

Tomasz Słoński

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

WPLYW RÓŻNYCH SYSTEMÓW OPODATKOWANIA DYWIDEND W KRAJACH UNII EUROPEJSKIEJ NA WYMAGANĄ STOPE ZWROTU Z AKCJI

1. Wstęp

Ustalenie wielkości wymaganej stopy zwrotu właścicieli stanowi jeden z podstawowych problemów stojących przed analitykiem finansowym. Literatura przedmiotu przedstawia szereg metod szacowania wymaganej stopy zwrotu. Najstarszą z proponowanych metod jest metoda, która wyznacza poziom wymaganej stopy zwrotu na podstawie oczekiwanych dywidend (por. [Gordon 1959, s. 99-105, Lintner 1956, s. 97-113]). Analiza wymaganej stopy zwrotu wymaga przyjęcia punktu widzenia właściciela (a nie wszystkich stron finansujących), dlatego na ostateczny wynik szacunków stopy zwrotu wpływ będzie miał sposób opodatkowania dochodów z tytułu dywidendy.

Temat różnego sposobu opodatkowania dywidend jest szczególnie ważny ponieważ, to właśnie podatkami osobistymi inwestorów tłumaczy się wiele istotnych kwestii związanych z finansami przedsiębiorstw. Do najważniejszych należy zaliczyć: (a) problem odmiennych preferencji inwestorów co do wielkości dywidend oraz zysków kapitałowych [Litzenberger, Ramaswamy 1982, s. 429-449] oraz (b) wpływ podatków osobistych na wielkość osłon podatkowych przedsiębiorstwa [Miller 1977, s. 261-275].

W artykule starano się sformułować odpowiedź na pytanie: czy system opodatkowania dywidend wpływa na poziom wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego? Proponowane sposoby uwzględnienia wpływu opodatkowania dywidend na poziom wymaganej stopy zwrotu ogranicza się do rozwiązań podatkowych stosowanych w krajach Unii Europejskiej. W pierwszej części artykułu wprowadzono podstawowe pojęcia oraz poziomy analizy problemu opodatkowania dywidend. W drugiej części zestawiono różne sposoby opodatkowania dywidend w różnych krajach

Unii Europejskiej oraz przedstawiono skutki finansowe różnych systemów opodatkowania dla inwestora. W części trzeciej przedstawiono propozycję uwzględnienia wpływu sposobu opodatkowania na poziom wymaganej stopy zwrotu inwestora.

2. Podwójne opodatkowanie dochodów inwestora – dwa poziomy analizy problemu opodatkowania dywidend

Problem opodatkowania dochodów można rozpatrywać na dwóch poziomach: (1) opodatkowania dochodów przedsiębiorstwa oraz (2) opodatkowania dochodów przedsiębiorstwa jako dochodów uzyskiwanych przez właściciela, z tym że podatek płacony przez inwestora można podzielić na dwie kategorie: (a) podatek od dochodów uzyskiwanych przez inwestora płacony w jego imieniu przez przedsiębiorstwo oraz (b) podatek od dochodów uzyskiwanych przez inwestora płacony przez inwestora.

Dodatkowy poziom analizy jest związany z różnym opodatkowaniem dochodów z dywidendy w różnych krajach członkowskich UE. Z tego punktu widzenia analizę problemu opodatkowania dywidendy można analizować jako: (1) opodatkowanie dywidend wypłacanych inwestorowi w kraju macierzystym oraz (2) opodatkowanie dywidend wypłacanych przez inwestora zagranicą. W artykule zostaną przedstawione rozważania na temat wpływu sposobu opodatkowania dywidend na wymaganą stopę zwrotu. Jednakże już po pobieżnej analizie okazuje się, że większość proponowanych w literaturze metod jest dostosowana jedynie do „klasycznego” systemu opodatkowania dywidend. Oznacza to konieczność sformułowania propozycji kalkulacji wymaganej stopy zwrotu w zależności od systemu opodatkowania dywidend.

Mimo że każdy z przedstawionych poziomów analizy jest równie ważny, to w artykule podkreślono rolę pierwszego poziomu analizy i związanego z nim problemu podwójnego opodatkowania ekonomicznego. Podwójne opodatkowanie ekonomiczne (*economic double taxation*) występuje w sytuacji, w której ten sam dochód stanowi podstawę naliczenia podatku dla dwóch podatników. W przypadku dywidend podwójne opodatkowanie ekonomiczne występuje, jeżeli przedsiębiorstwo płaci podatek dochodowy, a następnie właściciel płaci podatek dochodowy z tytułu dywidendy.

