



Jacek Uchman

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Finansów
jacek.uchman@ue.wroc.pl

PODATKOWE UWARUNKOWANIA EFEKTU KLIENTELI W POLSCE

Streszczenie: W artykule oceniono regulacje podatkowe w polskich podatkach dochodowych, umożliwiające zaistnienie efektu klienteli. Oceny dokonano, opierając się na rozwiązaniach teoretycznych. Odwoływały się one do regulacji podatkowych w USA, które stały się drugim układem odniesienia w opracowaniu. Skoncentrowano się głównie na opodatkowaniu dywidend i zysków kapitałowych w polskich podatkach dochodowych, naszkicowano też zmiany opodatkowania w tym obszarze w ostatnich dekadach.

Słowa kluczowe: efekt klienteli, podatki, dywidendy.

JEL Classification: H3, G35.

Wprowadzenie

W teorii finansów istnieje założenie, że zawsze mogą pojawić się tacy inwestorzy (rodzaj klienteli), którzy będą zainteresowani kupnem akcji danego przedsiębiorstwa lub grup spółek ze względu na określony typ polityki dywidend prowadzony przez ich zarządy. Efekt klienteli, o ile zachodzi na rynku kapitałowym, jest zjawiskiem ważnym dla spółek kapitałowych i inwestorów. Warunkiem jego zaistnienia mogą być różne czynniki, w tym czynnik podatkowy. Celem pracy jest próba oceny, czy polski system opodatkowania dochodów umożliwi realizację efektu klienteli przez akcjonariuszy. Kwestia ta jest logicznie wcześniejsza od problemu, czy efekt klienteli zachodzi w warunkach polskiego rynku giełdowego. Ze względu na przedmiot zainteresowań w opracowaniu zastosowano wnioskowanie dedukcyjne. Wykorzystano też metodę porównawczą, której układem odniesienia stały się wyselekcjonowane rozwiązania podatkowe w USA. W opracowaniu uwzględniono regulacje podatkowe

polskiego ustawodawstwa, dotyczące głównie dochodów z akcji w ostatnich dwóch dekadach, z podkreśleniem rozwiązań aktualnie obowiązujących. Efekt klienteli jest wielowątkowy, poniższe rozważania ukazują przede wszystkim aspekt podatkowy. Polityka dywidend polskich spółek giełdowych nie stanowi podstawowego nurtu tego artykułu.

1. Efekt klienteli w rozważaniach teoretycznych

Efekt klienteli łączy problematykę podatkową i zagadnienia z obszaru finansów firm. Analizowany jest zasadniczo w dwóch obszarach finansów przedsiębiorstw: w decyzjach dotyczących podziału zysku i w decyzjach dotyczących struktury kapitału. Przyjęcie założenia o istnieniu tego efektu powoduje, że należy także uwzględnić, iż może on implikować różnice w polityce finansowej firm i wpływać na wartość podmiotów gospodarczych. Zaistnienie efektu może być ułatwione poprzez szczegółowe regulacje w systemie podatkowym. W rozważaniach teoretycznych jest on zazwyczaj analizowany w tych spółkach giełdowych, które nie podejmują decyzji finansowych w skali międzynarodowej, ponieważ to utrudniałoby wyjaśnienie motywów podejmowanych decyzji. W podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego środki są transferowane również w formie odsetek, cen transferowych, opłat za zarządzanie i płatności licencyjnych. Trudno byłoby umieścić te formy w rozważaniach dotyczących efektu klienteli.

W obu tych obszarach (podział zysku i struktura kapitału) decyzje dostosowawcze podmiotów gospodarczych i inwestorów mogą być dokonane z lub bez uwzględnienia systemu podatkowego. Zasadniczo efekt klienteli polega na tym, że inwestorzy wybierają akcje spółek giełdowych charakteryzujących się różną strukturą stóp zwrotu (różnym udziałem dywidend i zysków kapitałowych), kierując się własną sytuacją finansową i potrzebami. Jedni wybiorą akcje przynoszące wysokie dywidendy. Inni zdecydują się na akcje przynoszące niższe dywidendy. Jeszcze inni będą nastawieni na zyski kapitałowe (dochody ze sprzedaży lub wzrostu cen akcji)¹. Nie zawsze wybory te są determinowane przez podatki. Spółki dostosowują swoją ofertę wypłat do potrzeb różnych grup inwestorów. W przypadku decyzji dotyczących struktury kapitału rozważa się także obce źródła finansowania, tzn. głównie obligacje przedsiębiorstw, ich oprocentowanie i opodatkowanie.

