

# **OPODATKOWANIE ZYSKÓW Z INWESTYCJI GIEŁDOWYCH – JAKA PRZYSZŁOŚĆ?**

TOMASZ DĘBOWSKI\*

## **1. WSTĘP**

Polska zmierza w kierunku Europy, tej zintegrowanej, tworzącej Unię Europejską. Szybkość wstąpienia do niej uwarunkowana jest między innymi tempem zamykania poszczególnych tzw. rozdziałów negocjacyjnych, omawianych przez polskich negocjatorów rządowych z ich unijnymi odpowiednikami. Równocześnie w wielu dziedzinach gospodarki zachodzi ciąg procesów dostosowawczych, mających na celu zbliżenie charakteru jej funkcjonowania do rozwiązań przyjętych w krajach Unii. W obszarze podlegającym zmianom znajduje się między innymi system fiskalny, a zwłaszcza kwestie kształtowania wysokości poszczególnych podatków.

Wraz z objęciem stanowiska ministra finansów przez Marka Belkę, wykazaniem rzeczywistej wysokości deficytu budżetowego (tzw. bilans otwarcia nowego rządu) oraz przyjęciem kierunków jego redukcji w przyszłych latach, zagadnienia podatkowe stały się jednym z podstawowych tematów poddawanych dyskusji, zarówno przez polityków, jak i ekonomistów. Szczególnego rozgłosu nabrało opodatkowanie dochodów kapitałowych. I choć podatek od tych dochodów został już częściowo wprowadzony, m.in. odsetki od środków gromadzonych na rachunkach bankowych objęte są zryczałtowaną stawką 20%, to nadal w sferze przyszłych zamierzeń rządowych pozostaje kwestia opodatkowania dochodów kapitałowych uzyskiwanych z tytułu inwestycji giełdowych. W niniejszym artykule podjęta została próba wskazania następstw, jakie niesie za sobą wprowadzenie podatku giełdowego.

## **2. PODATEK OD DOCHODÓW KAPITAŁOWYCH – REALIA UNII EUROPEJSKIEJ I DOŚWIADCZENIA KRAJOWE**

Kraje unijnej piętnastki dążą do zbliżania do siebie i ujednolicenia przepisów prawnych, w tym podatkowych. Jednakże wbrew niektórym opiniom, w państwach UE nie ma pełnej jednomyślności w kwestiach regulacji fiskalnych. Tym bardziej nie ma jednolitych w tym zakresie dyrektyw. W różnych krajach istnieją różne rozwiązania, a próby ich zharmonizowania napotykają na duże opory.

---

\* Mgr Tomasz Dębowski, Uniwersytet w Białymstoku.

Uzgodnienia dotyczące wspólnych zasad opodatkowania dochodów kapitałowych prowadzone jeszcze w 1999 roku wzbudzały wiele kontrowersji i nie doprowadziły do rozstrzygnięć, głównie ze względu na konsekwentny sprzeciw ze strony Austrii, Luksemburga i Wielkiej Brytanii. Ostatecznie przyjęta została zasada, że **każdy z krajów Unii ma obowiązek informować władze podatkowe innych państw o dochodach z tytułu inwestycji, jakie ich obywatele osiągnęli na jego obszarze** [2, s. 13]. Nie ma konsensusu w zakresie wspólnych podatkowych regulacji prawnych, wobec czego opodatkowanie dochodów kapitałowych uwarunkowane jest jedynie wewnętrznymi rozwiązaniami legislacyjnymi państw – członków Unii Europejskiej. Sytuacja taka będzie trwała dopóty, dopóki na płaszczyźnie ustaleń podatkowych nie zostaną wypracowane racjonalne standardy i przyjęte wspólne porozumienia. Unia trwa więc obecnie w stanie braku jednolitości przepisów podatkowych dotyczących opodatkowania dochodów kapitałowych, w tym zysków osiągniętych na giełdzie. Brak zdecydowanego wspólnego stanowiska w sprawie opodatkowania dochodów z kapitału powodowany jest głównie, jak należy sądzić, obawami przed spodziewaną ucieczką inwestorów (a zatem i kapitału) w inne części świata, gdzie inwestowanie może okazać się i bezpieczniejsze, i bardziej zyskowne. Za faktem tym przemawiają dotychczasowe doświadczenia. Przykładowo w Niemczech wprowadzenie pod koniec lat osiemdziesiątych podatku od odsetek z oszczędności spowodowało odpływ z tego kraju oszczędności na kwotę około 45 mld marek. Z kolei według danych Międzynarodowego Banku Rozliczeń (BIS) wartość transferów pieniężnych z krajów uważanych za raje podatkowe wyniosła w 1999 r. 164 mld USD, z czego na Kajmany przypadało aż 47 mld USD. Szacuje się, że ze względu na korzystne rozwiązania podatkowe, ulokowano w tym kraju ponad 400 mld USD [2, s. 13]. Obawy przed odpływem kapitału wydają się być uzasadnione, stąd nie należy dziwić się, że unijne stanowisko w sprawie opodatkowania dochodów kapitałowych nie zostało dotychczas wypracowane i kompleksowo uzgodnione.