Podwójne opodatkowanie prawne międzynarodowe (*international juridical double taxation*) oznacza, że ten sam dochód podatnika jest opodatkowany w dwóch różnych krajach. W przypadku dywidend podwójne opodatkowanie prawne międzynarodowe oznacza, że dywidenda jest obłożona podatkiem w kraju, w którym zostaje wypłacona, a następnie jest obłożona podatkiem dochodowym w kraju beneficjenta.

Dywidendy mogą podlegać zarówno podwójnemu opodatkowaniu ekonomicznemu, jak i podwójnemu opodatkowaniu prawnemu międzynarodowemu.

Interesującym rozwiązaniem problemu podwójnego opodatkowania prawnego międzynarodowego jest propozycja OECD. Zgodnie z art. 10 konwencji [OECD

Model...] dywidendy mogą być opodatkowane zarówno w kraju, w którym jest wypłacana dywidenda, oraz w kraju rezydenta. Jednakże stopa podatku dochodowego jest ograniczona do 15%, jeżeli właściciel jest osobą fizyczną. W umowach dwustronnych członkowie mogą ustalić niższą stopę podatku dochodowego lub zrezygnować z naliczania podatku w kraju, w którym dywidenda jest wypłacana.

Analiza art. 10, 23 A i 23 B wskazuje na sposób wyeliminowania podwójnego opodatkowania prawnego międzynarodowego w przypadku inwestorów indywidualnych. Właścicielowi, któremu zostaje wypłacona dywidenda, musi zostać zaoferowany zwykły kredyt podatkowy. Zwykły kredyt podatkowy oznacza, że kredyt podatkowy w kraju beneficjenta jest ograniczony do wysokości podatku naliczonego w kraju beneficjenta. Wiąże się to z tym, że jeżeli kraj beneficjenta nie opodatkowuje dywidendy lub stopa podatku dochodowego jest niższa od stopy kraju, w którym dywidenda jest wypłacana, to kraj beneficjenta nie zwraca nadwyżki podatku pobranego w kraju, w którym dywidenda została wypłacona¹. Zalecenia OECD dotyczące sposobu wyeliminowania podwójnego opodatkowania prawnego międzynarodowego dotyczą wszystkich systemów opodatkowania dywidend.

3. Systemy opodatkowania dywidend – próba rozwiązania problemu podwójnego opodatkowania ekonomicznego

Wszystkie kraje Unii Europejskiej opodatkowują dochody uzyskiwane przez przedsiębiorstwo². Jednakże państwa należące do Unii Europejskiej w różny sposób podchodzą do problemu podwójnego opodatkowania ekonomicznego. Różne sposoby opodatkowania dywidend wynikają z dopasowania rozwiązań podatkowych do specyficznych oczekiwań w poszczególnych państwach Unii Europejskiej. W teorii przedmiotu sposoby opodatkowania dywidendy dzieli się na cztery systemy: zwolnienia, klasyczny, zaliczenia i cedulamy. Systemy opodatkowania występują w „czystej” postaci bardzo rzadko. Z reguły w systemie opodatkowania dywidend obowiązującym w danym kraju można wyróżnić jeden system dominujący oraz zidentyfikować cechy przypisane innym systemom opodatkowania.

Na wielkość wymaganej stopy zwrotu wpływa wielkość zobowiązań podatkowych będących skutkiem opodatkowania dochodu z tytułu dywidendy w danym systemie. Podatkowe konsekwencje wpływu systemu opodatkowania dywidend na wymaganą stopę zwrotu oraz politykę struktury kapitału przedsiębiorstw przedstawiono poniżej.

¹ Wyżej wspomniane artykuły konwencji OECD regulują sposób rozliczenia podatku w sytuacji, w której podatek od dochodu z tytułu wypłaconej dywidendy jest płacony przez przedsiębiorstwo w imieniu właściciela.

² Wyjątkiem jest Estonia, gdzie podatek dochodowy przedsiębiorstwa nie jest naliczany, chyba że przedsiębiorstwo wypłaca dywidendę.

3.1. System klasyczny (*classical system*)

W systemie klasycznym przedsiębiorstwo oraz jego właścicieli traktuje się jako osoby prawne nie powiązane ze sobą. Z tego powodu dochody uzyskiwane przez przedsiębiorstwo są opodatkowane zarówno na poziomie przedsiębiorstwa, jak i na poziomie właściciela (tj. występuje pełne podwójne opodatkowanie ekonomiczne). W klasycznym systemie podatkowym dywidendy są deklarowane w kwotach brutto (podobnie jak dochody z tytułu odsetek).

