EKONOMIA XXI WIEKU ECONOMICS OF THE 21ST CENTURY 4(20) • 2018

ISSN 2353-8929
e-ISSN 2449-9757

Jacek Uchman
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: jacek.uchman@ue.wroc.pl
ORCID: 0000-0001-9852-5320

PODATKOWE UWARUNKOWANIA PODZIAŁU ZYSKU SPÓŁKI AKCYJNEJ

TAX CONDITIONING OF PROFIT DISTRIBUTION IN JOINT STOCK COMPANIES

DOI: 10.15611/e21.2018.4.07
JEL Classification: G32, G35, H32, H25

Streszczenie: Praca ukazuje podstawowe zależności między systemem podatku dochodowego a sferą podziału zysku spółek akcyjnych pomiędzy akcjonariuszy będących osobami fizycznymi w układzie krajowym (system podatku dochodowego jest tu definiowany jako interakcje podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) i podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT) w obszarze podwójnego opodatkowania). Pytanie badawcze brzmi następująco: czy system podatku dochodowego uprzywilejowuje określone decyzje podatników w obszarze wypłat z zysku. Innymi słowy, czy są zależności w systemie podatkowym, przede wszystkim na poziomie stawek, które premiują zatrzymanie zysku, a nie jego wypłatę. Podstawową metodą badawczą zastosowaną w artykule jest, przejęta przez autora za wiodącymi pracami teoretycznymi dotyczącymi tego zagadnienia, analiza porównawcza konsekwencji finansowych wybranych regulacji podatkowych. Przydatna do oceny tego zjawiska jest również zasada neutralności opodatkowania. Skoncentrowano się na porównaniach regulacji wewnątrz systemu podatkowego. Zastosowana w pracy metoda badawcza jest dostosowana do analizowanej problematyki. Należy zaznaczyć, że pełne dane o odpowiedniej rozdzielczości dla kompleksowej analizy i oceny rozwiązań stosowanych w ramach poszczególnych norm prawnych nie są dostępne. Metoda porównawcza połączona jest zatem (jak to często ma miejsce w przypadku rozważań ekonomicznych nad podatkami) z wnioskowaniem dedukcyjnym i nieuniknionym redukcjonizmem. Jednym z podstawowych wniosków z przeprowadzonych analiz jest to, że przy wypłacie dywidend osobom fizycznym podwójne opodatkowanie powoduje podrożenie finansowania kapitałem akcyjnym, przez co może zniechęcać do emisji nowych akcji i wypłat z zysku. W badanym okresie zyski zatrzymane są w warunkach polskich lekko uprzywilejowane podatkowo. Analizując łączne podwójne opodatkowanie przy wypłacie dywidend na przykładzie polskiego systemu podatkowego, można powiedzieć, że łączny ciężar podatkowy podwójnego opodatkowania jest w ostatnich 15 latach stały, bez uwzględnienia występujących od 2017 roku preferencji dla małych podatników i podatników rozpoczynających działalność. Wykazano, że dla stawek i sposobu poboru podatków dochodowych w Polsce za lata 2004-2019 nie ma jednoznacznych preferencji do inwestowania wypłacanych zysków przez osoby fizyczne w porównaniu z analogicznymi inwestycjami dokonywanymi przez osoby prawne. Wskazano także, że dla osób fizycznych, mimo identycznych stawek w PIT, korzystniejsze podatkowo od wypłat dywidend jest osiąganie zysków

kapitałowych, przede wszystkim dzięki możliwości odraczania ich realizacji. Tak jest także wtedy, gdy przyjmiemy, że również w przypadku zysków kapitałowych można mówić o podwójnym opodatkowaniu. Ukazano tym samym, że ciężar podwójnego opodatkowania jest z reguły większy w przypadku wypłat dywidend na rzecz akcjonariuszy niż w przypadku zatrzymania zysków. Uzależnione jest to od poziomu wskaźnika wypłat dywidendy, gdyż drugi podatek nakładany jest tylko na tę część dochodu, która jest wypłacana w postaci dywidend. Zatrzymaniu zysków będą sprzyjały zmiany w CIT wprowadzone w 2019 roku. Pozwalają one uznać istnienie kosztów podatkowych w przypadku własnego finansowania wewnętrznego. Powodują zatem obniżenie kosztów finansowania wewnętrznego. Pokazano także w pośredni sposób, że w porównaniu z podatkiem CIT znaczenie samego opodatkowania dywidend dla budżetu państwa jest nieduże. Z punktu widzenia polityki podatkowej w skali makroekonomicznej pojawia się pytanie, czy nie należałoby obniżyć opodatkowania dywidend jako elementu wpływającego na koszt kapitału własnego, co mogłoby stymulować wzrost inwestycji. Wydaje się jednak, że ostatnie regulacje w podatku CIT zmierzają do tego, aby obniżyć koszt podatkowy zysków zatrzymanych. Być może ustawodawca uznał, że skoro jest to ważniejsze źródło finansowania przedsiębiorstw w gospodarce niż emisja akcji, to należy wspierać podatkowo właśnie tę formę zasilania kapitałowego. Aspekt międzynarodowy opodatkowania ze względu na jego rozległość nie jest w tym opracowaniu omawiany.

Słowa kluczowe: podział zysku, opodatkowanie dywidend, opodatkowanie zysków kapitałowych, zyski zatrzymane, emisja akcji.