Pomysł wprowadzenia opodatkowania transakcji na rynkach finansowych legitymuje się w gruncie rzeczy historią pozaeuropejską. Zostało ono bowiem zgłoszone już w 1978 r. przez Jamesa Tobina, amerykańskiego ekonomistę, laureata Nagrody Nobla. J. Tobin postulował, aby spekulacyjne transakcje prowadzone na rynkach finansowych zostały obłożone podatkiem, z którego finansowany byłby rozwój państw Trzeciego Świata. Tę wydawałoby się dawno dezawuowaną propozycję podjął w sierpniu 2001 r. także premier Francji Lionel Jospin. Inicjatywę w tej sprawie poparł zaś kanclerz Niemiec Gerhard Schröder. Zachowanie takie ma jednak prawdopodobnie związek z czekającymi obu mężów stanu wyborami prezydenckimi w 2002 r. Za wprowadzeniem takiego podatku opowiadają się także antyglobaliści i środowiska lewackie w obu krajach. Jednakże ideę tę krytykują jednomyślnie ministrowie finansów i szefowie banków centralnych kilku państw europejskich, w tym Niemiec i Francji. Przeciwnicy podkreślają nierealność pomysłu, trudności z jego wprowadzeniem oraz

wskazują na większe szkody dla międzynarodowych przepływów finansowych niż możliwe do osiągnięcia korzyści.

W Polsce, pomimo aktualnego braku opodatkowania dochodów z inwestycji giełdowych, istnieją doświadczenia związane z próbami jego wdrożenia. Już w 1994 r. pełniący funkcję ministra pracy L. Miller, wystąpił z propozycją wprowadzenia niewielkiej opłaty od transakcji giełdowych i przeznaczenia pozyskanych w ten sposób środków na pomoc społeczną. Zwrócił się w tej sprawie o opinię do inwestorów giełdowych, a po spotkaniu wydawał się być przekonany do ich racji, iż zbyt wczesna jest propozycja wprowadzania tego typu podatku. Rzeczywistość wyglądała jednak inaczej. Podatek od sprzedaży akcji został ustanowiony i wprowadzony ustawą z dnia 21 października 1994 r. [6]. Ustawa ta dawała ministrowi finansów uprawnienia do ustalania stawki podatku (nie wyższej niż 0,3%) oraz do okresowych zwolnień. Podatek zaczął obowiązywać od 1 stycznia 1995 r., a ówczesny minister finansów Grzegorz Kołodko rozporządzeniem z dnia 5 grudnia 1994 r. ustalił jego wysokość na 0,2% [3]. Od końca lutego do 30 czerwca 1995 r. podatek od sprzedaży akcji został całkowicie zawieszony, tj. obowiązywała wówczas zerowa stawka podatku. W czerwcu 1995 r. zawieszenie podatku przedłużone zostało do końca roku kalendarzowego. Na mocy ustawy z dnia 13 października 1995 r. podatek od sprzedaży akcji zniesiono całkowicie [7].