Przykład 1

Załóżmy, że zysk przed opodatkowaniem pewnej spółki funkcjonującej w kraju, w którym obowiązuje system klasyczny, wynosi 100 j.p. Stawka podatku CIT jest równa 20%. Wielkość CIT to 20 j.p. ($100 \cdot 20\%$), a poziom zysku netto to 80 j.p. ($100 - 20$). Spółka wypłaca dywidendę w wysokości 60 j.p.

Inwestor X posiada 50% udziałów. Jego krańcowa stopa podatku dochodowego jest równa 40%. Połowa dywidendy wypłaconej przez spółkę (tj. 30) jest dochodem do opodatkowania inwestora X. PIT inwestora jest równy 12 j.p. ($30 \cdot 40\%$).

Konsekwencją stosowania systemu klasycznego jest: (1) ograniczenie wypłat dywidend (zyski kapitałowe są z reguły niżej opodatkowane)³ oraz (2) duże obciążanie dla przedsiębiorstw, które starają się realizować wymaganą stopę zwrotu akcjonariuszy poprzez wypłatę dywidend. Duże obciążenia ponoszone przez przedsiębiorstwo czynią kapitał własny mniej atrakcyjną formą finansowania. Prowadzi to do zwiększania poziomu zadłużenia przez przedsiębiorstwo, a w przypadku braku dostępu do nowych kapitałów obcych do odrzucania mniej korzystnych projektów inwestycyjnych.

3.2. System zaliczenia (*imputation system*)

Wdrożenie systemu zaliczenia pozwala na pełne wyeliminowanie problemu podwójnego opodatkowania ekonomicznego. System ten polega na tym, że podatek płacony przez przedsiębiorstwo służy jako przedpłata podatku dochodowego płaconego przez właściciela z tytułu wypłaty dywidendy. W tym systemie przedsiębiorstwo i właściciel są opodatkowani osobno, ale właścicielowi jest udzielany kredyt podatkowy równy całości lub części dywidendy wypłaconej właścicielowi udziałów. Jeżeli kredyt podatkowy jest równy dywidendzie brutto, to problem podwójnego opodatkowania ekonomicznego zostaje zupełnie wyeliminowany. W takiej sytuacji od dochodu z dywidendy zostanie odprowadzona różnica pomiędzy większym podatkiem od dochodów osobistych a podatkiem zapłaconym przez przedsiębiorstwo.

³ Wnioski te są zbieżne z wnioskami Lizenbergera i Ramaswamy'ego [1982]. Jednakże ze względu na to, że testy empiryczne dały różne rezultaty i nie można jednoznacznie stwierdzić, jak zmiana polityki dywidendy wpłynie na wartość akcji, zakładamy w dalszej części artykułu, że inwestor jest obojętny na sposób podziału zysku na dywidendę i zysk zatrzymany.

Jeżeli kredyt podatkowy jest większy od podatku naliczonego na poziomie przedsiębiorstwa (krańcowa stopa opodatkowania inwestora jest większa od stopy CIT), to inwestor może wykorzystać nadwyżkę do zmniejszania zobowiązań podatkowych z innych dochodów (np. wynagrodzenia z pracę) lub może być ona zwracana inwestorowi.

Przykład 2

Załóżmy, że spółka z przykładu 1 funkcjonuje w kraju, w którym obowiązuje system kredytu podatkowego. Dane opisujące działalność spółki oraz inwestora X są takie same, z tym że inwestorowi przysługuje pełny (100%) kredyt podatkowy związany z opodatkowaniem dochodów z dywidendy.

Opodatkowaniu PIT podlega kwota ubruttowiona, zgodnie ze stopą podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwo. Podstawa opodatkowania równa jest 37,5 j.p. ($30/(1-20\%)$). Podatek dochodowy od dochodu inwestora X z tytułu uzyskanej dywidendy jest równy 15 j.p. ($37,5 \cdot 40\%$). Inwestor uzyskał jednak pełny kredyt podatkowy równy połowie podatku zapłaconego przez spółkę (tj. 10 j.p.). Uzyskany kredyt podatkowy zmniejsza jego zobowiązanie podatkowe, dlatego kwota podatku, którą inwestor musi zapłacić, wynosi 5 j.p. ($15 - 10$). Podatek inwestora X w przypadku obowiązywania kredytu podatkowego jest niższy od podatku naliczonego w systemie klasycznym.

