

JACEK UCHMAN

jacek.uchman@ue.wroc.pl

*Wybrane uwarunkowania podziału zysku w podmiotach
z udziałem kapitału zagranicznego*

Selected Conditioning of Distribution of Profits in Entities with Foreign Capital

Słowa kluczowe: podział zysku; transfer zysku za granicę; polityka dywidend; zyski reinwestowane; opodatkowanie dywidend

Keywords: distribution of profit; dividend policy; reinvested profits; dividend taxation

Kod JEL: G35; G38; F23; H26

Wstęp

Celem opracowania jest ocena podziału zysku w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce w latach 2003–2015 oraz wyodrębnienie podstawowych uwarunkowań tego podziału (w tym szczególnie podatkowych)¹. Podstawowe pytanie empiryczne brzmi: Jak w analizowanym okresie kształtował się poziom wypłat dywidend w relacji do zysków zatrzymanych w kontekście reinwestowania zysków oraz w stosunku do możliwości wykorzystania innych sposobów transferu środków za granicę? Kanały i skala transferów zysków z Polski, dokonywanych przez podmioty z udziałem kapitału zagranicznego, oraz uwarunkowania tych transferów są

¹ Wartość skumulowana zobowiązań z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce na koniec 2015 r. wyniosła 712 mld zł.

ważne tak dla samych spółek, jak i finansów goszczącego państwa. Podkreślenia wymaga rola regulacji podatkowych i znaczenie poziomu rentowności dla reinwestowania zysków. Bazę empiryczną stanowią dane pochodzące z publikacji GUS i NBP. Obejmują one wszystkie formy organizacyjno-prawne. W tej grupie podmiotów dominują spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjne (odpowiednio 92,2% i 3,7% ogółu podmiotów w 2015 r.) [GUS, 2016, s. 15]. Ze względu na brak precyzji dostępnych danych i ich niską szczegółowość wnioski wyprowadzone w tym obszarze badawczym są przybliżone. W opracowaniu pominięto uwarunkowania podatkowe, które bezpośrednio nie dotyczą zysku (np. VAT).

1. Ograniczenia modeli teoretycznych w ocenie podziału zysku w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego

Podział zysku w spółkach z kapitałem zagranicznym można rozpatrywać, wykorzystując dorobek teoretyczny z obszaru polityki dywidend. Teorie dywidend i struktury kapitału badają zależność między poziomem wypłat (strukturą kapitału) a wartością firmy. Jedne koncepcje przyjmują, że poziom wypłat dywidend z zysku nie ma wpływu na wartość firmy. Inne zaś uznają, że poziom wypłat ma znaczenie i zwiększa bądź obniża wartość firmy [Black, 1976, s. 5–8; Kowerski, 2011]. Żadna z nich nie zajmuje pozycji dominującej. Wykorzystanie modeli teoretycznych do oceny podmiotów z kapitałem zagranicznym ma kilka ograniczeń. Po pierwsze, w przypadku takich podmiotów wypłaty dywidend z kraju inwestycji do kraju siedziby (macierzystego) najczęściej nie stanowią ostatecznego podziału środków między udziałowców (akcjonariuszy) będących osobami fizycznymi, a raczej transfer środków w ramach dużej firmy. Po drugie, w modelach teoretycznych analizie poddane są spółki akcyjne, których akcje podlegają wycenie dokonywanej przez rynek kapitałowy. Polskie spółki z udziałem kapitału zagranicznego najczęściej nie są spółkami giełdowymi (za wyjątkiem podmiotów z sektora usług finansowych), a ponadto ilościowo dominują wśród nich spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Wartość ich akcji, a tym bardziej udziałów, nie podlega systematycznej wycenie rynkowej. Dodatkowo koncepcje teoretyczne wypłat dotyczą przedsiębiorstw jako całości. Z kolei spółki z udziałem kapitału zagranicznego są najczęściej drobnym elementem dużej firmy międzynarodowej i to dopiero ona jako całość powinna być poddana ocenie. To jest trudne, zwłaszcza że akcje spółek macierzystych mogą być przedmiotem obrotu na zagranicznych rynkach kapitałowych.

