora bankowego na GPW

Sektor bankowy jest na warszawskiej GPW najsilniejszy spośród wszystkich sektorów – zarówno pod względem kapitalizacji, jak i obrotów. Druga i kolejne pozycje na liście sektorów są ponad dwukrotnie mniejsze w zakresie wartości akcji i zainteresowania transakcyjnego inwestorów (tabela 1).

Tabela 1. Kapitalizacja i obroty sektorów na GPW w Warszawie

Indeks GPW	Kapitalizacja (mld PLN)	Udział w obrotach GPW (%)
WIG	248,0	99,4
WIG20	160,0	77,0
WIG-BANKI	68,0	39,6
WIG-PALIWA	33,0	16,7
WIG-ENERGIA	19,0	12,0
WIG-SUROWCE	10,3	11,0
WIG-INFORMATYKA	9,1	3,9
WIG-CHEMIA	7,5	3,5
WIG-MEDIA	6,2	2,5
WIG-DEWELOP	5,7	1,0
WIG-TELEKOM	5,0	3,2
WIG-BUDOWNICTWO	4,8	0,7
WIG-SPOŻYWCZY	4,8	1,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych historycznych GPW.

Kapitalizacja sektora bankowego reprezentowanego indeksem WIG-BANKI oscyluje w okolicy 70 mld PLN, co stanowi niemal 30% wartości kapitalizacji indeksu „szerokiego” rynku oraz 42% indeksu największych spółek. Jednocześnie prawie 40% obrotu rynku kasowego GPW jest realizowane na akcjach banków, przy czym banki wiodą prym wśród blue-chipów, z ich udziałem odbywa się bowiem ponad połowa średniego dziennego obrotu na WIG20.

Kolejne liczące się branże pod względem kapitalizacji i obrotów to paliwa, energetyka, surowce i ewentualnie informatyka. Ich zsumowana wartość akcji jest bliska wartości wszystkich banków notowanych na warszawskim parkiecie lub okresowo nieznacznie ją przewyższa. Natomiast łączna wartość ich obrotu jedynie dorównuje zainteresowaniu wyrażonemu obrotem, jaki mają banki.

Daje się zauważyć, że udział sektora bankowego jest dominujący na polskim parkiecie (można go więc uznać za znaczący), co pozwala stwierdzić, że spadek wartości banków wskutek wprowadzenia podatku bankowego powinien znaleźć swe odzwierciedlenie w spadku kapitalizacji całej giełdy.

Ciekawe wnioski można również wyciągnąć, zagłębiając się w skład indeksu WIG-BANKI (tabela 2).

Tabela 2. Skład indeksu WIG-BANKI

Lp.	Bank	Wartość rynkowa mld PLN	Udział w portfelu WIG-BANKI (%)	Udział w obrotach na sesji (%)	Przynależność do indeksu
1	PKO BP	21,17	30,89	17,17	WIG20
2	PEKAO	20,09	29,31	10,47	WIG20
3	BZWBK	8,10	11,81	3,44	WIG20
4	MBANK	4,14	6,03	1,99	WIG20
5	INGBSK	3,93	5,73	0,83	mWIG40
6	ALIOR	3,67	5,35	1,79	WIG20
7	MILLENNIUM	2,88	4,19	2,35	mWIG40
8	HANDLOWY	2,41	3,52	0,31	mWIG40
9	GETINOBLE	0,62	0,90	1,20	mWIG40
10	IDEABANK	0,39	0,57	0,00	sWIG80
11	UNICREDIT	0,38	0,56	0,01	
12	GETIN	0,34	0,49	0,11	sWIG80
13	BANKBPH	0,29	0,43	0,00	sWIG80
14	BOS	0,14	0,20	0,00	
15	SANTANDER	0,01	0,02	0,00	
	ŁĄCZNIE	68,56	100	39,67	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych historycznych GPW.

Na giełdzie dominującą pozycję mają PKO BP SA oraz PEKAO SA, których kapitalizacja jest większa niż zsumowana kapitalizacja pozostałych banków – ich udział w indeksie sektorowym przekracza 60%. Podobnie rzecz się ma z obrotami,