Poddając ocenie wprowadzenie podatku od sprzedaży akcji w 1995 r. należy stwierdzić, że instrument ten nie spełnił pokładanych w nim oczekiwań. W pierwszej wersji Ministerstwo Finansów szacowało planowane wpływy z podatku na 70 mln złotych, następnie wielkość ta została skorygowana do 40 mln. Pod koniec stycznia 1995 r. zauważono, że wpływy z podatku równoważą jedynie koszty ich uzyskania, co podważało zasadność jego stosowania. W rzeczywistości wpływy z podatku wyniosły około 272 tys. zł w pierwszym tygodniu 1995 r., po pierwszym miesiącu około 894 tys. zł, a w ciągu całego okresu obowiązywania około 10 mln zł [2, s. 12]. Kwoty te były zdecydowanie niższe niż zakładano i z trudem kompensowały ponoszone z tytułu poboru koszty. W związku z tym utrzymywanie takiego obciążenia okazało się bezcelowe i bezzasadne. Dodatkowo połowa lat 90. była okresem plasowania dużej ilości emisji akcji na rynku pierwotnym, w tym sprzedawanych przez Skarb Państwa. Obawy przed znacznym zmniejszeniem wpływów budżetowych z tytułu sprzedaży akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw stały się z pewnością także jedną z przyczyn mających wpływ na kształt przyjętych wówczas rozwiązań i doprowadziły do szybkiego wycofania się resortu finansów z podatku transakcyjnego.

### 3. SKUTKI DECYZJI PODATKOWYCH

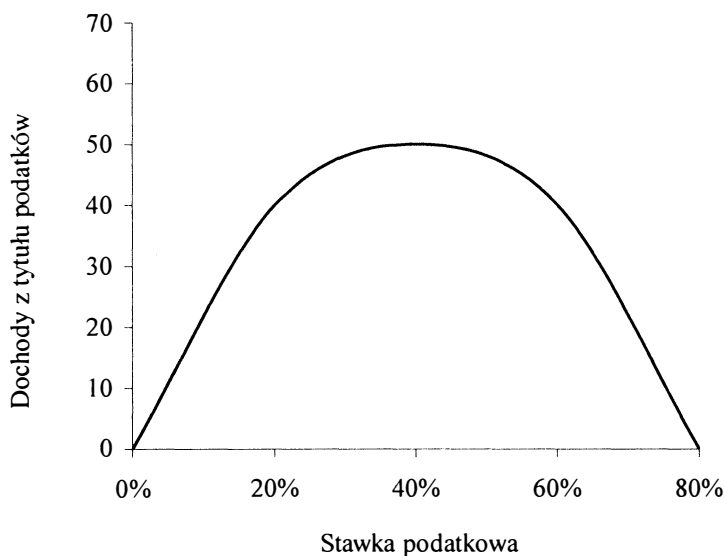
Każdy podatek wywiera bezpośredni wpływ na alokację zasobów w gospodarce. Wraz z jego zapłaceniem następuje bowiem przepływ części dochodu (części majątku lub kapitału) między podatnikami a budżetem państwa. W rezultacie tego przepływu zmniejszają się dochody podatników, co ogranicza ich

możliwości oszczędzania, inwestowania i konsumowania. Dlatego też w polityce podatkowej niezmiernie istotną rolę odgrywają takie zagadnienia jak:

- granice opodatkowania;
- stopień obciążeń podatkowych różnych podmiotów gospodarczych;
- słuszość stosowania form poszczególnych podatków z punktu widzenia ekonomicznego i fiskalnego;
- racjonalność i skuteczność poboru podatków.