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

Jako pierwsi pojęcie i koncepcję efektu klienteli wprowadzili Modigliani i Miller w 1961 r. w modelu wypłat dywidend i wartości firmy. Rozważali go w kontekście wartości przedsiębiorstwa. Spółki wypłacają dywidendy w różnej wysokości, dostosowując je do potrzeb różnych grup inwestorów, ale nie wpływa to na ich wartość. Wybrana przez spółkę polityka dywidend jest tak samo dobra jak każda inna i nie da się maksymalizować wartości firmy poprzez manipulowanie poziomem wypłat z zysku. Modigliani i Miller już w założeniach wyeliminowali system podatkowy z modelu, wykluczając tym samym rolę czynnika podatkowego [Miller, Modigliani, 1961]. Efekt klienteli w tej koncepcji służył argumentacji, że żadna polityka dywidend nie jest optymalna ze względu na wartość firmy. Stąd akcje firm prowadzących różne polityki dywidend zawsze znajdą nabywców, którzy ze względu na rodzaj prowadzonej działalności (np. fundusze inwestycyjne), czy ze względu na koszty transakcyjne mogą wybrać akcje firm o różnym poziomie wypłat. Efekt klienteli rozpatrywano także w innym modelu Modiglianiego i Millera – w modelu struktury kapitału i wartości firmy z 1963 r., uwzględniającym podatek dochodowy od osób prawnych (CIT) [Modigliani, Miller, 1963]. W modelu tym nie uwzględniono jeszcze opodatkowania samych inwestorów.

W obszarze polityki samych wypłat jedną z pierwszych uwzględniających podatki była koncepcja arbitrażu fiskalnego przedstawiona w modelu Eltona–Grubera. Badano w nim wpływ wypłat dywidend na kształtowanie się cen akcji na rynku kapitałowym. Uwzględnia on wpływ podatku dochodowego od osób fizycznych (PIT) na ceny akcji. Autorzy wprowadzili do rozważań stawki podatku dochodowego nakładane na dywidendy oraz zyski kapitałowe i próbowali określić ich oddziaływanie na ceny akcji przy uwzględnieniu określonej stopy dywidendy. Sprzedając akcje przed dniem utraty prawa do dywidendy (*ex dividend day*) lub w tym dniu czy też po tym dniu, tzn. tracąc to prawo, akcjonariusz musi uwzględniać funkcjonowanie podatku dochodowego od osób fizycznych nałożonego na dywidendy (opodatkowane wyżej i według skali progresywnej) i na zyski kapitałowe.

Na podstawie badań empirycznych analizujących obniżki cen akcji po *ex dividend* Elton i Gruber stwierdzili, że im niższa stopa dywidendy w firmie, tym niższych dochodów w tej formie, a wyższych w formie zysków kapitałowych oczekuje akcjonariusz. Akcjonariusze posiadający akcje o najwyższej stopie dywidendy byli podatnikami znajdującymi się w najniższym przedziale podatku dochodowego bądź też podmiotami zwolnionymi od podatku [Elton, Gruber, 1970]. Wnioski te były częściowo poddane krytyce, ponieważ mogły

wystąpić inne czynniki zmniejszające obniżki cen akcji, niewynikające z poziomu wypłaconych dywidend².

Uogólniając, efekt klienteli według tej koncepcji oznacza, że inwestorzy na rynku kapitałowym dokonują zakupu takich aktywów, które przynoszą dochody najbardziej odpowiadające ich sytuacji podatkowej, czyli opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób fizycznych (charakteryzującym się progresją i zwolnieniami). Nie uwzględniała ona opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych (w systemie amerykańskim też progresywnym).