Summary: The paper shows basic relations between the income tax system and the sphere of distributing the stock company profit among shareholders as natural persons in the domestic tax system. The research issue is: does the taxation system discriminate in favour specified decisions of taxpayers in the area of earnings payments? In other words: do relations in tax system, firstly on the level of tax rates which evoke retaining of the earning and not its payment, really exist? The basic research method applied in the paper is the comparative analysis of financial consequences of chosen tax regulations, as taken over after the leading theoretical works concerning this issue. Another useful tool for evaluating this phenomenon is the principle of tax neutrality. The comparisons of inner regulations in tax system have mainly been carried out. The research method has been adapted to the analysed problems. It is important to mention that full data concerning the complex analysis and evaluation of solutions used within particular legal standards are not available. The comparative method, however, as it often happens in the area of taxation research, has been connected to deduction and unavoidable reductionism. One of the basic conclusions coming from the analysis of formulas and tables of the research paper is the fact that when a dividend is paid to natural persons, double taxation results in the rise of price concerning financing with the stock market capital. It may discourage to emit new shares and paying dividends. The retained earnings in Poland were slightly privileged in the analysed period, as far as the taxation is concerned. Investigating double taxation in dividend payment on the example of Polish tax system, one may say that the total burden of taxation concerning double taxation has been stable for the last 15 years, excluding the existence of preferences for small taxpayers and the taxpayers who start their businesses. It has been shown that for the tax rates and the ways of collecting the income taxes in Poland in years 2004-2019 there have not been unequivocal preferences to invest the paid profits by natural persons, in relation to analogical investments made by legal persons. It has been pointed out that for natural persons, in spite of identical PIT payments, achieving capital gains due to the possibility of postponement of their realisation, is more favourable as far as the taxes are concerned. It appears even then, when the fact is accepted that also in capital gains double taxation may be seen. It has been proved that the burden of double taxation may be bigger in the case of paying dividends to the

shareholders than in the case of retaining the earnings . However, it depends on the level of the dividend payment index because the other tax is put only for the part of the earnings which are paid in the form of dividend. The retaining of the earnings will be supported by the changes in CIT, introduced in 2019. They enable to estimate the tax expense in the case of inner financing. It has been shown that in relation to CIT the meaning of the very taxation of dividends is small for the state budget. Because of its extensiveness, the international aspect has not been discussed.

Keywords: profit distribution, dividend taxation, capital gains taxation, retained earnings, dividend payment.

1. Wstęp

Opodatkowanie zysku przedsiębiorstwa obejmuje opodatkowanie wypracowanego zysku, a także opodatkowanie transferów dokonywanych z zysku. W przypadku transferów dywidend na rzecz akcjonariuszy, którzy są osobami fizycznymi, pojawia się podwójne opodatkowanie. Ma ono znaczenie dla decyzji finansowych i inwestycyjnych podmiotów gospodarczych. Celem pracy jest ocena, jak system podatkowy modyfikuje opłacalność decyzji w sferze podziału zysku. Podstawowe pytanie badawcze w pracy dotyczy tego, czy bardziej opłacalne podatkowo, to znaczy prowadzące do zapłaty mniejszego podatku dla właścicieli spółek akcyjnych, jest zatrzymywanie zysku, czy też dokonywanie wypłaty dywidend. W niniejszej pracy zależności między systemem podatkowym a sferą podziału zysku poddano analizie, wykorzystując metodę porównawczą konsekwencji finansowych wybranych regulacji podatkowych. System opodatkowania można rozpatrywać także w świetle znanych zasad podatkowych A. Smitha. Przydatna do oceny tego zjawiska jest również zasada neutralności opodatkowania. Zasady podatkowe są dosyć dobrym narzędziem porządkującym teoretycznie tę złożoną problematykę, chociaż możliwości wykorzystania ich do analizy wszystkich konsekwencji opodatkowania podziału zysku nie należy przeceniać. W celu uproszczenia pominięto różnice między dochodem do opodatkowania a zyskiem brutto. Uwzględnienie tego dualizmu znacznie utrudniłoby analizę problematyki podziału zysku. Oczywiście, jak każde uproszczenie, może oznaczać to dla konkretnych przypadków pominięcie czynników wpływających na wymiar podstawy opodatkowania, a tym samym rzutujących na opodatkowanie podziału zysku. Zastosowana do oceny badanych zależności w obrębie samego systemu podatku dochodowego metoda badawcza, wykorzystana w pracy, jest dostosowana do analizowanej problematyki. Należy zaznaczyć, że pełne dane o odpowiedniej rozdzielczości dla kompleksowej analizy i oceny rozwiązań stosowanych w ramach poszczególnych regulacji podatkowych nie są dostępne. Aspekt międzynarodowy opodatkowania ze względu na jego rozległość zostanie tu pominięty. W pracy dominuje metoda porównawcza połączona, jak to często ma miejsce w rozważaniach ekonomicznych nad podatkami, z wnioskowaniem dedukcyjnym i nieuniknionym redukcjonizmem.

2. Podstawy teoretyczne oceny opodatkowania podziału zysku

Opodatkowanie podziału zysku może być potraktowane autonomicznie − wtedy porównuje się konsekwencje podatkowe wypłat i zatrzymania zysków. Może być także rozważane w kontekście wyboru źródeł finansowania. W teorii zagadnienia te są przedmiotem zainteresowania w obszarze finansów publicznych i finansów przedsiębiorstw. Kierunki rozważań teoretycznych są wyznaczane przez piśmiennictwo anglosaskie, co stwarza problemy adaptacyjne wynikające z faktu odmienności systemu podatkowego w Polsce w tym obszarze. Drugim problemem są zmiany opodatkowania dochodów w obrębie jednego kraju. W literaturze przedmiotu podstawowe nurty teoretyczne w obszarze opodatkowania dywidend określa się jako *old view* i *new view*. Zgodnie z *old view* opodatkowanie dywidend obniża cenę akcji, ale spółka uzyskuje korzyści pozapodatkowe. Wypłata dywidend sygnalizuje dobrą sytuację finansową, umożliwia akcjonariuszom przejęcie kontroli nad gotówką i samodzielne inwestowanie. Powoduje także zmniejszenie poziomu dystrybucji zysku i znajduje odzwierciedlenie w cenie akcji [Zodrow 1991; Poterba 2004; Poterba, Summers 1985]. Zatrzymanie zysku w spółce jest podatkowo korzystniejsze (na gruncie przepisów podatkowych USA od 2018 roku już niekoniecznie), ponieważ zyski kapitałowe są opodatkowane preferencyjnie[1]. W tym przypadku również podatek znajduje odzwierciedlenie w cenie akcji. Generalnie, opodatkowanie dywidend może zakłócić decyzje inwestycyjne (por. [Becker, Jacob, Jacob 2013]). Z kolei według *new view* najbardziej opłacalne podatkowo dla przedsiębiorstw jest zatrzymywanie zysków i realizacja zysków kapitałowych przez akcjonariuszy[2].

