

# Paweł Witkowski

---

## Polityka dywidendowa na GPW w Warszawie w kontekście kryzysu finansowego

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 28, 217-231

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

**Paweł Witkowski**

Uniwersytet Szczeciński

## **POLITYKA DYWIDENDOWA NA GPW W WARSZAWIE W KONTEKŚCIE KRYZYSU FINANSOWEGO**

### **Streszczenie**

Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy, że przedsiębiorstwa w czasie zachwiania gospodarczego ograniczają wypłacanie dywidend. Pragnąc zweryfikować powyższą hipotezę, wykonano ocenę wpływu kryzysu finansowego na: liczbę spółek dywidendowych, relację spółek dywidendowych do spółek ogółem, a także na wskaźnik wypłaty dywidendy.

**Słowa kluczowe:** polityka dywidendowa, kryzys finansowy, cel przedsiębiorstwa.

### **Wprowadzenie**

Powszechnie przyjmuje się, że głównym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja finansowych korzyści (majątku) właścicieli<sup>1</sup>. W ujęciu perspektywicznym cel ten określa się jako „zachowanie i utrwalenie zdolności przedsiębiorstw do kreowania zysku”. W czasach kryzysu cel ten ma bardziej dosadne znaczenie, gdyż sprowadza się do celu egzystencjalnego, kiedy to najważniejsze

---

<sup>1</sup> E.F. Brigham, J.F. Houston, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005, s. 38.

staje się zachowanie płynności finansowej<sup>2</sup>. Wydaje się zatem, że w okresach niestabilności gospodarczej, gdy pozyskanie kapitału jest ekstremalnie utrudnione, spółki powinny rezygnować bądź co najmniej ograniczać wypłacanie dywidend. Z racji charakteru kryzysu finansowego 2007–2010, który zwykle określać się mianem „kryzysu płynności”, powinno być to szczególnie widoczne w tym okresie.

Od roku 1961, gdy to Modigliani i Miller (MM) opublikowali swój jeden z najczęściej cytowanych artykułów, w którym dowiedli brak jakiegokolwiek znaczenia polityki dywidendowej, wytworzyły się trzy współistniejące obozy – w myśl omawianej teorii – polityczne. Główne zarzuty wobec teorii MM dzieli się czasem na tzw. wielką trójkę, do której zalicza się: podatki, koszt agencji i asymetrię informacji, oraz na tzw. małą trójkę, czyli koszty transakcyjne, koszty emisji nowych akcji (*flotation cost*) i nieracjonalność inwestorów<sup>3</sup>. W przypadku kryzysu wydaje się, że problem nie istnieje, gdyż nie chodzi o maksymalizację wartości, ale o przetrwanie za wszelką cenę. Nie można natomiast powiedzieć, że zatrzymanie zysku netto jest najlepszym wyjściem, aczkolwiek z całą pewnością pożądanym z racji niepewności co do najbliższych lat. Trzeba jednak zauważyć, że spółki stosujące politykę stałej dywidendy są w pewnego rodzaju pułapce. Jeżeli uznamy za teorię sygnalizacji, że inwestorzy interpretują zmiany dywidendy jako informację o sytuacji firmy, to obawy władz spółki przed paniką wywołaną niewypłaceniem dywidendy bądź zmniejszeniem wskaźnika wypłaty dywidendy w czasie kryzysu finansowego – gdy nieracjonalność i panika rządzą rynkiem – jest w pełni uzasadnione. Wydaje się, że największym wyzwaniem dla współczesnych menedżerów jest zwiększenie znaczenia miękkich elementów podejmowania decyzji. Celem niniejszego artykułu nie jest odpowiedź na pytanie, dlaczego spółki wypłacają dywidendy, tylko czy spółki w czasach zagrożenia zachowywały się odpowiedzialnie. A jeżeli nie, czy może to być powodem innego definiowania odpowiedzialności, czy też o wiele łagodniejszego charakteru kryzysu niż uważano? Szczególne miejsce w analizie zajęła polityka dywidendowa banków.

---

<sup>2</sup> Przedsiębiorstwa za jeden z podstawowy problemów w obliczu kryzysu uznały utrzymanie płynności, przy czym małe i mikroprzedsiębiorstwa uznały ten problem za największy. Zob. P. Masiukiewicz, *Relacje przedsiębiorstwa i banku w kryzysie*, <http://www.sgh.waw.pl/katedry/karik/Referaty/Referat9/>.

<sup>3</sup> K.H. Baker, *Dividends and dividends Policy*, Willey, New Jersey 2009, s. 121.