Debata teoretyczna o dywidendach trwa w USA od lat 60., a system podatkowy w tym czasie zmieniał się, zatem nowe regulacje dawały asumpt do kolejnych rozważań w tym przedmiocie. Wnioski z różnych badań empirycznych dotyczących znaczenia czynnika podatkowego nawet w okresie funkcjonowania tych samych regulacji podatkowych nie były jednoznaczne [Allen i in., 2000]. Trzeba też wskazać, że system opodatkowania dochodów z akcji w USA nie był, ani nie jest, identyczny z regulacjami europejskimi (w tym polskimi) w analizowanym obszarze.

Efekt klienteli uwzględniający opodatkowanie można sprowadzić do tego, że inwestorzy nabywają akcje spółek płacących niskie, średnie lub wysokie dywidendy lub niepłacących w ogóle, kierując się korzystną dla siebie sytuacją podatkową. Jeżeli dochody inwestorów będą w przedziałach progresji podatkowej charakteryzującej się wysokimi stawkami, wtedy (aby minimalizować swoje zobowiązanie podatkowe) wybiorą akcje spółek płacących niskie dywidendy lub niepłacących w ogóle. Umożliwia to zapłacenie niższego podatku od dywidend. Ponadto, jeżeli dywidendy nie są w ogóle wypłacane, wtedy inwestorzy mają możliwość zapłacenia podatku od zysków kapitałowych o niższej stawce niż podatek nakładany na dywidendy, zwłaszcza w przypadku preferencyjnie opodatkowanych zysków długoterminowych. Realizacja tych zysków w odległej przyszłości powoduje, że wartość bieżąca (*present value*) podatku jest jeszcze niższa lub w ogóle unika się tego opodatkowania, gdy realizacja zysków kapitałowych jest odkładana w nieskończoność. Podmioty zwolnione z podatku dochodowego lub niepłacące podatku od dywidend, kierując się motywem podatkowym, będą kupować akcje spółek płacących najwyższe dywidendy. Głównie są to inwestorzy instytucjonalni [Allen i in., 2000; Kawano, 2011].

Podatkowy efekt klienteli może wystąpić w sytuacji zróżnicowania stawek nakładanych na dochody z akcji i zróżnicowania terminu poboru podatków

² Podatek od dywidend w USA był wtedy i jest obecnie podatkiem progresywnym, podobnie jak cały podatek dochodowy od osób fizycznych.

u podatników podatków dochodowych (PIT i CIT). Może także pojawić się w sytuacji jednorazowych reform w systemie podatkowym i następujących po nich działań dostosowawczych podatników. W tym przypadku o efekcie można mówić, jeżeli działania dostosowawcze też mają charakter jednorazowy, np. skład akcjonariatu spółek ulega trwałej zmianie jednoznacznie motywowanej podatkami lub trwale wzrasta poziom wypłat z zysku. W literaturze przedmiotu badano zmiany struktury akcjonariatu spółek wywołanej zmianami opodatkowania na przykładzie różnych krajów [DeAngelo i in., 2008; Zyguda, 2016].

2. Podatkowe uwarunkowania efektu klienteli w Polsce w kontekście wybranych rozwiązań w USA

W rozważaniach teoretycznych dotyczących omawianego zjawiska występują odwołania do systemu podatkowego USA, który w ostatnich dekadach podlegał zmianom w badanym obszarze. Występują w nim jednak trwałe elementy, które sprzyjają zaistnieniu efektu klienteli.

Amerykański system podatkowy w obszarze opodatkowania dywidend charakteryzował się w okresie formułowania koncepcji teoretycznych uwzględniających efekt klienteli występowaniem systemu klasycznego podatku dochodowego³. W systemie tym podatnik będący osobą fizyczną nie może liczyć na żadne preferencje przy otrzymaniu dochodów z udziałów w zyskach (dywidend). Dochody te są łączone z pozostałymi dochodami podatnika i opodatkowane pełną stawką podatku dochodowego z przedziału, w którym mieszczą się dochody podatnika (przy założeniu podatku progresywnego). System klasyczny jest taką formą opodatkowania dochodów, która oznacza pełne podwójne opodatkowanie dochodów, ponieważ nie uwzględnia się wzajemnych zależności między przedmiotem opodatkowania dwoma podatkami dochodowymi [Messere, 1993; Mintz, 1995]. System ten z niewielkimi modyfikacjami funkcjonował do 2003 r. Od 2003 r. reforma prezydenta Busha system ten skomplikowała i rozbudowała.