Najlepszą formą przekazywania zysków byłby *buy back* (odkup własnych akcji), gdyby dawał się przeprowadzić bezpodatkowo. Zgodnie z priorytetami spółek dywidendy można płacić w drugiej kolejności, po sfinansowaniu opłacalnych projektów inwestycyjnych. Jednak przedsiębiorstwo powinno finansować swoją działalność rozwojową z zysków zatrzymanych, ponieważ emisja akcji jest bardziej obciążonym podatkowo źródłem finansowania. Opodatkowanie dywidend nie wpływa znacząco na poziom inwestycji w dużych, dojrzałych firmach. Może natomiast bardziej oddziaływać na mniejsze podmioty [Auerbach, Hassett 2006]. Podstawowy problem podatkowy w *new view* to zróżnicowane opodatkowania kapitału własnego i długu [Auerbach, Hassett 2002; Auerbach 1983]. Skala opodatkowania dywidend może mieć znaczenie, ponieważ niski poziom tego opodatkowania i w konsekwencji wysoki poziom wypłat z zysku może ograniczyć problemy agencji pojawiające się w spółkach akcyjnych. Menedżerowie nie mogliby zatrzymywać zysków i kontrola akcjonariatu by wzrosła [Chetty, Saez 2010]. Warto pamiętać, że każda duża reforma podatkowa w USA modyfikowała konkluzje teoretyczne zawarte w tych koncepcjach.

---

[1] Obecnie opodatkowanych już nie według stawki liniowej.

[2] Pojęcie zysków kapitałowych (*capital gains*) jest rozumiane jako dochody ze sprzedaży akcji lub dochody wynikające ze wzrostu ceny akcji zgodnie z tym, jak pojęcie to funkcjonuje w literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstw. W ustawodawstwie podatkowym zyski te są definiowane inaczej (np. art. 7b. 1 ustawy o CIT).

Rozważania teoretyczne ogniskują się głównie na systemie amerykańskim. Stanowił on przykład systemu klasycznego podatku dochodowego, w którym występuje podwójne opodatkowanie dochodów. Dywidendy w PIT były opodatkowane progresywnie, według stawek takich jak pozostałe dochody, a długoterminowe zyski kapitałowe były opodatkowane w PIT preferencyjnie. Obecnie w USA zrównano opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych. Opodatkowane są one progresywnie, przy czym w przypadku tzw. dywidend kwalifikowanych i długoterminowych zysków kapitałowych stawki są progresywne, ale obniżone. Możliwość skorzystania z tych preferencji jest uzależniona głównie od okresu posiadania aktywów finansowych (akcji) [Worldwide Tax Summaries 2018-2019; Uchman 2018].

Łączne podwójne opodatkowanie może być najwyższe właśnie w tzw. systemie klasycznym, który oznacza pełne podwójne opodatkowanie dochodów: najpierw CIT, a następnie PIT, według podstawowych stawek tego podatku. W Polsce mamy do czynienia z systemem specjalnej stawki, który stanowi uproszczenie, a także obniżenie podatku dla podatników z drugiego przedziału podatkowego w PIT.

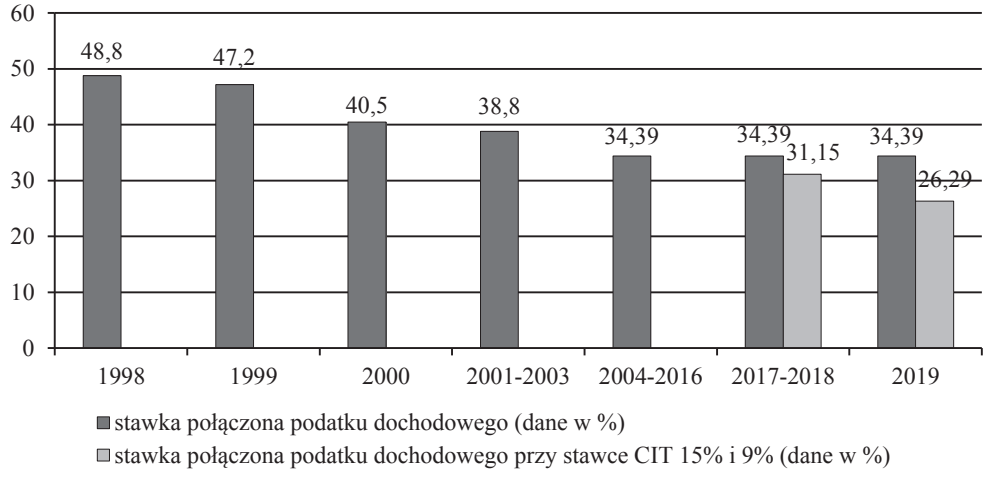
Dywidendy wypłacane na rzecz akcjonariusza będącego osobą fizyczną po opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT) są następnie opodatkowane na poziomie osoby fizycznej. Natomiast osoba prawna jest w takim wypadku tylko płatnikiem podatku od dywidend. Zazwyczaj tych dwóch form obciążeń nie rozważa się oddzielnie. Dopiero ich łączne uwzględnienie daje możliwość policzenia realnego ciężaru podatkowego nakładanego na te formy płatności. Jest to przykład tzw. ekonomicznego podwójnego opodatkowania, które ma miejsce, gdy ten sam przedmiot opodatkowania (np. dochód lub majątek) jest opodatkowany u dwóch lub więcej podatników.

W Polsce podstawowa stawka CIT wynosi 19%. W 2017 roku zmniejszono ją do 15% (9% od 2019 roku) dla dwóch grup podatników. Stawka opodatkowania dochodów z kapitałów pieniężnych i praw majątkowych na poziomie podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT) jest ujednolicona i od roku 2004 wynosi 19%. Dotyczy ona zarówno dywidend, jak i zysków kapitałowych. Natomiast podstawa opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych jest liczona inaczej. Opodatkowanie dywidend jest drugim podatkiem nakładanym na ten sam dochód. Dodać należy do tego brak możliwości uwzględnienia inflacji, co ma znaczenie, ponieważ formalną podstawą opodatkowania jest przychód.