W odniesieniu do ujęć teoretycznych dotyczących polityki wypłat dywidend i podziału zysku warto wspomnieć o zagadnieniach mieszczących się w ramach problematyki agencji. Teoria agencji wskazuje na znaczenie poszczególnych grup interesariuszy przy procesie podejmowania decyzji finansowych i inwestycyjnych. Wyróżnia ona kadre zarządzającą, akcjonariuszy i obligatariuszy. Podmioty te mają różne interesy w zakresie podziału zysku. Różnica interesów zaznacza się

między akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami mniejszościowymi, szczególnie w zakresie decyzji, czy i jak płacić [La Porta i in., 2000, s. 1–33]. W większości podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego akcjonariat zagraniczny jest akcjonariatem większościowym. Różnice poglądów i interesów nie są artykułowane publicznie, dlatego trudno określić ich znaczenie dla interpretacji zbiorczych danych dotyczących badanej grupy podmiotów.

2. Motywy inwestowania za granicą i formy ograniczania repatriacji zysków

W nomenklaturze GUS-u spółki kapitałowe mieszczą się w kategorii podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego. Z kolei NBP stosuje pojęcie tzw. bezpośrednich inwestycji zagranicznych i ustala dla nich minimalny próg udziału kapitału zagranicznego w wysokości 10%. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne są dokonywane najczęściej przez przedsiębiorstwa międzynarodowe, które w efekcie całkowicie lub częściowo posiadają podmioty powiązane w kraju innym niż kraj siedziby (macierzysty) i zarządzają nimi w sposób bezpośredni lub pośredni. Parametrem finansowym, mającym dla inwestorów podstawowe znaczenie przy inwestycjach bezpośrednich i reinwestowaniu środków, powinna być stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału. Wobec kraju o mało stabilnej gospodarce inwestorzy zwykle oczekują, że stopa zwrotu powinna być większa ze względu na wyższy poziom ryzyka. Stopa zwrotu netto jest stopą po opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT) oraz w ramach CIT podatkiem od transferu zysków (dywidend), jeżeli taki podatek występuje. Należy wziąć pod uwagę stawki podatku dochodowego (CIT) zarówno w państwie inwestycji, jak i w kraju beneficjenta zysków. Zyski generowane są w kraju inwestycji (o niskich stawkach podatkowych), a ich transfer jest odraczany lub dokonywany w korzystnych podatkowo formach.

Ze względu na ograniczenia dostępu do danych tylko nieliczne publikacje pokazują empirycznie znaczenie czynnika podatkowego dla kształtowania się rentowności spółek zależnych firm międzynarodowych [zob. np. Scholes, Wolfson, 1992, s. 290–291].

Kluczowym zagadnieniem z punktu widzenia kraju przyjmującego bezpośrednie inwestycje zagraniczne jest kwestia repatriacji zysków. Inwestycja jest opłacalna, jeśli wartość bieżąca przepływów gotówkowych, pomniejszona o nakłady inwestycyjne (czyli NPV), jest dodatnia. Jeśli cały zysk firmy zagranicznej po opodatkowaniu będzie podlegał repatriacji, wtedy podmiot zagraniczny może więcej z kraju inwestycji wyprowadzić, niż do niego wprowadza. Korzyści kraju inwestycji będą miały głównie charakter podatkowy.

Podmioty powiązane reinwestują zyski osiągnięte w kraju inwestycji albo przekazują je za granicę. Ostatecznie dochodzi do płatności na rzecz spółki macierzystej, co oznacza, że firma wybiera jakąś formę wypłat na rzecz podmiotów zagranicznych. System podatkowy nie wpływa na samą decyzję dotyczącą transferu środków, lecz na wybór jego formy.