We współczesnych realiach gospodarczych dostrzec można pewne granice opodatkowania różnych podmiotów gospodarczych, których przekroczenie wywołuje negatywne następstwa przejawiające się w ograniczeniu aktywności gospodarczej (na rynkach finansowych aktywności inwestycyjnej) i tym samym zmniejszeniu dochodów państwa. W ujęciu teoretycznym zjawisko zależności między skalą opodatkowania, rozmiarami działalności gospodarczej i dochodami budżetu państwa najpełniej odzwierciedla krzywa Laffera. Z krzywej tej wynika, że przy niskiej skali progresji podatkowej dochody państwa rosną szybko, gdyż niewielkie obciążenie podatkowe powoduje wzrost aktywności gospodarczej przedsiębiorców, a w konsekwencji wzrost ich dochodów będących przedmiotem opodatkowania. W miarę podnoszenia stawek podatkowych dochody budżetowe nadal wzrastają, ale już wolniej. Na krzywej zauważalne jest apogeum. Jest to punkt, w którym następuje przesilenie, a którego przekroczenie oznaczające dalszy wzrost stawki podatkowej powoduje ograniczenia w podejmowaniu działalności gospodarczej i w konsekwencji spadek dochodów budżetu państwa. W skrajnym przypadku przy 100% stawce podatkowej dochody zanikają całkowicie.

Krzywa Laffera ma zastosowanie do każdego rodzaju podatku, dlatego też powinna być brana pod uwagę także przy zamiarze wprowadzenia podatku od zysków giełdowych. Na tym tle rodzi się pytanie: Czy podatek od zysków giełdowych jest w ogóle potrzebny, a jeżeli tak, to jaka powinna być jego stawka? Wszystko wskazuje na to, że od 2004 r. inwestorzy giełdowi będą musieli pogodzić się z koniecznością zapłacenia podatku od osiągniętych zysków i będzie to najprawdopodobniej podatek zryczałtowany w wysokości 20% (o ile ustawodawca nie wprowadzi nowych rozwiązań). Stawka 20% jest równoznaczna ze stawką opodatkowania odsetek z lokat bankowych czy obligacji i wydaje się być na dzień dzisiejszy zbyt wysoka. Poziom taki może odbić się negatywnymi skutkami dla inwestorów, rynku kapitałowego, budżetu państwa, jak i wielu dziedzin gospodarki.



**Rys. 1.** Krzywa Laffera

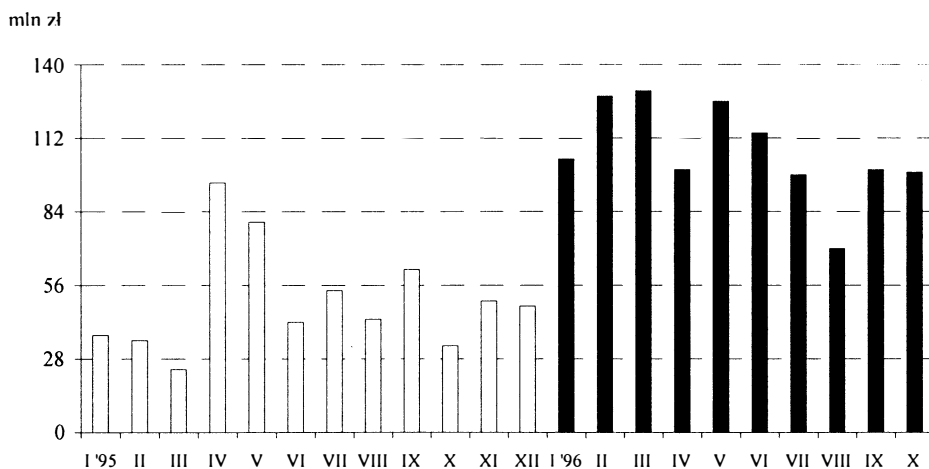
Źródło: [5, s. 92].