3. Ewolucja i ciężar podwójnego opodatkowania dochodów w Polsce

Podczas podziału zysku spółek akcyjnych w Polsce i wypłatach z zysku na rzecz osób fizycznych pojawia się podwójne opodatkowanie w sensie ekonomicznym. Wynika ono z istnienia kilku podatków dochodowych w gospodarce i pojawia się w większości krajów rozwiniętych. W Polsce skala opodatkowania ulegała obniżeniu w ostatnim dwudziestoleciu. Wynikało to przede wszystkim, jak już wspomniano, ze zmniejszającej się stawki podstawowej CIT (obecnie wynosi ona 19%).

Łączne podwójne opodatkowanie można policzyć następująco: $1–(1–T_c)(1–T_{pd})$ ×100, gdzie: T_c − stawka podatku dochodowego od osób prawnych, T_{pd} − stawka podatku od dywidend od osób fizycznych.



Objaśnienia: policzono jako $1–(1–T_c)(1–T_{pd}) \times 100$, gdzie T_c − podstawowa stawka CIT, T_{pd} − stawka opodatkowania dywidend w PIT. Dołączono stawkę połączoną dla małych podatników i podatników dopiero rozpoczynających działalność (15% w 2017-2018 i 9% w 2019 r.). Wskaźnik wypłat dywidendy − 100%.

Rys. 1. Połączone stawki podatku dochodowego nakładanego na zyski podlegające dystrybucji na rzecz osób fizycznych w latach 1998-2019 (dane w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie ustaw o podatkach dochodowych za poszczególne lata.

Łączny ciężar opodatkowania w przypadku wypłat dywidend jest stabilny od 15 lat, jednakże od 2017 roku uległ nieznacznemu obniżeniu dla małych podatników i podatników rozpoczynających działalność. Łączny ciężar podatkowy przy różnym poziomie wypłat z zysku zmniejsza się wraz z obniżką poziomu wypłat dywidend w spółkach. Natomiast każda złotówka wypłacona jako dywidenda jest oczywiście zawsze opodatkowana według łącznej stawki 34,39%.

Relację kwoty podatku dochodowego od osób prawnych do kwoty podatku od dywidend otrzymywanych przez osoby fizyczne przy różnym poziomie wypłat dywidend z zysku można policzyć za pomocą wskaźnika. Będzie on pokazywał relację obciążenia CIT dochodu całej spółki do obciążenia PIT-em wypłacanych dywidend. Wskaźnik relacji policzono następująco (opracowanie własne):

$$T_c: [(1 – T_c)T_{pd}(DPS:EPS)],$$

gdzie: DPS − dywidenda na 1 akcję, EPS − zysk na 1 akcję, T_c, T_{pd} – jak wyżej.

Tabela 1. Stopa opodatkowania zysku uwzględniająca PIT i CIT wypłacanego akcjonariuszom i wspólnikom spółek z o.o. (dla stawek w 2019 r.)

Wyszczególnienie	Wskaźnik wypłat dywidendy 100%	Wskaźnik wypłat dywidendy 50%	Wskaźnik wypłat dywidendy 0%
Dochód podatkowy (zysk brutto)	100	100	100
Podatek dochodowy od osób prawnych (19%)	19	19	19
Zysk netto	81	81	81
Wypłacone dywidendy	81	40,5	0
Opodatkowanie dywidend (19%) PIT	15,39	7,7	0
Łączna stawka opodatkowania CIT i PIT	(34,39 : 100)×100% = 34,39%	(26,7 : 100)× 100 % = 26,7 %	19%

Objaśnienia: w tabeli i w całej pracy w celu uproszczenia utożsamiono zysk brutto z dochodem podatkowym. Wskaźnik wypłat dywidendy to relacja wypłaconych dywidend do zysku netto.

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustaw o CIT i PIT.

Wskaźnik relacji wyższy od jedności oznacza, że zapłacony podatek CIT całej spółki jest wyższy od zapłaconego podatku od dywidend w PIT.

W ostatnich dwudziestu latach kształtował się w polskim systemie podatkowym następująco (tabela 2).

Tabela 2. Wysokość wskaźnika relacji płaconego podatku dochodowego od osób prawnych (stawka 19%) do podatku od dywidend w podatku dochodowym od osób fizycznych za poszczególne lata

Lata	1999	2000	2001-2003	2004-2019
Dla wskaźnika wypłat dywidendy (DPS:EPS) – 100%	2,43	2,14	2,59	1,23 0,52*
Dla wskaźnika wypłat dywidendy − 50%	4,86	4,29	5,19	2,47 1,05*
Dla wskaźnika wypłat dywidendy – 10 %	24,3	21,42	25,92	12,66 5,29*

Objaśnienia: teoretycznie wskaźnik wypłat dywidendy może przekraczać 100%, Kodeks spółek handlowych zezwala bowiem na wypłaty z kapitału rezerwowego (art. 348), w praktyce takie sytuacje zdarzają się bardzo rzadko; * dla podstawowej stawki CIT − 9% (od 2019 r.).

Źródło: obliczenia własne na podstawie wzoru i ustaw o CIT i PIT.

Zrozumiałe jest, że wysokość wskaźnika relacji rośnie wraz z malejącym wskaźnikiem wypłat dywidendy. Jednak nawet jeżeli wskaźnik wypłat dywidendy wynosi 100% (czyli cały zysk przeznaczono na wypłatę dywidend), to nigdy wskaźnik relacji opodatkowania (przy stawce CIT wynoszącej 19%) nie jest mniejszy od jedności.