Stosowanie przez poszczególne kraje systemu zaliczenia pozwala na uzyskanie szeregu korzyści. O każdym systemie podatkowym można mówić w trzech aspektach: zrównania obciążeń podatkowych różnych podatników, prostoty oraz efektywności.

System zaliczenia eliminuje skutki stosowania systemu klasycznego. Badania wykazały, że w Kanadzie oraz w Nowej Zelandii wraz z zastosowaniem systemu kredytu podatkowego znacznemu obniżeniu uległy wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw, co jest spowodowane obniżeniem kosztu kapitału własnego. Do takiego samego wniosku doszli badacze w Australii i Nowej Zelandii – udowodnili, że wprowadzenie systemu zaliczenia skutkowało wzrostem inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwa (por. [Wilkinson, Fancher 2004]).

Omawiany w tej części artykułu system zrównuje dochody inwestorów uzyskiwane z różnych źródeł, pod warunkiem że dochody z tytułu dywidend i odsetek będą podobnie opodatkowane. System ten umożliwia „uszczelnienie” opodatkowania dochodów na poziomie przedsiębiorstwa i udziałowca. Dzieje się tak, ponieważ system ten może rozróżniać dywidendy wypłacane z opodatkowanych dochodów przedsiębiorstwa i dywidendy z dochodów znajdujących się za osłonami podatkowymi. W takiej sytuacji kredyt podatkowy jest udzielany tylko dla tej części dochodów, które zostały opodatkowane na poziomie przedsiębiorstwa. W konsekwencji system kredytu podatkowego w mniejszym stopniu skłania zarządy spółek do wyboru strategii minimalizowania zobowiązań podatkowych.

3.3. System cedularny (*schedular system*)

System cedularny jest rozwiązaniem pośrednim pomiędzy systemem klasycznym i systemem zaliczenia, jednakże w specyficznych warunkach pozwala na osiągnięcie takich samych korzyści jak w przypadku systemu zaliczenia. Jednocześnie system cedularny jest najczęściej stosowanym systemem opodatkowania dywidend w krajach UE. System cedularny występuje najczęściej w trzech wariantach: pojedynczej stawki cedularnej, wielu stawek cedularnych, połowy dochodu.

3.3.1. Pojedyncza stawka cedularna

W tym wariancie systemu cedularnego dywidenda jest opodatkowana zgodnie z jedną stawką podatku dochodowego. Pojedyncza stawka cedularna jest niższa od końcowej stawki podatku od dochodów osobistych. W krajach UE stawka cedularna waha się w granicach od 15 do 30%, podczas gdy końcowe stawki od dochodów osobistych wahają się od 40 do 60%. Najczęściej stosowanym rozwiązaniem jest to, w którym łączne obciążenia podatkowe na poziomie przedsiębiorstwa i inwestora korespondują z końcową stopą podatku dochodowego od osób fizycznych⁴. Dla takich warunków opodatkowania obciążenia inwestorów nie będą wykraczały ponad poziom wyznaczony przez końcową stopę podatku dochodowego od osób fizycznych (podobny efekt występuje w krajach, gdzie obowiązuje system zaliczenia, co innymi słowami oznacza, że inwestorzy nie są poddani podwójnemu opodatkowaniu ekonomicznemu). Taka sytuacja powoduje, że dla różnych grup inwestorów istnieją różne strategie minimalizacji obciążeń podatkowych. Główną determinantą polityki wypłat dywidend, mającej na celu minimalizowanie obciążeń podatkowych inwestorów, jest końcowa stopa podatku dochodowego od osób fizycznych⁵. Dla podatników, którzy nie są opodatkowani najwyższą stopą podatku dochodowego od osób fizycznych, opodatkowanie pojedynczą stawką systemu cedularnego może stanowić większe obciążenie podatkowe niż opodatkowanie dochodów uzyskanych z tytułu samozatrudnienia. Sposób wyliczenia obciążeń podatkowych zgodnie z systemem cedularnym z jedną stawką cedularną przedstawia przykład 3.

Przykład 3

Dywidenda brutto wypłacona przez przedsiębiorstwo w przykładzie 1 jest równa 60 j.p. Niech stawka cedularna obowiązująca w danym systemie opodatkowania

⁴ Oczywiście, ten wariant systemu opodatkowania dywidend obowiązuje w Polsce. Jednakże łączna suma obciążeń podatkowych koresponduje z pośrednią stawką podatku dochodowego od osób fizycznych. Łączna suma obciążeń podatkowych na obydwu poziomach opodatkowania to 30,4% (dla wskaźnika wypłat dywidendy równego 74%), a korespondująca z nią stopa podatku dochodowego to 30%.