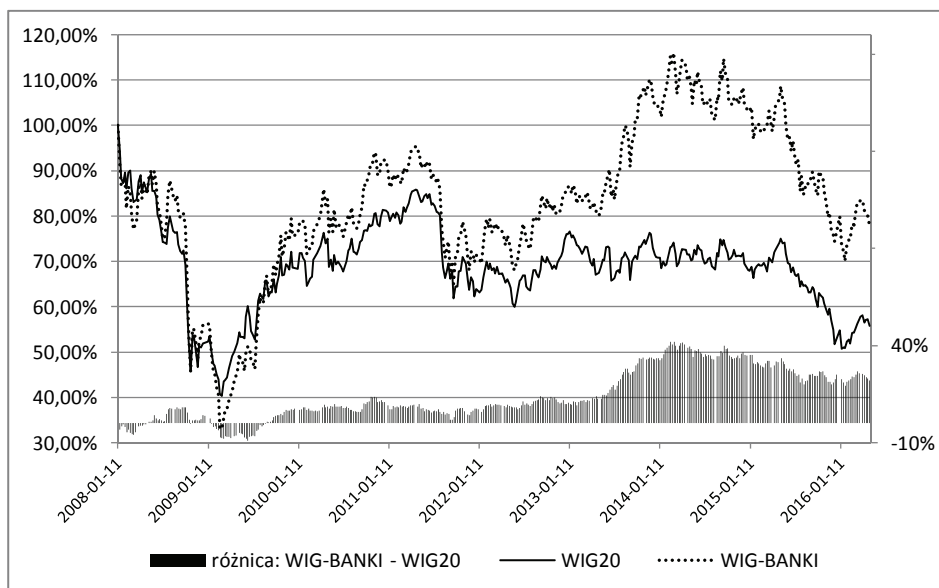
gdzie szczególną pozycję ma PKO BP SA, na którego akcjach realizuje się codziennie ponad 17% obrotu całego rynku, a w kontekście samego indeksu WIG-BANKI – ponad 43%. Drugi w kolejności jest PEKAO SA, którego obrót jest równy zsumowanemu obrotowi na wszystkich pozostałych bankach.

W skład indeksu WIG20 wchodzi oprócz PKO BP SA i PEKAO SA jeszcze 3 banki: BZWBK SA, MBANK SA i ALIOR BANK SA. Jednak należy mieć na uwadze, że liczebność przedstawicieli sektora bankowego w najważniejszym polskim indeksie byłaby większa, gdyby nie formalne ograniczenia indeksu WIG20 polegające na dopuszczeniu nie więcej niż pięciu spółek z danego sektora.

3.2. Wpływ podatku bankowego na GPW SA

Współczesne światowe rynki finansowe charakteryzują się zbliżonym zachowaniem, szczególnie w średnim terminie, czyli w perspektywach nieco dłuższych niż rok. Jednocześnie w ramach każdego z rynków, i dotyczy to także warszawskiego parkietu, większość spółek zachowuje się podobnie, jeśli chodzi o kierunki i dynamikę zmian cen. Niezmiernie rzadko zdarzają się sytuacje, w których któraś z notowanych spółek jest w opozycji do pozostałych, chyba że są to przypadki okazjonalne i najczęściej krótkoterminowe. Nie inaczej jest z bankami, które wykazują silną korelację z resztą rynku.

Na rysunku 1 przedstawiono zmiany procentowe poziomów indeksów WIG20 i WIG-BANKI względem przyjętego okresu bazowego (4.01.2008) wraz z uwypukleniem różnicy pomiędzy wykresami (histogram pod wykresami ze skalą po prawej stronie). Dokonując analizy wizualnej, z łatwością można zauważyć, że w latach 2008-2012 bankowy indeks sektorowy niemal replikował WIG20. Zmiany nastąpiły w połowie 2012 r., od kiedy to banki w długookresowej perspektywie zaczęły się zachowywać lepiej niż rynek. Istotna poprawa sytuacji cen spółek z sektora bankowego względem przyjętego okresu bazowego nastąpiła w 2013 r., natomiast później kierunki i dynamika trendów wyrównały się z indeksem blue-chipów i tak pozostało do dziś. Owszem, w całym 2015 r. spadek WIG-BANKI był nieco bardziej dynamiczny niż WIG20, ale trudno to przypisywać bezpośrednio zapowiedziom wprowadzenia podatku bankowego, tym bardziej że aż do jesiennych wyborów parlamentarnych nie była to informacja pewna. W takich sytuacjach, nawet jeśli rynek reaguje dynamicznie na wpływające informacje, nie są to reakcje długookresowe, toteż dynamicznego trendu spadkowego w całym 2015 r. nie można utożsamiać wyłącznie z planami wprowadzenia dodatkowych obciążeń w sektorze instytucji kredytowych.

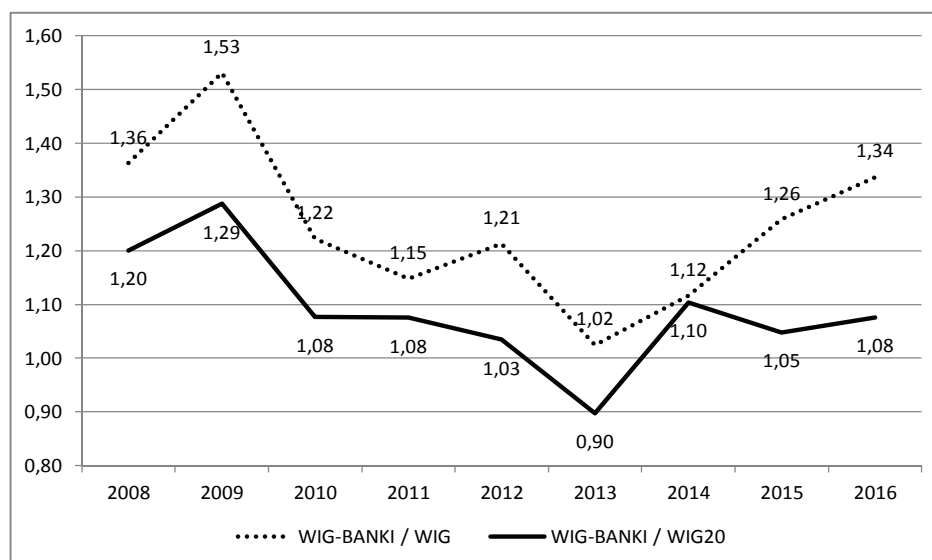


Rys. 1. Relacja trendów WIG-BANKI i WIG20

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych historycznych GPW.