Oznacza to, po pierwsze, że w warunkach wypłat, przy których wskaźnik wypłat dywidendy jest mniejszy niż 50%, wysokość podatku dochodowego od osób prawnych ustalanego według podstawowej stawki 19-procentowej (mimo nominalnie takich samych stawek jak w przypadku podatku od dywidend) jest kilkakrotnie wyższa od wysokości podatku od dywidend. Maleje zatem udział podatku od dywidend w łącznym ciężarze podatkowym. Ciężar połączonego opodatkowania jest zatem uzależniony od skali podziału zysku. W skrajnym przypadku (braku wypłat) oznacza eliminację podwójnego opodatkowania. Zjawisko to było dosyć częste w polskich spółkach giełdowych. Po drugie, z punktu widzenia wpływów budżetowych podatek od dywidend jest kilkakrotnie mniejszym dochodem niż dochód z podatku od spółek akcyjnych (które ponadto płacą podatek w sytuacji, gdy nie ma żadnych wypłat). Znaczenie fiskalne podatku od dywidend maleje zatem wraz z obniżaniem udziału wypłat dywidend w zyskach. Skala obciążenia podatkiem od dywidend i skłonność do jego unikania są oczywiście największe w przypadku transferów dokonywanych przez duże firmy międzynarodowe za granicę. Wykracza to jednak poza przedmiot niniejszego opracowania. Po trzecie, opodatkowanie dywidend ma duże znaczenie dla akcjonariuszy i dla całych spółek, jeżeli podstawowym celem spółek akcyjnych jest według teorii finansów maksymalizacja korzyści akcjonariuszy.

Gdy cały zysk spółki jest zatrzymywany, tzn. gdy wskaźnik wypłat dywidendy wynosi 0, pojawia się problem interpretacji opodatkowania zysków kapitałowych osiąganych przez akcjonariuszy spółki. Kiedy uznamy, że mamy prawo przyjąć założenia poglądu tradycyjnego (*old view*) dotyczącego podatkowych skutków określonego podziału zysku dla wartości przedsiębiorstwa, a także ceny jego akcji, to wtedy można podatek od zysków kapitałowych uznać za drugi podatek nakładany na dochody osiągane przez spółki. Wtedy łączną stawkę podatku dochodowego można zapisać jako $1–(1–T_c)(1–T_{pg})\times100$, gdzie: T_{pg} − stawka podatku od zysków kapitałowych w PIT. Podatek będzie się w pełni kapitalizować w cenie akcji i wartości firmy. Oznacza to, że łączne podwójne opodatkowanie będzie takie samo jak w przypadku dywidend (rys. 1). Z kolei wysokość wskaźnika relacji będzie za lata 2004-2019 taka sama jak w przypadku wypłacanych dywidend (tab. 2). Wychodząc z innych założeń teoretycznych, oba te podatki można rozpatrywać oddzielnie, czyli nie uznawać w tym wypadku istnienia podwójnego opodatkowania.

W praktyce akcjonariusz ma większą swobodę podejmowania decyzji przy realizacji zysków kapitałowych, ponieważ sam decyduje o terminie ich realizacji, a więc również o ich opodatkowaniu.

Opodatkowanie podziału zysku ma duże znaczenie dla wyboru źródeł finansowania działalności. Zazwyczaj w rozważaniach teoretycznych z tego obszaru analizuje się trzy podstawowe źródła, tzn. emisję akcji, zyski zatrzymane i zadłużenie. Do oceny podatkowych konsekwencji zadłużenia porównuje się opodatkowanie oprocentowania obligacji przedsiębiorstw w PIT z łącznym opodatkowaniem kapitału własnego (emisji akcji i zysków zatrzymanych) [Miller 1977, s. 261-276; DeAngelo, DeAngelo, Skinner 2008]. W polskiej gospodarce wśród obcych źródeł finansowania dominuje kredyt bankowy, a dochody kredytodawców nie są opodatkowane PIT,

Tabela 3. Porównanie konsekwencji podatkowych różnych decyzji w zakresie wypłat

Decyzja	Konsekwencje w podatkach dochodowych
Wypłata dywidend osobom fizycznym	Podwójne opodatkowanie, którego ciężar jest uzależniony od wskaźnika wypłat dywidendy
Zatrzymywanie zysków w spółce i realizacja zysków kapitałowych z akcji przez akcjonariuszy	Zależnie od założeń teoretycznych podwójne opodatkowanie (przy stawce $T_{pg} = T_{pd}$) lub jego brak. W rozważaniach mających podstawę w systemie podatkowym USA zazwyczaj uznawane za korzystniejsze podatkowo. Od 2019 r. w polskim systemie podatkowym zatrzymanie zysków można częściowo uwzględniać w kosztach podatkowych (art. 15cb ustawy o CIT)
Wypłata dywidend osobom prawnym	Podwójne opodatkowanie możliwe do uniknięcia po spełnieniu warunków wynikających z art. 22.4 ustawy o CIT

Źródło: opracowanie własne.

tylko CIT. Kredytodawcy nie wybierają kupna obligacji bądź akcji przedsiębiorstwa ze względów podatkowych, jak mogą robić inni inwestorzy na rynku finansowym. Kredytowanie wynika z profilu ich działalności. W przypadku kredytodawców nie istnieje więc w zasadzie podatkowy efekt klienteli. Ponadto w razie korzystania z kredytu spółka nie może samodzielnie kształtować oprocentowania instrumentów odsetkowych (jak ma to miejsce w przypadku emitowanych przez nią obligacji) i kierować kolejnych serii obligacji do poszczególnych odbiorców w zależności od tego, w jakim przedziale podatkowym znajduje się nabywca lub też od tego, czy nabywcą określonej serii papierów dłużnych jest osoba fizyczna, czy też osoba prawna. W różnych krajach może wynikać to ze zróżnicowanego opodatkowania obu grup podatników. W przypadku krajów z progresywnym opodatkowaniem dochodów odsetkowych takie różnicowanie może być dokonywane także wtedy, gdy nabywcą są wyłącznie osoby fizyczne [Kawano 2011; Uchman 2018, s. 264-275]. W warunkach polskich porównanie stawki łącznego opodatkowania dochodów z akcji do stawki opodatkowania dochodów odsetkowych w PIT niewiele wnosi. Aby analiza była bardziej szczegółowa, należy uwzględnić nie tylko możliwość uznawania odsetek od zadłużenia za podatkowe koszty uzyskania przychodu (tzw. tarczę podatkową), ale także instrumenty ograniczające efekt tarczy podatkowej. W grę wchodzi tu niedostateczna kapitalizacja czy wprowadzona w 2019 roku możliwość częściowego uwzględniania kosztów uzyskania przychodów przy zasileniu kapitału zapasowego z zysków spółki (art. 15c ustawy o CIT, art. 15bc ustawy o CIT). To ostatnie rozwiązanie powoduje potanienie zysków zatrzymanych jako źródła finansowania. Instrumenty te neutralizują efekt tarczy, ale dokładne policzenie ich wpływu jest trudne i wykracza poza zakres tego opracowania. Sam efekt tarczy, wychodząc z różnych założeń teoretycznych, można policzyć na wiele sposobów [Fernandez 2006].