Aby móc właściwie ocenić wpływ kryzysu finansowego na politykę dywidendową, niezbędny jest punkt odniesienia. Dlatego też badaniu poddano znacznie dłuższy okres niż tylko czas kryzysu finansowego, a mianowicie lata 1997–2009<sup>4</sup>. Symptomów kryzysu finansowego doszukiwano się zatem w odstępstwach od tendencji nakreślonej przez historię polityki dywidendy. Badaniu poddano wszystkie spółki, których akcje były notowane w tym okresie na GPW w Warszawie, a informacje pochodziły z baz danych firmy Notoria SA. Pragnąc udowodnić postawioną hipotezę – że przedsiębiorstwa w czasie kryzysu ograniczają wypłacanie dywidend – w sposób bardziej złożony, podzielono badanie na cztery etapy:

1. Ocena wpływu niestabilności gospodarczej na liczbę spółek dywidendowych.
2. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wielkość sumy zysku netto, sumy wypłaconych lub zadeklarowanych dywidend oraz wzajemnych relacji tych wielkości.
3. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wskaźnik wypłaty dywidend.
4. Ocena polityki dywidendowej banków jako instytucji szczególnie narażonych na utratę płynności podczas kryzysu finansowego.

Na każdym etapie badania starano się odnaleźć potwierdzenie bądź zaprzeczenie postawionej hipotezy.

## **1. Ocena wpływu niestabilności gospodarczej na liczbę spółek dywidendowych**

Mając na celu przetrwanie tak trudnego okresu, jakim jest kryzys finansowy, przedsiębiorstwa powinny zatrzymywać kapitał na tzw. czarną godzinę. Wydaje się całkiem logiczne oczekiwanie, że liczba spółek wypłacających dywidendę powinna być równa bądź bliska zero. Oczywiście byłoby to dosyć naiwne oczekiwanie, aczkolwiek oczekiwanie widocznej zmiany stosunku liczby spółek dywidendowych do spółek ogółem powinno być zauważalne. Poniżej przedstawiono wyniki analizy regresji liczby spółek dywidendowych, przyjmując za zmienne objaśniające liczbę spółek ogółem oraz zmienną zero-jedyn-

---

<sup>4</sup> W badaniu nie uwzględniono roku 2010 mimo posiadania danych, gdyż dane te budziły wątpliwości. Z alternatywnych źródeł, które co prawda nie mają charakteru bazy danych, wynikało, że znacznie więcej spółek zadeklarowało bądź wypłaciło dywidendy w roku 2010.

kową. W przypadku występowania kryzysu zmienna zero-jedynkowa przyjmowała wartość 1<sup>5</sup>, a w pozostałych 0.

Warto zauważyć, że liczba spółek dywidendowych jest silnie związana z liczbą spółek ogółem. Jak wynika z wartości zamieszczonych w tabeli 1, wyniki regresji potwierdzają wpływ liczby spółek ogółem oraz zmiennej sztucznej na liczbę spółek dywidendowych. Można zatem powiedzieć, że na każde cztery spółki notowane na GPW jedna wypłacała dywidendę. Niestety nie można powiedzieć, że na każde cztery nowe spółki jedna będzie wypłacać dywidendę, gdyż analiza regresji przy uwzględnieniu liczby debiutów i wycofań nie potwierdza tego wniosku, nawet przy przesunięciach czasowych. Wynikać to może z małej liczby obserwacji lub różnego momentu, w którym konkretne spółki decydują się na wypłatę dywidend. Można rzec, że okres potrzebny do osiągnięcia dojrzałości (w myśl teorii cyklu życia teorii dywidend), kiedy spółka wypłaci dywidendy, jest dla każdej spółki inny. Taki wniosek przemawia na korzyść hipotezy alternatywnej. Co istotne, analiza potwierdza wpływ kryzysu na liczbę spółek dywidendowych. Wpływ kryzysu finansowego wpływa ujemnie na liczbę spółek dywidendowych, co też było oczekiwane.

Tabela 1. Wyniki analizy regresji

Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: zmn2 (arkusz 1) R = ,97263478 R <sup>2</sup> = ,94601842 Skoryg. R2= ,93522211 F(2,10) = 87,624 p < ,00000 Błąd std. estymacji: 5,6362				
Zmienna	b	S(x)	t(11)	p
Wyraz wolny	-16,6436	6,267226	-2,65566	0,024078
Liczba spółek	0,3445	0,026896	12,80963	0,000000
Zmienna dummy	-15,9458	3,753293	-4,24848	0,001694

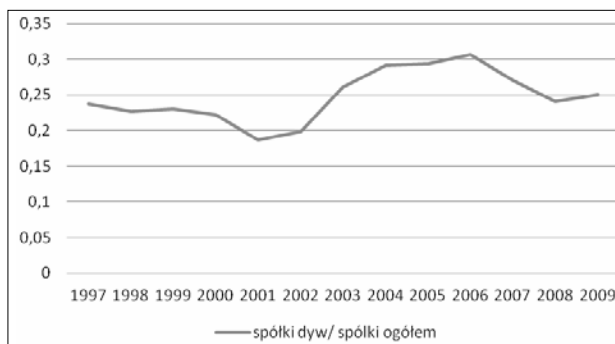
Źródło: opracowanie własne.