Tab. 1. Wybrane czynniki sprzyjające ograniczeniu repatriacji zysków przez podmioty z kapitałem zagranicznym

| | |
|---|---|
| Podatkowe | Niska stawka CIT nakładanego na całość dochodów spółki i wysoka stawka podatku nakładanego na transfer zysku z kraju inwestycji. Taki układ stawek podatkowych zachęca do reinwestowania zysków |
| Wynikające z decyzji finansowych spółek | Wysoki koszt zewnętrznych źródeł finansowania w kraju inwestycji i za granicą oraz ich niska dostępność |
| Wynikające z decyzji inwestycyjnych | Zapotrzebowanie na środki pieniężne wynikające z poziomu inwestycji przedsiębiorstwa i rentowności inwestycji |
| Administracyjne | Kontrola form przepływu kapitału (cen transferowych oraz transferu odsetek) i czynniki administracyjne, w tym także skuteczność aparatu skarbowego |

Źródło: opracowanie własne, lista uwzględnia wybrane czynniki.

Istnieje wiele czynników, które mogą kształtować decyzje firm z udziałem kapitału zagranicznego w zakresie repatriacji zysków. Decyzje finansowe i inwestycyjne (tab. 1) są zwykle podejmowane na szczeblu całej firmy międzynarodowej i nie ograniczają się do uwzględniania warunków jednego kraju. Czynniki podatkowy i administracyjny wydaje się być pod kontrolą władz ekonomicznych państwa goszczącego, ale trzeba pamiętać, że wytransferowane z tego państwa dochody mogą podlegać opodatkowaniu w innym kraju (np. w kraju siedziby podmiotu dominującego). Warunki podatkowe są zazwyczaj różne dla poszczególnych krajów [Desai, Foley, Hines, 2003, s. 61–98; Desai, Foley, Hines, 2006, s. 1433–1464].

3. Formy transferu zysków stosowane przez polskie podmioty z udziałem kapitału zagranicznego

Można wyróżnić następujące podstawowe formy przepływu funduszy: dywidendy, opłaty za zarządzanie, płatności licencyjne, ceny transferowe, odsetki i raty kapitałowe od kredytu, raty leasingowe. Podstawową formą transferu zysku są dywidendy. Pozostałe formy płatności z rachunkowego i podatkowego punktu widzenia traktowane są jako koszt. W przypadku korzystania z nich bardziej precyzyjne byłoby określenie „transfer funduszy”.

Dywidendy nie są najtańszą podatkowo formą transferu na rzecz właścicieli zagranicznych (możliwość podwójnego opodatkowania). Natomiast nie ma powodów, by państwo goszczące chciało je ograniczać, jak może się dzieć w przypadku innych form przepływu funduszy. Spółki, które zakładają dowolnie długi okres funkcjonowania, a ich podmioty macierzyste nie potrzebują natychmiast środków pieniężnych, mogą odroczyć transfer, a pozyskane zyski przeznaczyć na reinwestycję.

W ostateczności firma dokonuje repatriacji zysków do kraju macierzystego. Problemem jest wybór odpowiedniej formy i terminu dla dokonania tej operacji. Niektóre formy transferu funduszy wynikają ze źródeł finansowania podmiotu zależnego kapitałowo, podczas gdy inne mogą być realizowane bez względu na strukturę pasywów tych podmiotów. Wybór określonej formy płatności zależy od dążenia

do minimalizacji łącznych świadczeń podatkowych w kraju spółki wypłacającej i w kraju beneficjenta płatności (kraju siedziby), źródeł finansowania firmy i jej formy organizacyjno-prawnej, obowiązujących zasad rachunkowości i innych czynników. Często czynnikiem decydującym o terminie będzie dochodowość lokaty w kraju inwestycji i w kraju macierzystym (siedziby), z uwzględnieniem czynnika podatkowego. Spółka, wybierając termin repatriacji, musi wziąć pod uwagę, że stawki podatkowe w kraju inwestycji mogą w przyszłości ulec zmianie. Zmiana może dotyczyć podstawowej stawki podatku dochodowego od osób prawnych, a także podatku od transferu zysku (dywidend), o ile nie jest on uregulowany poza ustawami podatkowymi. Jeśli stawki tego podatku są uregulowane umowami dwustronnymi, wtedy zmiany musiałyby być zaakceptowane przez oba umawiające się państwa.