4. Analiza porównawcza podatkowych uwarunkowań terminu wypłat

Ważnym zagadnieniem praktycznym i teoretycznym jest termin wypłat. Przydatne są tu formuły Wolfsona-Scholesa (WS) [Wolfson, Scholes 1992]. Zakłada się w nich inwestowanie dywidend z punktu widzenia osoby prawnej lub fizycznej. Pierwsza sytuacja oznacza zwyczajne inwestowanie zysków przez firmę, ale zysk akcjonariusza nie jest realizowany w formie zysku kapitałowego, tylko w formie dywidendy w późniejszym okresie. Innymi słowy, model ten opisuje konsekwencje podatkowe natychmiastowych wypłat bądź inwestowania zysków na poziomie osoby prawnej i wypłat późniejszych. Oba warianty lekko zmodyfikowano, ponieważ system opodatkowania dywidend w Polsce nie jest oparty na modelu klasycznym, a także uwzględniono odroczenie opodatkowania zysków kapitałowych [Bizer 1992]. W wariancie drugim następuje natychmiastowa wypłata dywidend i inwestowanie jej na rachunek osoby fizycznej. Zysk akcjonariusza po dokonaniu inwestycji (w kwocie 1zł) można zapisać następująco: $(1–T_{pd})[1+r_b(1–T_{pd})]^n$, gdzie: T_{pd} jest stawką podatku dochodowego od osób fizycznych nakładaną na dywidendy, r_b jest to stopa zwrotu z inwestycji przed opodatkowaniem (może dotyczyć zarówno inwestycji dokonywanych przez spółkę, jak i inwestycji realizowanej przez akcjonariusza), n to liczba lat (okresów).

W wariancie pierwszym następuje pozostawienie zysków w spółce i inwestowanie ich przez spółkę. Zakładamy, że spółka i osoba fizyczna inwestują tylko w akcje. Zysk należny akcjonariuszowi można zapisać następująco: $[1+r_b(1–T_{cd})]^n(1–T_{pd})$, gdzie: T_{cd} − stawka opodatkowania dywidend w podatku dochodowym od osób prawnych, pozostałe wielkości jak wyżej.

Gdy zysk akcjonariusza występuje w formie zysków kapitałowych osiąganych przez osoby fizyczne, może być to zapisane następująco: $(1–T_{pd})[(1+r_b)^n–T_{pg}[(1+r_b)^n–1]$, gdzie: T_{pg} − stawka opodatkowania zysków kapitałowych w PIT, pozostałe wielkości jak wyżej.

Jeżeli inwestuje osoba prawna, wtedy możemy zapisać to następująco: $[(1+r_b)^n–T_{cg}[(1+r_b)^n–1]\ (1–T_{pd})$, gdzie: T_{cg} − stawka opodatkowania zysków kapitałowych w CIT, pozostałe wielkości jak wyżej[3].

Formuły WS uwzględniały uwarunkowania podatkowe wypłat w USA, w których występowało i występuje progresywne opodatkowanie dywidend w PIT i istniało preferencyjne, w stosunku do dywidend, opodatkowanie długoterminowych zysków kapitałowych. W wersji oryginalnej formuły uwzględniały też możliwe zmiany stawek podatkowych w przyszłości.

Według WS najlepsza strategia wypłat zależy od różnicy między aktualną stawką podatku dochodowego od osób fizycznych nakładaną na dywidendy a stawką

[3] Dla zysków kapitałowych formuły zapisano z uwzględnieniem opodatkowania przy realizacji tych zysków.

tego podatku w przyszłości. Obniżająca się stawka podatku od dywidend (przewidywana), a także możliwość zastąpienia dywidend zyskami kapitałowymi może sprzyjać zatrzymaniu zysków spółki (podjęciu decyzji o wstrzymaniu wypłat dywidendy). Drugim czynnikiem wpływającym na decyzje dotyczące terminu wypłat może być różnica stawek między podatkiem dochodowym od osób prawnych a podatkiem dochodowym od osób fizycznych, nakładanych na dywidendy. Wyższe stawki podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) w porównaniu z opodatkowaniem dywidend w PIT zachęcają do wcześniejszych wypłat dywidend. Jeśli stawki podatku dochodowego od osób prawnych są niższe niż od osób fizycznych, wtedy nie opłaca się dokonywać wcześniejszych wypłat [Wolfson, Scholes 1992]. W przypadku pierwszego czynnika można tylko spekulować o przyszłych obniżkach stawek podatkowych, podczas gdy drugi czynnik może być brany pod uwagę w polskim systemie podatku dochodowego.

Tabela 4. Dochody z inwestycji (1 zł) dokonywanych przez spółkę i przez akcjonariusza przez *n* lat z uwzględnieniem funkcjonowania podatku dochodowego od osób prawnych i podatku dochodowego od osób fizycznych (dla stawek z 2019 r.)