Przyjrzyjmy się jednak bliżej tym zmianom. Jak można zobaczyć na rysunku 1, linia trendu jest delikatnie dodatnio nachylona. Warto zauważyć, że udział spółek dywidendowych w dwóch podokresach uległ znacznemu obniżeniu, a konkretnie w latach 2000–2001, czyli w okresie spowolnienia gospodarczego, oraz w latach 2007–2008, czyli w początkowej fazie kryzysu finansowego. O ile w przypadku roku 2001 liczba spółek dywidendowych spadła

<sup>5</sup> Przyjęto, że lata 2000–2002 oraz 2007–2009 były okresami problemów gospodarczych.

o 14%, o tyle w 2007 roku spadek udziału liczby spółek dywidendowych w spółkach ogółem wynika z niższego tempa wzrostu liczby spółek dywidendowych niż spółek ogółem.

Rysunek 1. Stosunek spółek dywidendowych do liczby spółek ogółem



Źródło: opracowanie własne.

Liczba spółek dywidendowych w 2007 roku nie spadła, lecz wręcz przeciwnie, wzrosła. Natomiast w 2008 roku co prawda liczba spółek dywidendowych spadła, ale zaledwie o 5%. Nie jest to tak silny wpływ, jakiego byśmy oczekiwali, ale nie zmienia to jednak faktu, że kryzys finansowy wpływa na liczbę spółek wypłacających dywidendę.

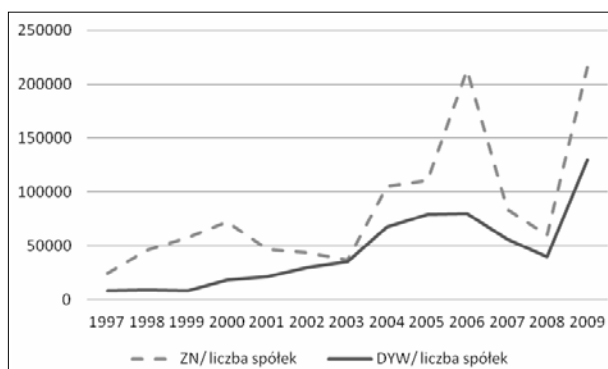
## 2. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wielkość sumy zysku netto, sumy wypłaconych lub zadeklarowanych dywidend oraz wzajemnych relacji tych wielkości

W kolejnym etapie analizie poddano zysk netto, wielkość wypłaconej dywidendy oraz relację tych dwóch zmiennych. Z powyższych wielkości wyeliminowano wpływ ujemnego zysku netto i obserwacji odstających. Obserwacje odstające zostały zdefiniowane jako obserwacje, które są oddalone o więcej niż trzy odchylenia od średniej, przy czym czyszczenia dokonano dwukrotnie.

Z rysunku 2 wynika, że wielkość dywidendy jest silnie związana z wielkością zysku netto. Ponadto wykres przedstawia ewolucję poglądów na temat

stopy wypłat dywidendy przez spółki<sup>6</sup>. Od początku badanego okresu aż do roku 1999 firmy stosowały politykę stałej dywidendy. Od roku 1999 aż do 2003, w którym wypłacona dywidenda zrównała się z wypracowanym zyskiem netto, firmy stosowały politykę stałego wzrostu stopy dywidendy. Od roku 2003 przedsiębiorstwa stosują docelową stopę wypłat dywidend (model Lintnera)<sup>7</sup>, która wynosiła około 65% wielkości zysku netto. Jedynie w roku 2006 stopa wypłaty dywidendy wyniosła 36%, lecz sytuacja ta nie zaprzecza przedstawionej polityce, gdyż Lintner uwzględnił w swoich wnioskach dążenie do wygładzania dywidendy (firmy biorą pod uwagę tylko długofalowe zmiany poziomu zysku)<sup>8</sup>.

Rysunek 2. Oczyszczony zysk netto na spółkę i dywidenda na spółkę w latach 1997–2009



Źródło: opracowanie własne.