Pełna struktura płatności przekazywanych z Polski jest w dużym stopniu nieznaną. Ponadto empiryczne określenie poziomu zadłużania się firm z udziałem kapitału zagranicznego jest utrudnione. Informacje prezentowane przez NBP nie pozwalają dokładnie określić poziomu transferów z kraju, zwłaszcza tych dokonywanych przez spółki na poziomie kosztów.

W tab. 2 przedstawiono dostępne dane dotyczące wybranych form transferów środków pieniężnych za granicę (stają się one dochodami zagranicznych inwestorów bezpośrednich).

Tab. 2. Wielkość i struktura dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w latach 2003–2015 (w mln euro)

| Lata | Dywidendy | Reinwestowane zyski | Dywidendy jako procent zysków po opodatkowaniu | Dochody od wierzytelności (odsetki) | Odsetki w relacji do dywidend (w %) |
|------|-----------|---------------------|--|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 2003 | 1435 | -74* | 105,5 | 483 | 34 |
| 2004 | 2168 | 4984 | 30,5 | 531 | 24 |
| 2005 | 4169 | 2715 | 60,5 | 589 | 14 |
| 2006 | 5152 | 4510 | 53,0 | 792 | 15 |
| 2007 | 5848 | 6614 | 47,0 | 1048 | 18 |
| 2008 | 8105 | -714* | 110,0 | 1401 | 17 |
| 2009 | 5417 | 3582 | 60,0 | 1289 | 24 |
| 2010 | 5955 | 5627 | 51,0 | 1739 | 29 |
| 2011 | 6900 | 5177 | 57,0 | 2179 | 32 |
| 2012 | 7278 | 4440 | 65,0 | 2423 | 33 |
| 2013 | 8641 | 3510 | 71,0 | 1724 | 20 |
| 2014 | 7071 | 6198 | 53,0 | 2054 | 29 |
| 2015 | 6928 | 7261 | 49,0 | 1932 | 28 |

* wielkość ujemna reinwestowanych zysków wynika z faktu, że straty były większe niż reinwestowane zyski

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2009, s. 25; NBP, 2008–2015].

Zestawienie pomija niektóre płatności, głównie te, które są realizowane na poziomie kosztów. Wypłacane dywidendy w analizowanym okresie rosły. Wskaźnik procentowy (tab. 2) udziału dywidend w zyskach może być porównywany do wskaźnika wypłat dywidendy (wypłacone dywidendy/zysk netto). Nie jest to wskaźnik

identyczny². Wysokość tego wskaźnika zazwyczaj przewyższała 50%. Wielkości te nie są nadzwyczajnie wysokie i mogą być porównywalne ze wskaźnikami wypłaty dywidend dla spółek giełdowych z różnych branż [Uchman, 2013, s. 483–490]. Wskaźnik ten wzrósł znacznie w 2008 r. i w latach 2012–2013, jednak następnie ponownie ulegał zmniejszeniu. Przyczyn wzrostu z lat 2012–2013 nie da się wytłumaczyć na gruncie zmian rentowności podmiotów zagranicznych w Polsce, żadne znaczące zmiany podatkowe w obszarze podatku dochodowego też nie miały wtedy miejsca. Nastąpiły one wcześniej (w 2006 r.) i dotyczyły podmiotów mających siedzibę na terenie UE. Jednorazowy wzrost wypłat dywidend w 2008 r. był spowodowany kryzysem finansowym i potrzebą zasilenia finansowego podmiotów powiązanych za granicą. Miarę obaw i sytuację inwestorów w okresie kryzysu ilustruje obserwowana w wymienionym roku ujemna wartość reinwestowanych zysków (rys. 1). Wydaje się, że zmiany kierunków przepływu kapitału w przypadku inwestycji bezpośrednich nie są tak szybkie i proste, jak w przypadku inwestycji portfelowych. Z kolei relacja odsetek do wypłacanych dywidend w latach 2003–2015 nie przekraczała 35% rocznie. Poziom kwotowy wypłacanych odsetek rośnie, ale trudno określić, czy ma charakter zastępczy w stosunku do wypłacanych dywidend. Poziom odsetek należałoby przeanalizować w relacji do poziomu zadłużenia w tych podmiotach, ale dostępne materiały statystyczne nie pozwalają na wyodrębnienie zadłużenia spółek kapitałowych z uwzględnieniem powiązań kapitałowych i organizacyjnych z kredytodawcami (pożyczkodawcami). Rok 2013 był rekordowy ze względu na łączną wartość wytransferowanych środków w postaci dywidend i odsetek. Łącznie wytransferowano 10 365 mln euro.