Ujemnym skutkiem wprowadzenia podatku – dotyczącym inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych – będzie z pewnością ograniczenie możliwości ich zarabkowania. Obłożenie „daniną” zysków giełdowych spowoduje obniżenie dochodów z gry giełdowej, które są i tak trudne do zrealizowania ze względu na duży stopień ryzyka w obszarze inwestycji giełdowych (znacznie większy niż przy innych formach inwestycji)<sup>1</sup>, jak i na utrzymującą się od dłuższego czasu dekoniunkturę na GPW w Warszawie i innych rynkach światowych.

Ograniczenie możliwości generowania zysków poprzez dzielenie się ich częścią z fiskusem może spowodować zmianę kierunku alokacji zaangażowanych kapitałów, np. w stronę inwestycji mniej ryzykownych lub w stronę rynków, na których opodatkowanie osiąganego zysku nie występuje. Doskonałym przykładem tego jak reaguje giełda na podatkowe eksperymenty był rok 1995, w którym zaczął obowiązywać podatek transakcyjny wynoszący 0,2% wartości transakcji. Jeszcze w grudniu 1994 r. średnie obroty akcjami wynosiły 52,6 mln zł na sesję, w styczniu 1995 r. obniżyły się do poziomu 37,1 mln zł, co oznaczało spadek aż o 30%. Tak niskie obroty utrzymywały się jeszcze przez dwa miesiące, sięgając w marcu 21,9 mln zł, tj. niewiele ponad jedną trzecią poziomu z grudnia poprzedniego roku. Główną przyczyną zaniku intensywności dokonywania transakcji giełdowych było wprowadzenie podatku. Podziało ono destrukcyjnie na uczestników rynku i negatywnie wpłynęło na ich inwestycyjne decyzje. Podobna do polskiej była reakcja giełdy w Budapeszcie, kiedy na początku 2001 r. wpro-

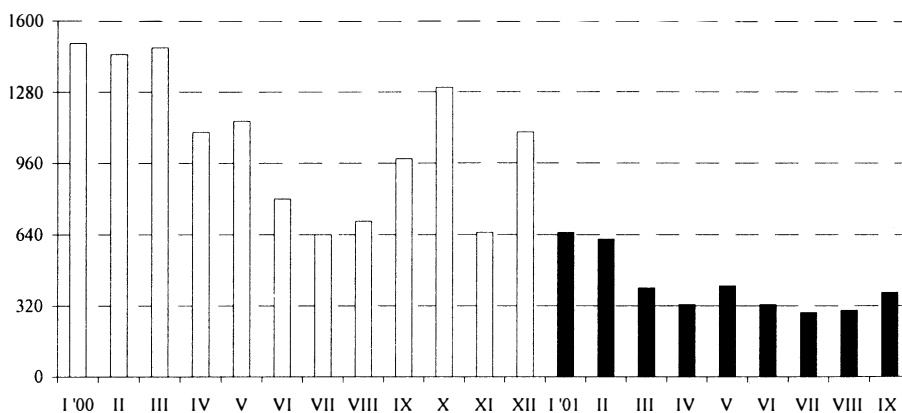
<sup>1</sup> Problematyka ryzyka giełdowego zobrażowana jest szczegółowo m.in. w pozycji [4, s. 65–69].

wadzano tam opodatkowanie zysków kapitałowych. Obroty po dziewięciu miesiącach 2001 r. były na węgierskiej giełdzie o 60% niższe niż w analogicznym okresie 2000 r. Tak więc i tu uwidoczniła się silna zależność między wprowadzeniem podatku i spadkiem wartości zawieranych transakcji giełdowych. Wartości obrotu akcjami przed i po wprowadzeniu podatku na giełdach papierów wartościowych w Warszawie i w Budapeszcie przedstawiają rysunki 2 i 3.



**Rys. 2.** Wartość obrotu akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995–1996

Źródło: [2, s. 12].



**Rys. 3.** Wartość obrotu akcjami na giełdzie w Budapeszcie w okresie przed i po wprowadzeniu podatku

Źródło: [1, s. 1].