Odnosząc się do znaczenia tej daty, można wspomnieć, że inwestorzy zachowujący się zgodnie z teorią sygnalizacji otrzymaliby kolejny dowód słuszności ich zachowania. Na powyższym wykresie wpływ kryzysu finansowego jest bardzo widoczny, szczególnie poprzez drastyczny spadek sumy zysków

<sup>6</sup> Z racji że prezentowane są suma zysku netto i suma wielkości dywidendy, możemy mówić o ewolucji poglądów znaczących spółek. Mimo korekty zysk netto 20% spółek stanowił 80% zysku netto wszystkich spółek, które wypłaciły bądź zadeklarowały wypłatę dywidendy. Zupełnie przypadkowo relacja ta jest zgodna z zasadą Pareto.

<sup>7</sup> Por. M. Sierpińska, *Polityka dywidendowa w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 95–100.

<sup>8</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1999, s. 578.

netto i sumy wielkości dywidend. Można ponadto zauważyć, że w 2006 roku spółki zachowały dużą część zysku (niski poziom stopy wypłaty dywidendy), co mogło być sygnałem zbliżających się problemów lub wygładzania dywidend. W roku 2007 i 2008 wartość dywidendy w odniesieniu do wcześniejszych lat znacznie spadła. Stosunek sumy dywidendy do sumy zysku netto w okresie kryzysu nie uległ zmianie, co przeczy postawionej hipotezie, aczkolwiek wnioski dotyczą przede wszystkim 20% przedsiębiorstw, które wypracowały w tych latach największe zyski netto. Aby sprawdzić, czy ewolucja ta miała odmienny charakter w przypadku mniejszych firm, należałoby np. odcinać kolejne górne decyle i sprawdzać, czy zjawisko się powtarza. W dalszej części artykułu w pewnym stopniu uzupełniono te wnioski, wykorzystując wskaźnik wypłaty dywidend.

Podsumowując tę część analizy, należy stwierdzić, że kryzys finansowy wpłynął na wielkość wypłaconej dywidendy, jak i na wielkość zysku netto.

### 3. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wskaźnik wypłaty dywidend

Po określeniu wpływu kryzysu finansowego na liczbę spółek wypłacających dywidendę, który to wpływ nie był tak duży, jak oczekiwano, oraz określeniu wpływu kryzysu finansowego na stosunek wielkości dywidendy i zysku netto znacznych spółek, należy ocenić wpływ kryzysu na tę relację dla wszystkich spółek. Do oceny tej relacji wykorzystano wskaźnik wypłaty dywidend.

$$\text{wskaźnik wypłaty dywidendy} = \frac{\text{dywidenda}}{\text{zysk netto}}$$

Wartość wskaźnika została wyliczona dla każdej spółki z osobna, statystyki opisowe wyliczonych wskaźników w poszczególnych latach przedstawiono w tabeli 2.

Ze wstępnej analizy wynika, że badana cecha charakteryzuje się skrajną asymetrią raz lewo-, a raz prawostronną w różnych latach, a także wysokim wskaźnikiem skupienia, wyjątkiem jest rok 2003. Wartości wskaźnika wahają się od -26 do 174 w badanym okresie, co oznacza, że w skrajnych przypadkach dywidenda stanowiła 26-krotność straty i 174-krotność zysku netto. W większości przypadków mamy do czynienia z asymetrią prawostronną, co oznacza,



że większość obserwacji skupia się przy dolnej granicy przedziałów. Byłoby jednak błędem wyciąganie w tym momencie wniosków. Maksymalne i minimalne wartości znacząco różnią się od wartości miar centralnych, co potwierdza także odchylenie standardowe.

Tabela 2. Statystyki opisowe rozkładu wskaźników wypłaty dywidendy w latach 1997–2009

Rok	Średnia	Mediana	Min	Max	S(x)	Skośność	Kurtoza
1997	0,2613	0,2056	0,0527	0,9972	0,19518	2,37757	6,55557
1998	0,3140	0,2211	-0,067	0,9933	0,23441	1,35195	1,71459
1999	0,3820	0,2911	-1,016	2,6126	0,45145	2,08046	12,7484
2000	1,2374	0,356	-0,783	36,320	5,10823	6,88280	48,1332
2001	0,5075	0,3348	-2,808	5,4234	1,44109	1,33637	5,14839
2002	0,6629	0,5935	0,0472	2,8719	0,49090	2,17429	8,72238
2003	0,5825	0,6073	0,0461	1,6938	0,34291	0,60472	0,52647
2004	0,6782	0,4762	0,0532	4,234	0,72263	3,49447	13,6906
2005	0,3325	0,5004	-21,50	2,316	2,59585	-8,2411	70,2401
2006	1,3172	0,4979	-8,262	47,02	5,88152	6,60171	47,4322
2007	2,3137	0,3964	-0,212	173,76	17,7813	9,74037	94,9153
2008	0,3221	0,4912	-25,51	6,271	2,93077	-7,7833	69,7167
2009	0,7059	0,5211	-2,833	15,539	1,62476	8,16879	75,9431

Źródło: opracowanie własne.