Obecnie dywidendy w USA są dzielone dla celów podatku dochodowego od osób fizycznych na dwa rodzaje: dywidendy kwalifikowane (*qualified*) i dywidendy zwykłe (*ordinary*). Oba rodzaje dywidend były w 2017 r. opodatkowane progresywnie (stawki opodatkowania dywidend kwalifikowanych – 0%,

³ System podatku dochodowego jest rozumiany jako wzajemne interakcje podatku dochodowego od osób prawnych i podatku dochodowego od osób fizycznych w aspekcie podwójnego opodatkowania.

15%, 20%, stawki opodatkowania dywidend zwykłych – 10%, 15%, 25%, 28%, 33%, 35%, 39,6%)⁴. Pierwsze z nich są opodatkowane progresywnie, ale preferencyjnie. Drugie charakteryzują się tym, że są opodatkowane progresywnie, ale stawkami właściwymi dla normalnych dochodów. Podstawowym kryterium przyporządkowującym dywidendy do pierwszej lub drugiej grupy jest okres posiadania akcji. Długoterminowi inwestorzy (dywidendy kwalifikowane) są opodatkowani preferencyjnie. Ponadto zyski kapitałowe o charakterze długoterminowym (dłuższym niż rok) są opodatkowane w sposób preferencyjny według tej samej skali jak dywidendy kwalifikowane. Natomiast zyski kapitałowe krótkoterminowe są opodatkowane wyżej (według zwykłej skali progresywnej) [Worldwide, 2017]. To poszerza możliwości zaistnienia efektu klienteli. Inwestor indywidualny ma większy wybór.

Na podstawie rozważań teoretycznych i obserwacji empirycznych można stwierdzić, że do podstawowych czynników podatkowych implikujących zaistnienie efektu klienteli w obszarze podziału zysków należą:

- 1) zróżnicowanie (progresja) opodatkowania dywidend wobec osób fizycznych,
- 2) zróżnicowanie opodatkowania dywidend klientów indywidualnych (osób fizycznych) w stosunku do klientów instytucjonalnych (osób prawnych). Tu szczególnie istotne są zwolnienia dla wybranych inwestorów instytucjonalnych,
- 3) zróżnicowanie (i ewentualnie progresja) opodatkowania zysków kapitałowych długoterminowych i krótkoterminowych u osób prawnych i fizycznych.

Warto zadać pytanie, czy system podatkowy w Polsce ułatwia zaistnienie efektu klienteli opartego na podatkach.

Tabela 1. Stawki opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych w PIT i w CIT w Polsce w latach 1995-2017 (w %)

Rodzaj dochodu	PIT		
	Lata		
	1995-2000	2001-2003	2004 -2017
Dywidendy dla osób fizycznych	20	15	19
Zyski kapitałowe z akcji dopuszczonych do publicznego obrotu, nabytych w trybie przewidzianym przez zwolnienie	zwolnione	zwolnione	19
Zyski kapitałowe ze sprzedaży pozostałych akcji i udziałów	opodatkowane progresywnie (zgodnie z podstawowymi stawkami PIT)	opodatkowane progresywnie (zgodnie z podstawowymi stawkami PIT)	19

⁴ W 2018 r. stawka 39,6% została zredukowana do 37%.

cd. tabeli 1

CIT			
	1995-2000	2001-2003	2004-2017
Dywidendy*	20	15	19
	podatek odliczany od dochodów z pozostałej działalności po spełnieniu określonych warunków		do 2006 r. jak w latach poprzednich, od 2006 r. zwolnienie po spełnieniu określonych warunków
Zyski kapitałowe*	opodatkowane wraz z pozostałymi dochodami tzn. za 1995-2000 stawki: 40%, 40%, 38%, 36%, 34%, 30%,	opodatkowane wraz z pozostałymi dochodami tzn. za 2001-2003 stawki: 28%, 28%, 27%	opodatkowane wraz z pozostałymi dochodami tzn. 19% (od 2017 r. również 15%)
Dochody z dywidend i zyski kapitałowe inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne)	zwolnione	zwolnione	zwolnione

* Od 2018 r. w ustawie o CIT obie pozycje są określone jako *przychody z zysków kapitałowych*.