Przykład Węgier pokazuje, jak wielce negatywne jest oddziaływanie podatku na rynek. Oprócz ujemnego skutku jakim jest wysoki, długotrwały spadek obrotów, z dużą dozą prawdopodobieństwa można spodziewać się w takich sytuacjach również schłodzenia (i tak nie rewelacyjnej obecnie na większości rynków) koniunktury giełdowej, a to z pewnością ma przełożenie na wpływy budżetowe. I tak, zamiast zyskać, można wiele stracić. Warto więc zatem zastanowić się, czy nie lepiej poczekać na rozwój GPW w Warszawie i stworzyć z niej największe centrum finansowe Europy Środkowo-Wschodniej (a potencjał taki istnieje), czy też wprowadzając podatek ograniczyć możliwości rozwojowe i sprowadzić giełdę do roli lokalnego rynku obsługującego przepływy niewielkich kapitałów.

Historia związana z wprowadzeniem podatku transakcyjnego w Polsce wyraźnie pokazała, że na skutek zaistniałego obciążenia dochody budżetowe były znacznie mniejsze niż przewidywały to ministerialne prognozy. Aktualnie także powstaje wątpliwość, czy wobec planowanego opodatkowania giełdy od 2004 r. nie będziemy mieli do czynienia z podobnym zjawiskiem. I choć trudno samodzielnie pokusić się o jakiegokolwiek szacunki precyzujące wielkość wpływów budżetowych i związanych z ich obsługą kosztów, to poddając ogólnej ocenie cały polski system podatkowy uznać go należy za mało efektywny i zbyt drogi. Całkowite koszty związane z poborem podatków są wprawdzie trudne do oszacowania, lecz samo tylko utrzymanie aparatu skarbowego (izby i urzędy skarbowe) pochłania ponad 1 mld zł rocznie. Wprowadzenie podatku od zysków osiąganych na giełdzie spowoduje powstanie nowych kosztów, obciążających banki i biura maklerskie. Jakie będą korzyści z tego tytułu? Nie wiadomo. Prognozę ewentualnych efektów fiskalnych utrudnia brak jasnej koncepcji konstrukcji podatku i wynikająca z tego niewiedza, czy podatek będzie obciążał wszystkie zyski giełdowe inwestorów, czy też możliwe będzie zmniejszenie podstawy opodatkowania (tj. zysku) poprzez odejmowanie od niej strat uzyskiwanych na innych transakcjach giełdowych. Dopóki kwesta ta nie zostanie definitywnie rozstrzygnięta, szacowanie wielkości wpływów budżetowych z tytułu podatku na giełdzie pozbawione jest głębszego sensu.

Rozpatrując zasadność wprowadzenia jakiegokolwiek podatku, w tym giełdowego, należy mieć na uwadze także skutki, jakie tego typu obciążenia powodują dla wielu dziedzin gospodarki. Chodzi o dobrze znany – choć trudny czasem do zrozumienia przez urzędników i pozostających pod ich wpływem twórców regulacji podatkowych – mechanizm bazujący na krzywej Laffera, zgodnie z którym wprowadzenie lub podwyższenie stawki podatkowej w określonej dziedzinie przynosi z reguły znaczący spadek wpływów podatkowych, a przy okazji powoduje inne niezamierzone skutki uboczne – niekiedy bardzo istotne dla niektórych sfer działalności gospodarczej. O ile np. nie podwyższenie cła na używane samochody, papierosy czy alkohol powoduje skutki tylko w jednej dziedzinie (choć mogą być one dość szerokie i obejmować nie tylko importerów, ale np. liczne zakłady samochodowe, powodując zmniejszenie liczby zatrudnionych w nich pracowników i uszczuplenie zysków, co potęguje spadek wpływów