Aby oczyścić obraz polityki dywidendowej, należy wyeliminować wpływ wartości ujemnych i obserwacji odstających (*outliers*). Dopiero tak odświeżony obraz pokaże tendencję i charakterystyki rozkładu cechy w poszczególnych latach. Statystyki opisowe oczyszczonych danych zostały zawarte w tabeli 3.

W wyniku czyszczenia danych usunięto maksymalnie do 20% obserwacji w każdym roku. Asymetria rozkładów dla poszczególnych rozkładów waha się od słabej do umiarkowanej/silnej asymetrii prawostronnej, co oznacza, że jeżeli dane były gromadzone w szczególnej części przedziałów, to była to dolna część przedziałów. Warto zauważyć, że asymetria, którą moglibyśmy uznać za silną, była zauważalna w latach 1997–2000. Od roku 2000 poddane oczyszczeniu wskaźniki wypłaty dywidendy charakteryzują się słabą asymetrią, co oznacza, że uzasadnione jest stosowanie od tego momentu miar klasycznych. Co także

jest bardzo ważne, od 2001 aż do roku 2008 wskaźnik kurtozy był ujemny, co świadczy o większym niż rozkład normalny spłaszczeniu. W kilku przypadkach wartość błędu kurtozy i asymetrii jest większa od wartości tych współczynników, zatem nie ma podstaw, aby stwierdzić, że nie ma on w tych latach rozkładu normalnego. Sytuacja ta nie występuje dla okresów o umiarkowanej/silnej asymetrii.

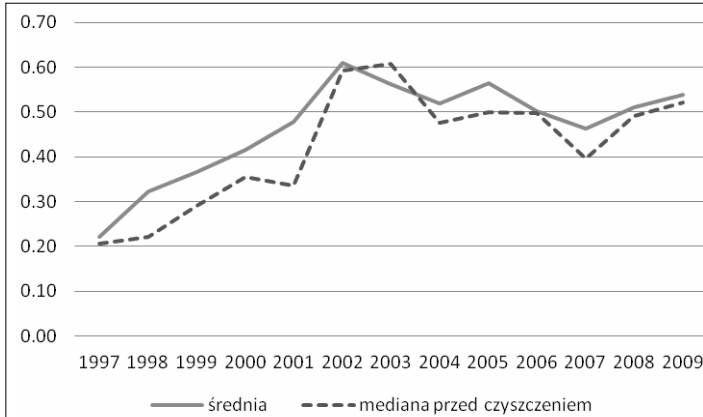
Tabela 3. Statystyki opisowe rozkładu oczyszczonych wskaźników wypłaty dywidendy w latach 1997–2009

Rok	Średnia	Mediana	Min	Max	S(x)	Skośność	Kurtoza
1997	0,2213	0,2016	0,0527	0,503	0,1089	0,9329	0,536
1998	0,3227	0,2212	0,0549	0,9933	0,2297	1,464	1,811
1999	0,3650	0,2911	0,0326	1,1197	0,2601	1,2291	1,163
2000	0,4148	0,3326	0,03	1,5604	0,2996	1,6264	3,877
2001	0,4771	0,3817	0,0812	1,0454	0,3035	0,5669	-1,049
2002	0,6103	0,5918	0,0472	1,4909	0,3536	0,195	-0,635
2003	0,5612	0,6012	0,0461	1,2077	0,3086	0,1109	-1,115
2004	0,5195	0,4628	0,0532	1,1092	0,2718	0,417	-0,724
2005	0,5652	0,4808	0,0391	1,5108	0,3488	0,6892	-0,188
2006	0,5016	0,4970	0,0027	1,2766	0,2889	0,3492	-0,444
2007	0,4635	0,3946	0,0308	1,0956	0,2805	0,6799	-0,572
2008	0,5097	0,4838	0,0421	1,2884	0,3237	0,4605	-0,595
2009	0,5385	0,4886	0,0619	1,4097	0,2971	0,6799	0,262

Źródło: opracowanie własne.

Wnioski płynące z poniższego wykresu uzupełniają wnioski z wcześniejszego etapu. Reasumując, mamy podstawy sądzić, że duże spółki do 1999 roku stosowały politykę stałej wartości dywidendy, w latach 1999–2003 politykę stałego wzrostu stopy dywidendy, natomiast od 2003 roku politykę docelowej stopy procentowej. Natomiast większość przedsiębiorstw do 2002 roku wyznawało politykę stałego wzrostu stopy dywidendy. Tymczasem od 2002 roku stopa dywidendy wykazywała trend spadkowy, przy czym najniższą jej wartość odnotowano w 2007 roku. Od 2008 roku wskaźnik pokrycia dywidendy ponownie zaczął rosnąć.