Rodzaje dochodów	Dochód z inwestowania 1 zł przez akcjonariusza będącego osobą fizyczną	Dochód z inwestowania 1 zł przez spółkę
Dywidendy	Scenariusz 1 (S1): natychmiastowa wypłata dywidendy, a następnie inwestowanie przez *n* okresów przez osobę fizyczną w celu osiągnięcia dywidend $(1–0,19)[1+r_b(1–0,19)]^n$	Scenariusz 2 (S2w1): reinwestowanie zysków przez spółkę, osiąganie zysków w formie dywidend, a po *n* okresach wypłata dywidend $[1+r_b(1–0,19)]^n(1–0,19)$ S2w2 a w szczególnych przypadkach (po spełnieniu warunków art. 22.4 ustawy o CIT: $[1+r_b(1–0)]^n(1–0,19)$
Dochody z odpłatnego zbycia akcji przy założeniu opodatkowania przy realizacji dochodów	Scenariusz 3 (S3): natychmiastowa wypłata dywidend i osiąganie dochodu ze wzrostu cen akcji przez osoby fizyczne $(1–0,19)\ [(1+r_b)^t – T_{pg}[(1+r_b)^t–1]$	Scenariusz 4 (S4): inwestowanie zysków przez spółkę, osiąganie dochodu ze wzrostu cen akcji przez *n* okresów, a następnie wypłata w postaci dywidendy osobom fizycznym $[(1+r_b)^t–T_{pg}[(1+r_b)^t–1]](1–0,19)$

Objaśnienia: zakłada się, że stopa zwrotu z kapitału przy inwestowaniu przez osobę fizyczną i osobę prawną jest taka sama. Nie uwzględniono podatników o specjalnym statusie, takich jak fundusze inwestycyjne czy też emerytalne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie formuł WS, które zostały zmodyfikowane, aby dostosować je do realiów polskiego systemu podatku dochodowego, także aby uwidocznić stawki podatkowe i pokazać ich wpływ na rentowność inwestycji.

Scenariusze pierwszy (S1) i drugi w wariancie pierwszym (S2w1) nie różnią się od siebie rezultatem, a tylko sekwencją opodatkowania. Ograniczając się do dochodów z akcji, można stwierdzić, że w przypadku dywidend stawka podatku jest taka sama. Jednak osoba prawna (spółka) osiągająca dochód w postaci dywidend może w określonych przypadkach korzystać ze zwolnienia z tego podatku. Regulacje te funkcjonują w CIT od 2006 roku[4]. W takiej sytuacji inwestowanie środków przez osobę prawną (spółkę) i późniejsze wypłaty na rzecz osób fizycznych jest korzystniejsze podatkowo niż natychmiastowe wypłaty na rzecz osób fizycznych (scenariusz 1). Scenariusz drugi w wariancie drugim (S2w2) jest korzystniejszy od S1, jeżeli przyjmiemy, że zachodzą założenia przewidziane przez art. 22.4 ustawy o CIT. Natomiast w sytuacji, kiedy zyski są osiągane poprzez aprecjację cen akcji, wtedy przy przyjętych założeniach z punktu widzenia stawek nie ma znaczenia, czy inwestuje środki akcjonariusz, czy też spółka kapitałowa (scenariusze 3 i 4). Jednak oba te warianty są dla podatników korzystniejsze podatkowo niż sytuacja, w której inwestorem jest osoba fizyczna otrzymująca dochód w dywidendach (scenariusz 1), a mniej korzystne niż scenariusz 2 (S2w2).

W warunkach polskiego systemu podatkowego stawka T_{pd} jest równa stawce T_{pg}, co jednak nie oznacza, że wartość bieżąca podatku nakładanego na oba typy dochodów jest taka sama. Podatek nakładany na dochody ze wzrostu wartości rynkowej akcji (zyski kapitałowe) jest nakładany dopiero podczas realizacji tych dochodów. Teoretycznie więc może być odkładany w nieskończoność, dlatego efektywne opodatkowanie tym podatkiem i jego wartość bieżąca (*present value*) mogą być niższe. Można to traktować jako nieoprocentowany kredyt podatkowy. To dosyć powszechne na świecie rozwiązanie ma na celu ograniczenie opodatkowania wirtualnych zysków pojawiających się wraz ze zmianami koniunktury na rynkach finansowych. W tym celu przy opodatkowaniu tego typu dochodów funkcjonuje także kilka innych zabezpieczeń w podatkach dochodowych [Cnossen (red.) 2000]. Można wykorzystać także inne regulacje podatkowe, które obniżą efektywną stawkę tego podatku. Ponadto w długim okresie stawki podatkowe na poszczególne rodzaje dochodów z kapitałów pieniężnych mogą ulec zmianie. Kierunek takiej zmiany jest niestety trudny do przewidzenia.

5. Podsumowanie

W rozważaniach teoretycznych pojawiają się różne metody uwzględniające znaczenie podatków dochodowych i opodatkowania dochodów z akcji dla podziału zysku w spółkach kapitałowych i dla finansowania działalności. Ułatwiają one wybór płaszczyzn analizy, ale nie muszą oznaczać przyjęcia wszystkich założeń tych koncepcji, które powstały na gruncie odmiennego systemu podatkowego.

[4] Podstawowy warunek to posiadanie w spółce wypłacającej co najmniej 10% udziału kapitałowego przez co najmniej dwa lata. Oba podmioty muszą mieć siedzibę na terenie Unii Europejskiej. Wcześniejsze regulacje w CIT uzależniały możliwość eliminacji opodatkowania dywidend w tym podatku od odliczenia go od podatku dochodowego z innych źródeł spółki otrzymującej dywidendę.

Analizując i oceniając opodatkowanie podziału zysku między akcjonariuszy (osoby fizyczne) w Polsce w konwencji zasady neutralności, zauważa się, że podwójne opodatkowanie może powodować modyfikacje opłacalności w wyborze pomiędzy wypłatą dywidend a realizacją zysków kapitałowych (dochodów ze sprzedaży akcji), co w aspekcie źródeł finansowania przekłada się na wybór między emisją akcji a zyskami zatrzymanymi jako źródłami finansowania. Opodatkowanie może również wpływać na wybór pomiędzy środkami własnymi a zadłużeniem jako źródłami finansowania firmy. Ten aspekt był zasadniczo poza obszarem pracy.