Wypłata dywidend (i odsetek) jest uzależniona od źródeł finansowania działalności rozwojowej podmiotu. W im większym stopniu spółki akcyjne wykorzystują finansowanie z kapitału akcyjnego, tym wyższe kwoty dywidend mogą płacić. Jeśli firmy korzystają w szerokim zakresie z samofinansowania, wtedy płatności z zysku na rzecz akcjonariuszy będą ograniczone. W oparciu o dostępne materiały nie można było wyodrębnić źródeł finansowania inwestycji.

4. Opodatkowanie najważniejszych form transferu i rentowność kapitału własnego jako wyznaczniki poziomu reinwestowania

Analiza uwarunkowań fiskalnych polityki transferów funduszy firm międzynarodowych w warunkach polskich prowadzi przede wszystkim do rozważania zachowań podmiotów powiązanych kapitałowo wobec ich spółek macierzystych (dominujących). Wynika to z faktu, że w przypadku dużych przedsiębiorstw międzynarodowych spółki macierzyste dosyć rzadko mają swoją siedzibę w Polsce.

² Dane NBP nie są precyzyjne przy rozgraniczaniu takich pojęć, jak: „reinvestowane zyski” i „zatrzymane zyski”.

Znajdują się one w państwach bardziej rozwiniętych gospodarczo bądź w krajach charakteryzujących się niskimi stawkami podatkowymi. Podstawowym problemem jest zatem wybór formy transferu kapitału, podatkowo najkorzystniejszej. Musi ona być jednocześnie wystarczająco elastyczna, żeby bez specjalnych ograniczeń móc zmieniać kwoty płatności w czasie. Porównanie opodatkowania dywidend i odsetek w badanym okresie przedstawia tab. 3.

Tab. 3. Stawka łącznego opodatkowania dochodów spółek transferowanych w postaci dywidend i stawka opodatkowania odsetek za granicę według ustawy o CIT

| Lata | 2003–2015 |
|---|---|
| Łączne opodatkowanie (podwójne) dywidend wypłacanych do podmiotów powiązanych za granicą do wszystkich krajów według ustawy o CIT | 37,95% w 2003 r. $[1-(1-0,27)(1-0,15)] \times 100$ 34,39% w latach 2004–2016 $[1-(1-0,19)(1-0,19)] \times 100$ |
| Łączne opodatkowanie dywidend do podmiotów mających siedzibę w UE | 37,95% w 2003 r. 34,39% w latach 2004–2005 34,39% lub 19% w latach 2006–2015, tzn. możliwość uniknięcia opodatkowania transferu dywidend za granicę po spełnieniu określonych warunków $[1-(1-0,19)(1-0)] \times 100$ |
| Opodatkowanie wypłacanych za granicę odsetek | Stawka opodatkowania odsetek w CIT wynosi w badanym okresie 20% podatku przy transferze za granicę. Odsetki w CIT są kosztem podatkowym, czyli występuje efekt tarczy podatkowej Łącznie z efektem tarczy stawka od 2004 r. wynosi 1% $(0,2-0,19) \times 100$ |

Nie uwzględniono regulacji zawartych w umowach dwustronnych o unikaniu podwójnego opodatkowania.