Rysunek 3. Średnie wartości wskaźnika po czyszczeniu i średnie wartości mediany przed czyszczeniem w latach 1997–2009



Źródło: opracowanie własne.

Trudno jednak sądzić, że przedsiębiorstwa w 2007 roku zastosowały bardziej restrykcyjną politykę dywidendową, a nie była ona najzwyczajniej podporządkowana ogólnej tendencji. Można natomiast uważać, że wzrost stopy dywidendy w roku 2008 i 2009<sup>9</sup> jest wynikiem kryzysu finansowego. Wzrost wskaźnika mógłby świadczyć o pozytywnej wizji przyszłości, co też mogło być wynikiem osiągnięcia niezwykle dużych zysków w tym okresie. Aczkolwiek gdy wspomnimy o wątpliwościach dotyczących stabilności finansowej banków i niektórych państw Europy (tzw. PIIGS) można wysnuć tezę, że przedsiębiorstwa – mając na względzie dobro akcjonariuszy – przekazały większą część wypracowanego zysku inwestorom, aby oni sami zdecydowali, na co ją przeznaczą. Można także szukać uzasadnienia w rezydualnej lub behawioralnej teorii dywidendy<sup>10</sup>. Z drugiej strony można rozumieć tę sytuację jako swoisty problem agencji, gdzie menedżer boi się podjąć ryzykowną decyzję i narazić się na straty, więc woli wypłacić dywidendę. Należy jednak zauważyć, że po okresie oczyszczenia rynku, jakim z pewnością jest kryzys finansowy, powinno się szukać możliwości (przy założeniu posiadania środków) zwiększenia udziału

<sup>9</sup> Należy wspomnieć, że rok 2010 i 2011 były także latami wielu dywidend, w tym wysokich.

<sup>10</sup> Przegląd teorii oraz dotychczasowych badań można znaleźć w: K.H. Baker, *Dividends and dividends policy*, Willey, New Jersey 2009.

w rynku. Monitory kondycji sektora dużych przedsiębiorstw opracowywane przez Lewiatana potwierdzają, że duże firmy w czasie kryzysu i tuż po nim za główny cel uznały zwiększenie udziałów w rynku<sup>11</sup>. Natomiast małe przedsiębiorstwa uznały, zgodnie z przyjętym założeniem, że najważniejszym celem w tym czasie jest przetrwanie<sup>12</sup>.

Bez względu na proponowane wyjaśnienia nie zmienia to faktu, że spółki nie zachowały się tak, jak założono. Kryzys wpłynął na ich politykę dywidendową, ale w mniejszym stopniu niż tego oczekiwano.

#### **4. Ocena wpływu kryzysu finansowego na politykę dywidendową banków jako instytucji szczególnie narażonych na utratę płynności**

W czasie kryzysu finansowego poruszano problem płynności zwłaszcza w kontekście banków. Potwierdzeniem tego stwierdzenia może być chociażby przedterminowy wykup obligacji przez NBP w 2009 roku, rozszerzenie bazy instrumentów dopuszczonych jako zabezpieczenie operacji repo, kredytu lombardowego itd.<sup>13</sup>

Analiza regresji nie potwierdza wpływu obu kryzysów na liczbę banków wypłacających dywidendę, podobnie też łączną ich liczbę. Dopiero gdy uwzględniono tylko okres 2008–2009 zmienna dummy (zmienna zero-jedynkowa) okazała się statystycznie istotna. Brak wpływu ogólnej liczby banków świadczy o tym, że stosują one politykę stałej dywidendy. Potwierdzeniem może być niemalże stała liczba banków wypłacających dywidendę. Z uwagi na małą liczbę banków pozwolono sobie zaprezentować wskaźnik pokrycia dywidendy przez poszczególne z nich w latach 1997–2009 w tabeli nr 4. Zastanawiające jest natomiast nagłe zaprzestanie wypłacania dywidend przez niektóre banki w latach 2008–2009. Czy jest to dowód na postawioną we wstępie hipotezę? Jeżeli tak, to dlaczego nie wystąpiło obniżenie liczby banków w roku 2007?

---

<sup>11</sup> *Monitoring kondycji sektora dużych przedsiębiorstw 2009*, PKPP Lewiatan, Deloitte, [www.pkpplewiatan.pl](http://www.pkpplewiatan.pl). Badania dokonano po I kwartale 2009 roku.

<sup>12</sup> *Monitoring kondycji sektora MSP 2008*, PKPP Lewiatan, Deloitte, [www.pkpplewiatan.pl](http://www.pkpplewiatan.pl). Badania dokonano we wrześniu 2008 roku.