Szczegółowym i ilościowym potwierdzeniem powyższego jest analiza zmian współczynnika beta w poszczególnych okresach na przestrzeni lat 2008-2016.

Na rysunku 2 przedstawiono współczynniki beta wyznaczone na podstawie danych historycznych w interwałach rocznych. Z obliczeń jasno wynika, że w okresie najsilniejszej fali kryzysu – w latach 2008-2009 – dynamika zmian cen banków była wyraźnie silniejsza niż głównych indeksów warszawskiej giełdy, co nie jest szczególnym zaskoczeniem z uwagi na fakt, że to właśnie sektor bankowy był przyczyną zachwiania stabilności. Po 2010 r. sytuacja się uspokoiła, chociaż od 2013 r. daje się zauważyć trend wzrostowy współczynnika beta, a więc zwiększenie dynamiki zmian cen banków względem indeksów WIG i WIG20.



Rys. 2. Współczynnik beta mierzony w interwałach rocznych dla WIG-BANKI względem WIG i WIG20

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych historycznych GPW.

Analizując współczynnik beta z perspektywy wprowadzania podatku bankowego, należy zauważyć, że dynamika wzrostu współczynnika beta dla WIG-BANKI względem WIG nie zmieniła się ani w 2015 r., ani w 2016 r. Natomiast relacja WIG-BANKI i WIG20 wyrażona betą może być zaskakująca, gdyż w 2015 r. sektor bankowy „wyrównał” zachowanie z indeksem największych spółek. Trend spadkowy cen banków był zbieżny z ogólnie panującą na rynku tendencją, więc nie ma jakichkolwiek podstaw, by sądzić, że podatek bankowy istotnie pogorszył sytuację banków w oczach inwestorów.

Podsumowanie i wnioski

Przedstawione wyniki badań zdecydowanie zaprzeczają, jakoby wprowadzenie podatku bankowego miało jakikolwiek średnio- lub długookresowy wpływ na rynek kapitałowy w Polsce – nie odnotowano bowiem nadzwyczajnych zmian cen banków notowanych na GPW w Warszawie po ogłoszeniu lub wprowadzeniu podatku bankowego. Naturalnie w perspektywie *intraday* inwestorzy reagowali na pojawiające się informacje o nowym obciążeniu dla banków, co wywoływało pojedyncze *piki* na wykresach cenowych, jednak ich reakcje

nie różniły się niczym od reakcji na innego typu wieści ze spółek i nie przełożyły się na długoterminowe zmiany w profilu rynku.

Zachowanie cen rynkowych banków wskazuje, że inwestorzy nie przestraszyli się potencjalnie gorszych wyników finansowych całego sektora bankowego, a spadające ceny na parkiecie warszawskiej GPW nie były wynikiem nowo wprowadzanego obciążenia fiskalnego.

Literatura

Gradoń W. (2016), *Pomiar wartości banku* [w:] M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak (red.), *Kreowanie wartości banku*, CeDeWu, Warszawa.

Kowalski J. (2000), *Ryzyko w inwestowaniu*, PWE, Warszawa.

Malinowski A. (2005), *Wstęp do ekonometrii*, „Państwo i Prawo”, nr 10.

Nowak M. (2000), *Ryzyko inwestowania w nieruchomości* [w:] A. Malinowska (red.), *Ryzyko w inwestowaniu*, PWE, Warszawa.

Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzane wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Śledzik K. (2011), *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa banków giełdowych*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.

Ustawa z dnia 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze. Dz.U. z 2003 r., nr 188, poz. 18 z późn. zm.

[www 1] *Podatek bankowy. KNF: banki zapłaciły dotąd ponad miliard złotych*, www.money.pl (dostęp: 12.07.2016).

[www 2] www.msz.gov.pl (dostęp: 17.02.2012).

IMPACT OF TAX BANKING ON STOCK EXCHANGE MARKET IN POLAND

Summary: Implementation of a bank tax has directly influenced on banks' financial situation. Due to the fact, that the largest banks in Poland are listed on the stock exchange and the importance of banking sector on the Warsaw Stock Exchange, it was a natural question whether, and if so to what extent implementation of this tax has impacted on overall situation and moods on the Polish stock market. Results of conducted research, which aimed at determining an impact of deterioration of financial condition of banks, as a result of a bank tax implementation, on the stock market, which are presented in the study, indicate that it is difficult to notice an impact of a bank tax on stock market in Poland.

Keywords: bank tax, valuation of banks, the stock exchange, the rate of beta.