Podwójne opodatkowanie przy wypłacie dywidend osobom fizycznym powoduje podrożenie finansowania kapitałem akcyjnym, przez co może zniechęcać do emisji nowych akcji i skłaniać do ograniczania wypłat dywidend. Zyski zatrzymane są w warunkach polskich podatkowo lekko uprzywilejowane. Analizując łączne podwójne opodatkowanie na przykładzie naszego systemu podatkowego, można powiedzieć, że łączny ciężar podatkowy podwójnego opodatkowania jest w ostatnich 15 latach stały, bez uwzględnienia występujących od 2017 roku preferencji dla małych podatników i podatników rozpoczynających działalność. Wykazano, że dla stawek i sposobu poboru podatków dochodowych w Polsce w roku 2019 nie ma jednoznacznych preferencji do inwestowania wypłaconych zysków na poziomie osoby fizycznej. Analiza danych pozwala wyciągnąć wniosek, że mimo identycznych stawek w PIT korzystniejsze podatkowo od wypłat dywidend jest osiąganie zysków kapitałowych i odraczanie ich realizacji przez osoby fizyczne. Porównanie połączonego ciężaru podatkowego przy opodatkowaniu dywidend z opodatkowaniem dochodów pochodzących ze wzrostu cen akcji utrudniają problemy interpretacyjne. Wynikają one głównie z dyskusyjności przyjęcia założenia o istnieniu podwójnego opodatkowania przy realizacji zysków kapitałowych. Jeżeli je przyjmiemy, to nominalny ciężar podatkowy jest taki sam jak w przypadku dywidend.

Koszt podatkowy obcych źródeł finansowania w relacji do kosztu finansowania własnego nie był szczegółowo porównywany. Jest on na pewno preferencyjny ze względu na fakt, że odsetki są kosztem podatkowym. Porównywanie podwójnego opodatkowania w przypadku dywidend z opodatkowaniem dochodów odsetkowych w PIT przekraczało zakres pracy, ponadto obligacje przedsiębiorstw będące ulubionym obiektem badań teoretycznych nie są kierowane do osób fizycznych i stanowią minimalny odsetek finansowania dłużnego w Polsce.

Znaczenie podwójnego opodatkowania dla budżetu można ustalić tylko pośrednio (brakuje danych empirycznych). Jest ono niewielkie, jeżeli ograniczymy się do analizy samych dywidend. Wskaźnik relacji podatku dochodowego od osób prawnych do podatku od dywidend w PIT przeważnie znacznie większy od jedności pokazuje, że podatki od dywidendy wypłacane krajowym osobom fizycznym nie stanowią znaczącego dochodu podatkowego dla budżetu państwa. Z punktu widzenia polityki podatkowej w skali makroekonomicznej pojawia się pytanie, czy nie należałoby obniżyć opodatkowania dywidend jako elementu wpływającego na koszt kapitału własnego. Mogłoby to stymulować wzrost inwestycji. Wydaje się jednak, że

ostatnie regulacje w podatku CIT zmierzają do tego, aby obniżyć koszt podatkowy zysków zatrzymanych. Być może ustawodawca uznał, że skoro jest to ważniejsze źródło finansowania przedsiębiorstw w gospodarce niż emisja akcji, to należy wspierać podatkowo właśnie tę formę zasilania kapitałowego.

Literatura

Auerbach A., 2002, *Taxation and Corporate Financial Policy*, [w:] Auerbach A., Feldstein M. (red.), *Handbook of Public Economics,* vol. 3, North Holland, s. 1251-1292.

Auerbach A., 1983, *Taxation, corporate financial policy and the cost of capital*, Journal of Economic Literature, vol. 21.

Auerbach A.J., Hassett K.A., 2002, *On the marginal source of investment funds*, Journal of Public Economics, 87, s. 205-232.

Auerbach A.J., Hassett K.A., 2006, *Dividend taxes and firm valuation: New evidence*, American Economic Review, 96, s. 119-123.

Becker B., Jacob M., Jacob M. 2013, *Payout Taxes and the Allocation of Investment*, Journal of Financial Economics, 107, s. 1-24.

Bizer D.S., 1992, *Capital Gains Taxation,* [w:] Newman P., Milgate M., Eatwell J. (red.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, t. 1, Macmillan, London, s. 598.

Chetty R., Saez E., 2005, *Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 120, no. 3, s. 791-833.

Chetty R., Saez E., 2010, *Dividend and corporate taxation in an agency model of the firm*, American Economic Journal, Economic Policy, 2, s. 1-31.

Cnossen S. (red.), 2000, *Taxing Capital Income in the European Union*, Oxford University Press, Oxford.

DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J., 2008, *Corporate payout policy*, Foundations and Trends in Finance, vol. 3, no. 2-3, s. 95-287.

Fernandez P., 2006, *Correct value of tax shield: An analysis of 23 theories*, Working Paper no. 628, University of Navarra.

Kawano L., 2011, *The dividend clientele hypothesis: Evidence from the 2003 Tax Act*, The Department of the Treasury, Office of Tax Analysis Working Paper, no. 102, s. 1-64.

Miller M., 1977, *Debt and taxes*, Journal of Finance, no. 32 (May), s. 261-276.

Poterba J., 2004, *Corporate payout policy*, American Economic Review, 94, s. 171-175.

Poterba J., Summers L., 1985, *The Economic Effect of Dividend Taxation*, [w:] Altman E.I., Subrahmanyam M.G., Recent Advances in Corporate Finance, Homewood, Il.

Uchman J., 2018, *Podatkowe uwarunkowania efektu klienteli w Polsce*, Studia Ekonomiczne, nr 358, s. 264-275.

Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych ze zmianami.

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych ze zmianami.

Wolfson J., Scholes M., 1992, *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach, Englewood Cliffs*, Prentice Hall, New Jersey, s. 328-329.

Worldwide Tax Summaries, 2017, http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/PPAA-85RDKF.

Worldwide Tax Summaries, 2018-2019, PWC, http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/PPAA-85RDKF.

Zodrow G.R., 1991, *On the traditional and new views of dividend taxation*, National Tax Journal, vol. 44.