<sup>13</sup> Informacje o dokonanych zabiegach propłynnościowych można odnaleźć w „Sprawozdaniach z wykonania założeń polityki pieniężnej”, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

Tabela 4. Wartości wskaźników pokrycia dywidendy dla poszczególnych banków w latach 1997–2010

Nazwa banku	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
BPS SA													
BGŻ SA													
Millennium SA								1,00	0,85	0,22	0,39		
BNP Paribas BP SA						0,96							
BOŚ SA	0,22	0,2	0,21			0,10	0,05	0,05		0,05	0,11		
BPH SA		0,19		0,25	0,33	0,31	0,75	0,80	0,85	0,86			
BRE Bank SA	0,32	0,33	0,27	0,32	0,68								
ING Bank Śląski SA	0,20	0,20	0,20	0,20	0,2	0,22	0,34	0,73	0,71	0,67	0,25		
BZ WBK SA					0,20	0,2	0,2	0,4	0,98	0,74	0,27		0,3
Get Bank SA													
Getin Holding SA													
Handlowy w Warszawie SA	0,11	0,22	0,3	0,34	0,82	0,82	0,84	3,78	0,8	0,86	0,76		
Kredyt Bank SA			0,26	0,23	-0,9				0,15	0,23	0,35		
Getin Noble Bank SA												0,28	
Nordea BP SA	0,22	0,21	0,29	3,77									
Nova Kredita Banka Maribor d.d.													
PKO SA					0,5	0,86	0,81	0,79					0,62
PKO BP SA								0,66	0,48	0,48	0,40	0,34	0,98
UniCredit SA													
średnia	0,22	0,23	0,26	0,85	0,45	0,5	0,5	1,03	0,69	0,51	0,36	0,31	0,63
Liczba banków dywidendowych	6	6	7	6	7	7	6	8	7	8	7	2	3

Źródło: opracowanie własne.

W tym miejscu należy odwołać się do historii polityki dywidendy. W miarę jak żywotność firm zaczęła się wydłużać, a ich znaczenie dla gospodarki stawało się coraz większe, w przeszłości spowodowało to nawet ingerencję państw w to, kiedy i w jakiej wielkości przedsiębiorstwa mogły wypłacać dy-

widendy<sup>14</sup>. Znaczenie banków dla stabilności systemu finansowego, a tym samym gospodarki jest niezaprzeczalne, dlatego też nad systemem bankowym opiekę sprawuje państwo poprzez Komisję Nadzoru Finansowego. W dokumencie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) można przeczytać: „W latach 2008–2009 UKNF podjął działania mające na celu skłonienie akcjonariuszy polskich banków do zatrzymania w nich zysku z lat ubiegłych i przeznaczenia go na zwiększenie funduszy własnych”<sup>15</sup>. Wniosek płynący z tych słów jest oczywisty: kryzys finansowy wpłynął na liczbę banków wypłacających dywidendę, ale tylko pośrednio. Potwierdzeniem jest niewystąpienie spadku liczby banków dywidendowych w 2007 roku.

Spoglądając na powyższą tabelę, można wywnioskować, że niemal wszystkie banki, dla których posiadano dane<sup>16</sup>, wypłacały stosunkowo regularne dywidendy. Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw średnia wskaźników pokrycia dywidendy spadała w ostatnich latach. W przypadku banków trend ten rozpoczął się od 2005 roku i trwał aż do roku 2008. W porównaniu do wszystkich spółek dywidendowych może to świadczyć na niekorzyść banków z punktu widzenia postawionej hipotezy. Warto zauważyć, że dopiero w roku 2009 część banków zanotowała spadek zysku netto. Jedynie raz w całym okresie bank (Kredyt Bank, w roku 2001) wypłacił dywidendę przy ujemnym zysku netto.

W okresie załamania gospodarczego (2000–2002) zarówno banki, jak i pozostałe przedsiębiorstwa wypłaciły dywidendy charakteryzujące się wysokim wskaźnikiem pokrycia. W przypadku banków największy udział dywidendy w zysku netto miał miejsce w 2000 roku, natomiast większość przedsiębiorstw wypłaciła najznaczniejszą część zysku netto w roku 2002. Podobne przesunięcie czasowe można dostrzec w przypadku kryzysu finansowego, jednak w tym przypadku przesunięcie dotyczy najniższej wartości wskaźnika pokrycia, co przemawia za postawioną hipotezą. Na rysunku 4 można zauważyć, że tylko banki, które osiągnęły wysokie zyski, wypłaciły dywidendy w roku 2008