Źródło: [Ustawa, 1991; Ustawa, 1992].

Czy można mówić o występowaniu w Polsce odpowiednich warunków podatkowych dla efektu klienteli? System podatku dochodowego w kraju zawiera elementy podatku klasycznego i częściowej integracji pojawiającej się na poziomie akcjonariusza. Występuje podwójne opodatkowanie dochodów, ale dywidendy nie są opodatkowane ściśle według modelu klasycznego. Stawka podatku od dywidend dla osób fizycznych jest niezależna od przedziału podatkowego, w którym mieszczą się ich dochody z pozostałych źródeł. Dywidendy nie są łączone z innymi dochodami, a specjalna stawka podatku może stanowić zmniejszenie podatku dla podatników, których dochody znajdują się w drugim przedziale podatkowym. W przypadku osób fizycznych, szczególnie od 2004 r., można mówić o zmniejszeniu możliwości wyboru inwestycji finansowych z punktu widzenia różnicowania konsekwencji podatkowych. Przestało wtedy obowiązywać zwolnienie z opodatkowania zysków kapitałowych osiągniętych na rynku publicznym przez osoby fizyczne. Jednakże osoby fizyczne nie są dominującą grupą inwestorów w Polsce.

Znacznie większymi zasobami finansowymi dysponują osoby prawne, które mają możliwość uniknięcia podatku od dywidend, jeżeli są spełnione pewne warunki. Mianowicie, co najmniej 10% udział kapitałowy spółki otrzymującej dywidendę w kapitale spółki wypłacającej oraz posiadanie tego udziału przez co najmniej dwa lata. Należy zwrócić uwagę, że ów udział 10% ogranicza płynność przesuwania środków przez osoby prawne, ponieważ taka wysokość udziału wskazuje zazwyczaj bezpośrednie zaangażowanie w zarządzanie firmą i przestaje być już tylko formą inwestycji portfelowej. Podobnych zwolnień w CIT nie ma w odniesieniu do dochodów ze sprzedaży akcji. Ponadto istnieją zwolnienia podatkowe w CIT o charakterze podmiotowym dla funduszy emerytalnych. W wielu przypadkach dla osób prawnych jest bardziej opłacalne podatkowo nabywanie akcji spółek dokonujących wysokich wypłat z zysku.

O ile zatem w literaturze anglosaskiej wskazywano szczególne możliwości zaistnienia podatkowego efektu klienteli u osób fizycznych, o tyle w realiach polskich osoby prawne po spełnieniu określonych warunków mają większe szanse kształtowania opodatkowania swoich dochodów z akcji. Mianowicie, mają możliwość uniknięcia podatku od dywidend, czego osoby fizyczne są w zasadzie pozbawione. Osoby prawne posiadające dochód do opodatkowania mogą dążyć do osiągnięcia korzyści w formie dywidend, a nie dochodów ze sprzedaży akcji (zysków kapitałowych), które są opodatkowane według podstawowej stawki podatku dochodowego od osób prawnych. Natomiast osobom fizycznym większe możliwości uniknięcia podatku przynoszą regulacje dotyczące opodatkowania zysków kapitałowych w podatku dochodowym od osób fizycznych. Osoby fizyczne osiągną większe korzyści fiskalne, jeżeli będą realizować swoje dochody w postaci zysków kapitałowych niż w przypadku wypłat dywidend. Trzeba tu jednak przyjąć założenie, że wypłacona dywidenda będzie równa zyskowi kapitałowemu, a to nie jest pewne. Ponadto istnieją grupy inwestorów, które nie są zainteresowane wyłącznie obniżką podatku. Jeżeli stopa zwrotu z akcji netto (po opodatkowaniu) będzie dla nich odpowiednio wysoka, wtedy zaakceptują wyższy podatek.