⁵ W Polsce do momentu, w którym inwestorzy mogli korzystać z atrakcyjnych ulg podatkowych, wypłata dywidend była mniej opłacalna z podatkowego punktu widzenia. Najprawdopodobniej z powodu ulg podatkowych inwestorzy niejednokrotnie przedkładali dochody uzyskiwane z tytułu samozatrudnienia nad dochody uzyskiwane z tytułu wypłaconej dywidendy.

wynosi 15%. Oznacza to, że kwota podatku od dochodów z tytułu dywidendy wynosi 9 j.p., a na rachunek przedsiębiorcy wpłynie kwota 51 j.p. Suma podatków zapłaconych na poziomie przedsiębiorstwa i inwestora wynosi 28 j.p. (19 + 9). Zatem łączny podatek od dochodu uzyskiwanego przez przedsiębiorstwo w relacji do wielkości dochodu jest równy 28%.

Porównanie systemu cedularnego z jedną stawką cedularną z systemem klasycznym pozwala na stwierdzenie, że dla większości podatników suma obciążeń podatkowych jest niższa od podatków naliczonych w systemie klasycznym. Dla podatników obciążonych maksymalną stawką podatku dochodowego system cedularny daje takie same korzyści podatkowe jak system zaliczenia.

3.3.2. Wiele stawek cedularnych

W systemie cedularnym, który wykorzystuje wiele stawek podatku celularnego, wielkość stawek jest uzależniona od stawek podatku dochodowego od osób fizycznych. Stawki cedularne mogą być dobrane w taki sposób, że połączone obciążenia podatkowe na poziomie przedsiębiorstwa i inwestora będą równe obciążeniom zgodnym z krańcową stopą podatku dochodowego inwestora. Właściwy dobór stawek podatku dochodowego może spowodować wystąpienie takich samych korzyści jak w przypadku opodatkowania zgodnie z systemem zaliczenia. Wiele krajów członkowskich UE, wybierając wariant opodatkowania dywidend wieloma stawkami podatku dochodowego, to ustala jedynie dwie stawki podatku cedularnego.

3.3.3. System połowy dochodu

W systemie połowy dochodu, opodatkowaniu krańcową stopą podatku dochodowego od osób fizycznych podlega jedynie połowa dywidendy uzyskanej przez inwestora. Suma obciążeń podatkowych może korespondować z krańcową stopą podatku dochodowego. W ten sposób można uzyskać podobny rezultat jak w przypadku stosowania systemu zaliczenia. Wybór sposobu podziału pomiędzy dywidendę, która będzie podlegać opodatkowaniu, i dywidendę nieopodatkowaną jest arbitralny. Jednakże większość krajów, które stosują ten sposób opodatkowania dywidend⁶, wybiera system połowy dochodu.

3.4. System zwolnienia

Dywidendy wypłacane inwestorom działającym w kraju, w którym obowiązuje system zwolnienia, nie są opodatkowane podatkiem dochodowym od osób fizycznych.

⁶ Na przykład Niemcy, Luksemburg, Portugalia, Francja stosowały w 2005 r. system połowy dochodu.

4. Systemy opodatkowania dywidend w Unii Europejskiej

W krajach Unii Europejskiej znajdują zastosowanie różne systemy opodatkowania dywidend. Jednakże zgodnie z opinią Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego Komisja Europejska nie będzie podejmować wysiłku zmierzającego do zharmonizowania systemu opodatkowania dywidend w krajach członkowskich. Mając jednak na uwadze to, że obowiązuje traktat o swobodnym przepływie kapitałów, Komisja zwraca uwagę na ograniczenie praktyk zmierzających do zmniejszenia przepływu kapitału pomiędzy krajami. W praktyce oznacza to, że dywidendy uzyskane przez inwestora zagranicznego (ale rezydenta UE) nie mogą być opodatkowane wyższą stopą podatku niż w przypadku dywidend wypłacanych w kraju macierzystym. Z drugiej strony dywidendy wypłacane wypłacone inwestorom zagranicznym (ale rezydentom UE) nie mogą podlegać wyższemu opodatkowaniu w innych krajach UE niż opodatkowanie w kraju macierzystym.

Tabela 1 przedstawia różne systemy opodatkowania w różnych krajach europejskich dywidend wypłacanych w kraju macierzystym. Dane przedstawione w tabeli przedstawiają sytuację z roku 2004.