---

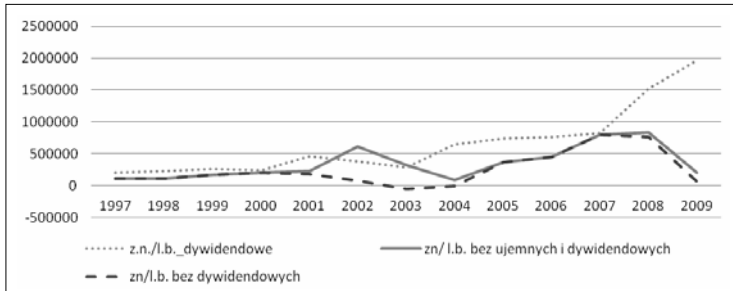
<sup>14</sup> Np. pod koniec XVII wieku parlament brytyjski zdecydował, że dywidendy nie mogą być wypłacane w przypadku ujemnego zysku, a ich wielkość nie może zwiększyć ryzyka bankructwa. Więcej na ten temat można znaleźć w: Lease i inni, *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*, Harvard Business School Press, Boston 2000.

<sup>15</sup> *Działanie nadzoru bankowego w warunkach pokryzysowych*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).

<sup>16</sup> Szare pola oznaczają okres, dla którego brakuje danych. Spowodowane jest to przede wszystkim momentem debiutu na GPW.

i 2009, jednak należy wspomnieć, że dopiero w 2009 roku średni wskaźnik pokrycia dywidendy znacznie wzrósł.

Rysunek 4. Zysk netto na liczbę banków według poszczególnych kryteriów w latach 1997–2009



Źródło: opracowanie własne.

## Podsumowanie

Zaprezentowane analizy przemawiają za postawioną hipotezą, że kryzys finansowy wpłynął na politykę dywidendową. Należy jednak zauważyć, że zależność ta nie miała oczekiwanej siły, a jedynie kierunek. Powodów można doszukiwać się na przykład we wspomnianej „pułapce dywidendy”. W czasach kryzysu taka sytuacja przypomina szachowy „zugzwang”, w której każdy kolejny ruch pogarsza sytuację wykonującego go. W takiej sytuacji znalazły się zwłaszcza banki, które wyznawały politykę stałej wypłaty dywidendy. Na szczęście z pomocą przyszedł im UKNF, promując zachowania prooszczędnościowe. Innym powodem może być o wiele łagodniejszy przebieg kryzysu bądź inny cel przedsiębiorstwa. Ze wspomnianych w punkcie czwartym monitorów wynika, że duże firmy za swój podstawowy cel w czasie kryzysu uznały zwiększenie udziałów w rynku. Jedynie małe przedsiębiorstwa działały zgodnie z założeniem, że ich podstawowym celem w tym czasie było zachowanie płynności. Ta rozbieżność celów może wynikać z większej elastyczności kosztów dużych przedsiębiorstw. Mogą one na przykład zmniejszyć nakłady na reklamę i promocję, mogą ograniczyć zatrudnienie. Wynika z tego, że kryzys finansowy zagroził małym przedsiębiorstwom, natomiast duże w większości uznały kryzys za szansę. Należałoby sprawdzić, czy faktycznie firmy, które zdecydowały się wypłacić dywidendę, zwiększyły swoje udziały w rynku oraz jak zmieniła się

ich sytuacja. Dla porównania można dokonać podobnej analizy dla przedsiębiorstw, które zrezygnowały z wypłacenia dywidendy w czasie kryzysu. Takie analizy byłyby kolejnym przystankiem na drodze ku lepszemu zrozumieniu wpływu polityki dywidendowej na funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

## Literatura

- Baker K.H., *Dividends and dividends policy*, Willey, New Jersey 2009.
- Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.
- Lease i inni, *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*, Harvard Business School Press, Boston 2000.
- Masiukiewicz P., *Relacje przedsiębiorstwa i banku w kryzysie*, www.sgh.waw.pl.
- Monitoring kondycji sektora dużych przedsiębiorstw 2009*, PKPP Lewiatan, Deloitte, www.pkpplewiatan.pl.
- Monitoring kondycji sektora MSP 2008*, PKPP Lewiatan, Deloitte, www.pkpplewiatan.pl.
- Raport UKNF *Działanie nadzoru bankowego w warunkach pokryzysowych*, [http://www.knf.gov.pl/Images/Dzialania\\_nadzoru\\_po\\_kryzysie\\_a\\_tcm75-26546.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Dzialania_nadzoru_po_kryzysie_a_tcm75-26546.pdf).
- Sierpińska M., *Polityka dywidendowa w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa –Kraków 1999.

## DIVIDEND POLICY ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN THE CONTEXT OF THE FINANCIAL CRISIS

### Summary

This article attempts to verify the hypothesis that during the financial crisis, companies wishing to increase their chances of survival (capital buffer), will resign, or possibly reduce the rate of dividend.

**Keywords:** dividend policy, financial crisis, corporate objective.

*Translated by Paweł Witkowski*