Tabela 2. Porównanie konsekwencji podatkowych różnych form dochodów w PIT i CIT w kontekście możliwości wystąpienia efektu klienteli

Wyszczególnienie	Aspekty sprzyjające różnicowaniu lokat w akcje ze względu na podatek	Aspekty niesprzyjające podatkowo
PIT		
Dywidendy	Jeżeli dywidendy będą odpowiednio wysokie, mogą zneutralizować podatek. Poza tym praktycznie brak możliwości dopasowania stawki podatku do dochodów pochodzących od spółek o różnym poziomie wypłat	W zasadzie nie istnieje możliwość różnicowania lokat w spółki dywidendowe ze względu na liniowy charakter podatku. Występuje podwójne opodatkowanie w sensie ekonomicznym
Zyski kapitałowe	Możliwość zastosowania tarczy podatkowej kompensującej zyski i straty kapitałowe. Wartość bieżąca podatku (<i>present value</i>) może ulec zmniejszeniu, jeżeli realizacja dochodów jest odkładana. Może to być alternatywa dla klienteli nieoczekującej natychmiastowych i regularnych dochodów. Odroczenie opodatkowania w nieskończoność (wtedy według M. Millera można uznać, że stawka podatku wynosi 0) [Miller, 1977]	Brak progresji i zróżnicowania opodatkowania zysków długoterminowych i krótkoterminowych
CIT		
Dywidendy	Dywidendy mogą być wolne od podatku dochodowego po spełnieniu pewnych warunków. Podmiotowe zwolnienie funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych	Dywidendy nie są opodatkowane tylko w przypadku posiadania dużych pakietów akcji (co najmniej 10%)
Zyski kapitałowe	Opodatkowane według ogólnych zasad – stawka 19% lub 15%. Podmiotowe zwolnienie funduszy emerytalnych i inwestycyjnych (z wyjątkami)	Brak progresji oraz zróżnicowanego opodatkowania zysków długoterminowych i krótkoterminowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Ustawa, 1991; Ustawa, 1992].

W literaturze zachodniej często akcentuje się znaczenie podmiotów zwolnionych od podatku, zwłaszcza funduszy emerytalnych, dla wystąpienia efektu klienteli [Miller, 1977]. Fundusze emerytalne są inwestorami, których funkcjonowanie można rozpatrywać na różnych płaszczyznach. Po pierwsze, fundusze emerytalne jako podmioty dysponujące nadwyżkami środków pieniężnych dokonują (w myśl obecnie obowiązujących przepisów) inwestycji na polskim rynku kapitałowym i są obecnie najważniejszymi instytucjonalnymi inwestorami [Uchman, 2017]. Mogą więc osiągać dochody w postaci dywidend. Są one dla nich co najmniej tak samo ważne, jak zyski kapitałowe, a ze względu na często-

liwość wypłat dokonywanych w przyszłości przez te podmioty, byłoby nawet lepiej, gdyby spółki, których akcje nabywają, mogły wypłacać dywidendy częściej niż raz do roku. Dochody te mogą stanowić znaczącą część dochodów funduszy emerytalnych. Po drugie, fundusze emerytalne (i inwestycyjne) jako podmioty zwolnione z CIT (por. tabela 1) mogłyby nabywać akcje firm charakteryzujących się mniejszą stopą zwrotu ze względu na efekty podatkowe takiej polityki. Z drugiej strony mogłyby nabywać akcje spółek dokonujących wysokich wypłat. Zyski kapitałowe funduszy są wolne od podatku.

Dotychczasowe rozważania teoretyczne pozwalają stwierdzić, że efektowi klienteli sprzyja większe zróżnicowanie opodatkowania. Podatki dochodowe o wielu szczeblach progresji i z licznymi zwolnieniami ułatwiałyby podatnikom działania dostosowawcze. W polskim systemie podatkowym nie występują progresywne stawki opodatkowania dywidend w podatku dochodowym od osób fizycznych ani w podatku dochodowym od osób prawnych. Nie występują także odmienne stawki podatkowe nakładane na zyski kapitałowe długoterminowe i krótkoterminowe. Funkcjonują natomiast podmioty zwolnione od podatku (np. fundusze emerytalne), które w związku z tym mogą akceptować niższe wskaźniki wypłacanych dywidend, a także bezpodatkowo realizować zyski kapitałowe. Ponadto w przypadku osób prawnych konstrukcja zwolnienia dywidend od podatku oznacza dostępność dla liczniejszych grup podatników.