Tabela 1. Systemy opodatkowania dywidend w krajach Unii Europejskiej

SYSTEMY			
Klasyczny	Zaliczenia	Cedularny	Wyłączenia
Irlandia	Hiszpania, Francja, Malta	Belgia, Dania, Niemcy, Luksemburg, Holandia, Austria, Portugalia, Szwecja, Cypr, Czechy, Węgry, Litwa, Polska, Słowacja, Słowenia	Grecja, Estonia, Litwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Komunikat Komisji dla Rady... 2004].

Włochy, Finlandia, Wielka Brytania nie zostały zaprezentowane w tabeli, ponieważ na terenie tych krajów stosuje się mieszane systemy opodatkowania. We Włoszech inwestorzy mogą wybrać pomiędzy systemem zaliczenia a stawką cedularną w wysokości 12,5%. Na terenie Finlandii obowiązuje taka kombinacja systemu zaliczenia i cedularnego, że efekt działania systemu opodatkowania jest zbliżony do systemu wyłączenia. W Wielkiej Brytanii zaś system zaliczenia zawiera dwie stawki opodatkowania dobrane w taki sposób, że inwestorzy o niskich dochodach nie płacą podatku od dywidendy.

Irlandia jest jedynym krajem europejskim, w którym stosuje się system klasyczny. Mimo że występuje tam pełne ekonomiczne podwójne opodatkowanie, to suma obciążeń podatkowych związanych z dochodem przedsiębiorstwa nie jest duża, ponieważ stawka CIT jest relatywnie niska i wynosi 12,5%.

Trzy kraje członkowskie nie opodatkowują dywidend podatkiem od osób fizycznych. Interesującym przypadkiem jest Estonia, gdzie dochód przedsiębiorstwa nie jest opodatkowany na poziomie przedsiębiorstwa, chyba że przedsiębiorstwo wypłaci dywidendę. Wraz z wypłatą dywidendy nalicza się podatek dochodowy na poziomie przedsiębiorstwa, a wypłacona dywidenda nie jest opodatkowywana na poziomie inwestora.

Większość krajów europejskich stosuje różne warianty systemu cedularnego. Warto zaznaczyć, że od 2003 r. USA również stosuje system cedularny ze stawką cedularną 5% dla inwestorów o niskich dochodach oraz 15% dla inwestorów o wyższych dochodach.

5. Wpływ różnych systemów opodatkowania dywidend na wymaganą stopę zwrotu inwestorów indywidualnych

Sposób opodatkowania dywidend ma wpływ na dochody netto inwestorów. Z tego powodu wielkość opodatkowania dywidendy będzie wpływać na wymaganą stopę zwrotu właścicieli udziałów. Koszt kapitału własnego jest wyznaczany jako koszt utraconych przez inwestora możliwości inwestycyjnych. W popularnym modelu szacowania wymaganej stopy zwrotu (CAPM) wymaganą stopę zwrotu szacuje się na podstawie równania, w którym do stopy zwrotu wolnej od ryzyka dodaje się premię za ryzyko rynkowe. Wielkość premii za ryzyko rynkowe zależy od współczynnika beta, który jest podstawową miarą ryzyka rynkowego we współczesnych finansach. Wszystkie stopy zwrotu wykorzystywane w modelu CAPM są stopami zwrotu brutto, tj. przed naliczeniem podatku dochodowego na poziomie inwestora.

Wymaganą stopę zwrotu można również oszacować na podstawie strumienia wartości zdyskontowanych dywidend. Strumień zdyskontowanych dywidend wyznacza wartość obecną udziałów przedsiębiorstwa. Stopa dyskonta dywidend jest równa wymaganej stopie zwrotu z kapitału własnego.

Porównanie wymaganych stóp zwrotu wyznaczonych na podstawie opisanych powyżej modeli jest możliwe wyłącznie w przypadku spójnego traktowania skutków podatkowych związanych z wypłatą dywidendy. Odmienne systemy opodatkowania definiują w różny sposób dochód brutto inwestora.

W systemie klasycznym i cedularnym dochodem brutto jest dywidenda wypłacona przez przedsiębiorstwo. Wypłacona dywidenda stanowi podstawę naliczenia podatku dochodowego, który w większości przypadków jest płacony przez przedsiębiorstwo. Oznacza to, że wielkość dywidendy brutto można zestawzić z wymaganą stopą zwrotu określoną na podstawie modelu CAPM.