podatkowych, zaś przypadku alkoholu i papierosów – także rozwój struktur przestępczych), to w odniesieniu do rynku kapitałowego skutki jednej decyzji podatkowej oddziaływać mogą jednocześnie na wiele obszarów gospodarczych. Giełdy papierów wartościowych są bowiem nie tylko miejscem rynkowej spekulacji, ale także, a w zasadzie przede wszystkim, instytucjami, dzięki którym podmioty gospodarcze pozyskują potrzebne im do rozwoju i prowadzenia działalności kapitały. Wypaczenie tej funkcji poprzez wprowadzanie regulacji podatkowych nie sprzyja ani podmiotom, które już zadomowiły się na giełdzie, ani tym, które dopiero zamierzają to uczynić. Argument ten wydaje się przemawiać do decydentów podatkowych, tym bardziej, że przy corocznej konieczności szukania środków na pokrycie deficytu budżetowego wprowadzenie podatku postawiłoby pod znakiem zapytania wielkość dochodów fiskusa z tytułu pozostałej jeszcze do sprzedaży własności Skarbu Państwa (np. PZU, BGŻ, kolejne serie akcji TP S.A., KGHM i innych firm). Należy spodziewać się, że uplasowanie większości emisji akcji spółek Skarbu Państwa nastąpi w terminie do końca 2003 r., a potem (po wyeliminowaniu tego bądź co bądź znaczącego źródła dochodów budżetowych) uwidoczni się większa troska o budżet, niż o rynek kapitałowy.

#### 4. PODSUMOWANIE

Choć wprowadzenie podatku od zysków gieldowych jest już przesądzone, to w gestii decydentów rządowych pozostaje jeszcze ustalenie wysokości tego podatku oraz określenie jego formy. Obecna 20% stawka podatku od dochodów kapitałowych stwarza wrażenie zbyt wygórowanej, aby mogła być zastosowana do podatku od zysków gieldowych. Powinna więc zostać wzięta pod rozwagę, tym bardziej że w 1999 r. w trakcie prac nad projektem zmian podatkowych pojawiały się zapisy mówiące o 5% zryczałtowanym podatku od wszystkich dochodów kapitałowych.

Szczególną uwagę w tych rozważaniach należy zwrócić na skutki, jakie wprowadzenie podatku powoduje dla inwestorów, budżetu państwa, rynku kapitałowego i innych dziedzin gospodarki. W tym celu niezbędne jest dokonanie rachunku zysków i strat *ex ante*, tj. przed wprowadzeniem opodatkowania, z nadzieją, że spodziewany efekt końcowy w postaci wpływów budżetowych będzie odmienny od tego, jaki miał miejsce w 1995 r.

Warto przy tym pamiętać, że giełda nie służy tylko osiągnięciu spekulacyjnych zysków, ale jest miejscem, gdzie lokowane są składki w ramach systemu emerytalnego i gdzie przedsiębiorstwa pozyskują kapitał na swoją działalność. Podatek gieldowy może zacząć wypaczać te funkcje, zwłaszcza jeżeli jego wygórowana stawka powodować będzie masowy odpływ inwestorów. Błędnie ustalony podatek może okazać się zatem bardzo kosztowny i może przynieść trudne do oszacowania konsekwencje. A jeżeli funkcje jakie pełni rynek kapitałowy w rozwiniętej gospodarce rynkowej nie będą w należyty sposób realizowane, wtedy na opodatkowaniu mogą stracić wszyscy – i budżet, i inwestorzy, i gospodarka.



## LITERATURA

1. Mielczarek A., *Podatku nie będzie!* „Parkiet” 2001, nr 217.
2. Przasnyski R., *Wiszący podatek*, „Parkiet” 2001, nr 222.
3. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 grudnia 1994 r. w sprawie wykonania przepisów ustawy o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie, Dz.U. Nr 132, poz. 673.
4. Socha J., *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1994.
5. Syrek M., *Ekonomia*, Volumen, Katowice 1994.
6. Ustawa z dnia 21 października 1994 r. – Podatek od sprzedaży akcji w publicznym obrocie, Dz.U. Nr 123, poz. 602.
7. Ustawa z dnia 13 października 1995 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz o zmianie niektórych ustaw, Dz.U. Nr 142, poz. 704.