Podsumowanie

Efekt klienteli nie musi się opierać na regulacjach podatkowych. To jest tylko jedna z form jego występowania. Gdyby jednak miał zaistnieć ze względu na czynnik fiskalny, to wydaje się, że ważnym warunkiem podatkowym, aby akcjonariusze indywidualni mogli z niego korzystać, powinny być różne (progresywne) stawki podatku dochodowego nakładanego na dywidendy oraz zróżnicowanie opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych w PIT. Te rozwiązania w warunkach polskiego systemu podatkowego obecnie nie występują. Pod tym względem lepszym okresem były lata 1995-2003, jednak wtedy większość spółek giełdowych nie wypłacała dywidend, a uczestnicy rynku giełdowego byli nastawieni na spekulację cenową. Decyzje władz fiskalnych w tym obszarze nie muszą być dyktowane priorytetami spółek giełdowych, czy akcjonariuszy. Najczęściej zmiany są motywowane celami fiskalnymi, pobudzaniem poziomu inwestycji bądź nawet względami marketingowymi. Progresywne opodatkowanie dywidend i zysków kapitałowych w podatku dochodowym od osób fizycznych

jest charakterystyczne dla systemu podatkowego USA, mimo że od 2003 r. nie występuje tam system klasyczny w czystej postaci. Kraje Europy Zachodniej już od lat 60. XX w. wprowadziły różne formy integracji (ograniczenia podwójnego opodatkowania) podatku dochodowego [Messere, 1993].

Większe zróżnicowanie opodatkowania dochodów z akcji, obejmujące przede wszystkim zwolnienia, występuje u osób prawnych, co również ze względu na ich większe zasoby finansowe podnosi możliwość ich partycypacji w omawianym efekcie. Inwestorzy instytucjonalni dominują na polskim rynku kapitałowym, dlatego efekt klienteli warunkowany podatkowo częściej może odnosić się do osób prawnych.

Aby osoby fizyczne mogły w większym stopniu w nim partycypować, należałoby bardziej skomplikować system opodatkowania dochodów osób fizycznych w obszarze dochodów z akcji. Nie wydaje się jednak, żeby komplikacja systemu podatkowego, nawet w takim stosunkowo niewielkim obszarze, była dla gospodarki opłacalna.

Literatura

- Allen F., Bernardo A.E., Welch I. (2000), *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*, „Journal of Finance”, Vol. 60, No. 6, s. 2499-2536.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J. (2008), *Corporate Payout Policy*, „Foundations and Trends in Finance”, Vol. 3, No. 2-3, s. 95-287.
- Elton E.J., Gruber M.J. (1970), *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effects*, „Review of Economics and Statistics”, February, Vol. 52, No. 1.
- 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.
- Messere K.C. (1993), *Tax Policy in OECD Countries, Choices and Conflicts*, IBDF Publications BV, Amsterdam 1993.
- Miller M. (1977), *Debt and Taxes*, „Journal of Finance”, No. 32 (May), s. 261-276.
- Miller M.H., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, Vol. 34, No. 4, s. 411-433.
- Mintz J. (1995), *The Corporation Tax*, „Fiscal Policy”, Vol. 16, No. 4, s. 23-68.
- Modigliani F., Miller M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review”, Vol. 53, No. 3, s. 433-443.
- Uchman J. (2017), *Wyplaty dywidend spółek giełdowych z udziałem kapitałowym otwartych funduszy emerytalnych*, „Acta Universitas Lodzensis, Folia Oeconomica”, nr 3(329), s. 179-192.

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

Ustawa (1992) z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych ze zmianami.

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

Zyguła A. (2016), *Efekt klienteli dywidendowej- teoria i praktyka rozwiniętych rynków kapitałowych*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1(79), s. 159-169.

TAX CONDITIONING OF THE CLIENTELE EFFECT IN POLAND

Summary: In the paper there have been presented and estimated the tax regulations concerning Polish income taxes enabling the formation of the clientele effect. The estimation has been done on the basis of theoretical consideration. It referred to the tax regulation in the USA, which became another point of reference except for the theoretical solutions. The main idea of the paper was to concentrate on the taxation of dividend and capital gains in Polish income taxes. The changes in the taxation in the discussed area have been outlined for the last decades.

Keywords: clientele effect, taxation, dividends.