W systemie zaliczenia jest wykorzystywany kredyt podatkowy, udzielany w różnej wysokości. Kwota dochodu brutto, którą posługuje się inwestor w systemie zaliczenia, jest kwotą dywidendy powiększoną o wielkość kredytu podatkowego udzielonego inwestorowi. W takiej sytuacji zestawienie dywidend brutto (wraz z kredy-

tem podatkowym) z wymaganą stopą określoną na podstawie modelu CAPM jest nielogiczne. Właściwa wymagana stopa zwrotu jest to stopa zwrotu pomniejszona o krańcową stawkę podatku dochodowego inwestora.

Działanie mechanizmu korygującego wymaganą stopę zwrotu w systemie zaliczenia można wytłumaczyć na przykładzie modelu stałej dywidendy. W modelu stałej dywidendy przedsiębiorstwo wypłaca stałą dywidendę w nieskończonej liczbie okresów (w kalkulacjach wykorzystuje się rentę wieczystą). W kalkulacjach założono, że inwestor otrzymuje kredyt podatkowy w pełnej wysokości. Wielkość wymaganej stopy zwrotu wyznacza się na podstawie równania:

$$R = \frac{\frac{D}{(1 - T_E)}}{P}, \quad (1)$$

gdzie: R – wymagana stopa zwrotu
 D – dywidenda brutto wypłacana przez przedsiębiorstwo,
 T_E – stawka podatku dochodowego dla dochodów z dywidendy,
 P – cena udziału,
 $\frac{D}{(1 - T_E)}$ – dywidenda brutto wraz z kredytem podatkowym.

Po podstawieniu do równania (1) wzoru na linię papierów wartościowych definiowaną w modelu CAPM otrzymano:

$$R_{RF} + (R_M - R_{RF}) \cdot \beta = \frac{\frac{D}{(1 - T_E)}}{P}, \quad (2)$$

gdzie: R_{RF} – stopa wolna od ryzyka,
 R_M – stopa zwrotu z portfela rynkowego,
 β – współczynnik beta przedsiębiorstwa.

Po przekształceniach równanie 2 przybiera postać:

$$(R_{RF} + (R_M - R_{RF}) \cdot \beta)(1 - T_E) = \frac{D}{P}. \quad (3)$$

Przedstawiona analiza ma duże znaczenie dla wyceny przedsiębiorstwa oraz dla ustalenia optymalnej struktury kapitału przedsiębiorstwa w różnych systemach opodatkowania. W systemie klasycznym i cedularnym dywidendy są deklarowane w kwotach brutto, podobnie zresztą jak odsetki od długu przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo, które wykorzystuje dźwignię finansową, może osiągnąć wzrost „wolnych” przepływów środków pieniężnych. W omawianych systemach podatkowych osiągnięta nadwyżka „wolnych” przepływów środków pieniężnych nie zależy od sposo-

bu podziału nadwyżki przez inwestorów⁷, a wnioski dotyczące wpływu dźwigni finansowej na wzrost wartości przedsiębiorstwa są zbieżne z modelem Millera [Miller 1977, s. 261-275].

W systemie zaliczenia występuje odmienna sytuacja, ponieważ wielkość nadwyżki zależy od wielkości krańcowej stawki podatku dochodowego inwestora. Nadwyżka środków pieniężnych osiąganych przez przedsiębiorstwo w wyniku wykorzystania dźwigni finansowej (tj. odsetkowej tarczy podatkowej) jest mniejsza, ponieważ ten system opodatkowania inwestorów w lepszym stopniu eliminuje problem podwójnego ekonomicznego opodatkowania. Oznacza to, że efektywna korzyść podatkowa przedsiębiorstwa jest pomniejszona o kredyt podatkowy udzielany inwestorowi (w przypadku pełnego kredytu podatkowego stopę podatku dochodowego przedsiębiorstwa pomniejsza się o krańcową stopę podatku dochodowego inwestora). Taki efekt działania systemu zaliczenia prowadzi do osiągania przez przedsiębiorstwo mniejszych korzyści z tytułu zaciągniętego długu, co zgodnie z badaniami empirycznymi prowadzi do zmniejszenia zaangażowania kapitału obcego w przedsiębiorstwach.

6. Zakończenie

Przedstawiony w artykule problem ma duże znaczenie dla oceny efektywności inwestycji finansowych dokonywanych przez inwestorów w krajach Unii Europejskiej. Przedstawiona w artykule analiza pokazuje, że bezpośrednia analiza stóp zwrotu z inwestycji w krajach o różnych systemach opodatkowania dywidend wymaga uwzględnienia sposobu opodatkowania dywidendy. W systemie klasycznym oraz cedularnym wielkość wypłacanej dywidendy należy analizować na poziomie brutto, a porównanie z wymaganą stopą zwrotu wyznaczoną na podstawie modelu CAPM nie wymaga dodatkowych korekt.