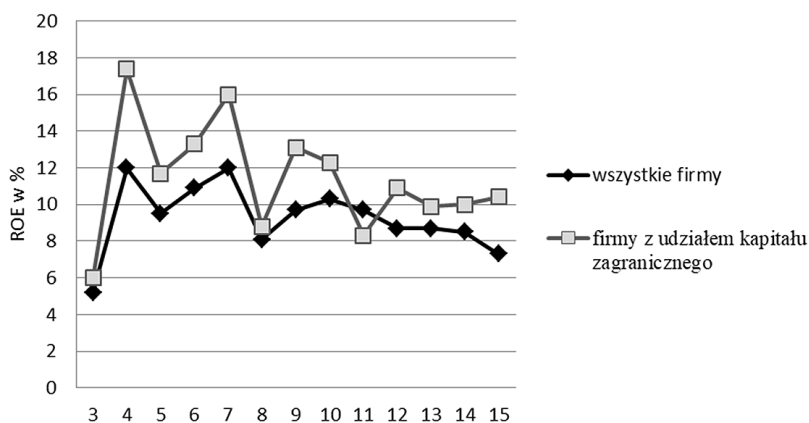
Źródło: [Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych].

Korzystniejszy podatkowo dla spółek jest oczywiście transfer w formie odsetek oraz, nieujęte w tabeli, wykorzystanie cen transferowych. Obie formy są ograniczane przez ustawodawstwo podatkowe. Widać, że podwójne opodatkowanie w przypadku dywidend ulegało w badanym okresie zmniejszeniu w odniesieniu do transferów zysków dokonywanych na rzecz podmiotów mających siedzibę na terenie UE. Sprzyja to wypłatom z zysku, zwłaszcza że zagraniczny kapitał w Polsce pochodzi w większości z krajów UE. Ograniczeniu uległ także efekt tarczy podatkowej, który jeszcze w 2003 r. mógł powodować ujemne opodatkowanie odsetek.

Duże znaczenie w przypadku reinwestowania zysków ma wskaźnik rentowności kapitału w kraju goszczącym. Dane za lata 2003–2015 przedstawia rys. 1.

ROE w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego był porównywalny do rentowności pozostałych firm w Polsce. Można z tego wyprowadzić ostrożne wnioski, że w firmach z udziałem kapitału zagranicznego nie dokonywano znaczących manipulacji podstawą opodatkowania³. Można poza tym przyjąć, że poziom rentow-

³ Na gruncie polskiego prawa podatkowego dochód podatkowy nie jest równy zyskowi brutto, będącemu kategorią z zakresu rachunkowości.



Uwaga: ROE – zysk netto/kapitał własny; wszystkie firmy to wszystkie podmioty sporządzające bilans; firmy z udziałem kapitału zagranicznego obejmują wszystkie formy organizacyjno-prawne przedsiębiorstw (nie obejmują banków) o liczbie pracujących 10 i więcej osób.

Rys. 1. Rentowność kapitału własnego firm z udziałem kapitału zagranicznego w latach 2003–2015 (w %)

Źródło: [GUS, 2016].

ności nie był zniechęcający do reinwestowania zysków (również w porównaniu do przeciętnej rentowności inwestycji zagranicznych na świecie). Można też uznać, że osiągnięcie takiego poziomu rentowności skłoni podmioty z tej grupy do podzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Naturalnie takie generalizacje pomijają szereg przypadków jednostkowych. Raporty wskazują, że z Polski w latach 2004–2013 nastąpił nielegalny wypływ kapitału w wysokości 90 mld USD [Kar, Spanjers, 2015]. Są to szacunki i nie można zidentyfikować precyzyjnie ani podmiotów odpowiedzialnych za tę działalność, ani instrumentów tego wypływu. Na podstawie dostępnych danych widać, że podmioty z udziałem kapitału zagranicznego wykazywały nieco wyższą rentowność niż grupa odniesienia.