Inna sytuacja występuje w przypadku systemu zaliczenia, w którym dywidendom jest przypisany kredyt podatkowy. W systemie zaliczenia należy zmniejszyć wymaganą stopę zwrotu z inwestycji zgodnie ze krańcową stawką podatku, jaką płaci inwestor. W ten sposób zostaje wyeliminowana korzyść inwestora związana z kredytem podatkowym, a dalsza analiza jest prowadzona na poziomie dywidendy brutto.

Dalsze rozważania prowadziły do wniosku, że sposób opodatkowania dochodów inwestora ma wpływ na odsetkową tarczę podatkową przedsiębiorstwa i skłania przedsiębiorstwa działające w systemie klasycznym i cedularnym do wykorzystania długu (zwiększa podaż długu przedsiębiorstwa) (por. [Ezzell, Miles 1983, s. 25-31]). Jedyną różnicą pomiędzy wynikami obliczeń odsetkowej tarczy podatkowej w systemie cedularnym i klasycznym jest różnica pomiędzy krańcową stopą podatku dochodowego wykorzystywaną w różnych systemach od dochodów inwestora. Aby

⁷ Więcej o ograniczeniach związanych z takim założeniem w zakończeniu.

porównać wielkość odsetkowych stóp podatkowych pomiędzy systemem cedularnym (np. system z jedną stawką cedularną) a systemem klasycznym, należy je skorygować o różnice w krańcowych stawkach opodatkowania.

Powyższe stwierdzenie nie uwzględnia występowania odmiennych preferencji co do dochodów uzyskiwanych w formie dywidend lub zysków kapitałowych przez inwestorów indywidualnych (szerzej na ten temat w [Miller, Modigliani 1961]). Jednakże prezentowane w artykule rozważania można łatwo rozszerzyć o analizę podatkowych konsekwencji uzyskiwania dochodu w formie zysku kapitałowego.

W artykule przedstawiono wpływ systemu opodatkowania na dochody osiągane przez inwestorów w kraju macierzystym. Na kolejnym etapie rozważań należałoby poddać analizie efekt podwójnego opodatkowania prawnego międzynarodowego. System opodatkowania dochodów uzyskiwanych poza krajem macierzystym może znacznie wpływać na poziom wymaganej stopy zwrotu z dywidendy.

Literatura

- Ezzel J.R., Miles J.A., *Capital Project Analysis and the Debt Transaction Plan*, „Journal of Financial Research”, Spring 1983.
- Gordon M.J., *Dividend, Earnings and Stock Prices*, „Review of Economics and Statistics”, May 1959.
- Lintner J., *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, „American Economic Review” 1956, t. 46.
- Litzenberger R.H., Ramaswamy K., *The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects*, „Journal of Finance” 1982, t. 37.
- Komunikat Komisji dla Rady, Parlamentu Europejskiego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego: *Opodatkowanie dywidend od osób fizycznych na rynku wewnętrznym* (COM(2003) 810 final), 30.06.2004 r.
- Miller M., *Debt and Taxes*, „Journal of Finance” 1977, 32.
- Miller M., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares*, „Journal of Business” October 1961.
- OECD Model Tax Convention on Income and Capital, art. 10, 23 A, 23 B.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie komunikatu Komisji dla Rady, Parlamentu Europejskiego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego: *Opodatkowanie dywidend od osób fizycznych na rynku wewnętrznym* (COM(2003) 810 final), 30.06.2004 r. (www.esc.eu.int).
- Waters M., *Double Taxation Relief For Companies: A Discussion Paper*, „The UK Inland Revenue”, 10.03.1999 r. (www.inlandrevenue.gov.uk/consult/dtrc.pdf).
- Wilkonson B., Fancher M.F., *Eliminating Double Taxation: The Dividend Imputation Alternative*, „The CPA Journal” 2004.

THE IMPACT OF TAXATION SYSTEM IN EU COUNTRIES ON REQUIRED RATE OF RETURN

Summary

This paper starts with analyzing the impact of dividend taxation system on shareholder's required rate of return in EU countries. The required rate of return was estimated using the dividend discount model and then it was compared with security market line estimation (CAPM model). The comparison of different rate of returns exacts further corrections especially under an imputation system. Consequently, a taxation system may influence the debt holder's income as well. Therefore, a benefit from interest tax shield under different taxation systems changes the value of the firm.