Opodatkowanie dochodów i poziom ROE podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego należą do podstawowych uwarunkowań decyzji w zakresie podziału zysku i reinwestowania środków. Są też, w odróżnieniu od innych czynników (szczególnie zewnętrznych w stosunku do kraju inwestycji), stosunkowo łatwo obserwowalne.

Podsumowanie

Podmioty z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce wykorzystują zarówno dywidendy, jak i inne formy transferu dochodów z Polski. Analiza dystrybucji zysku w tych podmiotach, dokonywana w oparciu o istniejące koncepcje teoretyczne z zakresu polityki dywidend, ma ograniczone znaczenie. Dzieje się tak m.in. dlatego, że decyzje dotyczące podziału zysku tych podmiotów w dużym stopniu zależą od

decyzji całej firmy międzynarodowej. Bardziej obiecujące jest empiryczne ujęcie problemu. Ekspozuje ono znaczenie czynnika podatkowego przy podejmowaniu decyzji dotyczącej tak wypłat dywidend, jak i reinwestowania zysków. Ujęcie to ma słabe strony, gdyż nie wszystkie formy płatności za granicę są empirycznie uchwytne. Transfery dokonywane na poziomie kosztów są w części nieznanne.

Przeprowadzona analiza umożliwia wyprowadzenie ostrożnych wniosków. Relacja procentowa wypłacanych dywidend do zysków była w badanym okresie w miarę stabilna. Poziom wypłacanych dywidend był dosyć wysoki, w większości lat przekraczał 50% zysków. Zwracając uwagę na rolę czynnika podatkowego dla podziału zysku i wyboru formy transferu środków za granicę, należy uwzględnić, że podstawowe warunki podatkowe w badanym okresie (2003–2015) nie ulegały zmianie, z wyjątkiem wprowadzenia korzystniejszych rozwiązań w CIT w przypadku transferu dywidend do podmiotów mających siedzibę w UE. Rentowność kapitałów własnych w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego była na wyższym, choć zbliżonym do polskich podmiotów, poziomie i zachęcała do reinwestowania zysków. W ramach dostępnych danych zjawiska niższej rentowności i wyprowadzania zysków w innych formach niż dywidendy nie dało się zaobserwować.

Bibliografia

- Black F., *The Dividend Puzzle*, "The Journal of Portfolio Management" 1976, Vol. 2(2), DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>.
- Desai M.A., Foley C.F., Hines J.R., *Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment*, "Review of Financial Studies" 2006, Vol. 19, DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj041>.
- Desai M.A., Foley C.F., Hines J.R., *Chains of Ownership, Regional Tax Competition and Foreign Direct Investment*, [w:] H. Herrmann, R.E. Lipsey (eds.), *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, Springer, Berlin 2003.
- GUS, *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym za lata 2003–2015*, Warszawa 2016.
- Kar D., Spanjers J., *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004–2013*, Global Financial Integrity 2015.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie WSE, Kraków 2011.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, "The Journal of Finance" 2000, Vol. 55(3), DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- NBP, *Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w 2007 r.*, Warszawa 2009.
- NBP, *Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce, 2008–2015*, www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/zib/zib.html [dostęp: 10.03.2018].
- Scholes M.S., Wolfson M.A., *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, New Jersey 1992.
- Uchman J., *Wypłaty dywidend w spółkach akcyjnych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2/2.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 2000, nr 54, poz. 654 z późn. zm.).

Selected Conditioning of Distribution of Profits in Entities with Foreign Capital

The article shows the distribution of profits in entities with foreign capital, mainly in reference to the problem of dividends. The way of sharing profits determines the level of reinvested profits in Poland and the level of profits gained by the budget from corporate income tax. The empirical data concerning the problem is not very precise. However, it can be seen that the payment structure and profitability of this group of entities are stable enough in time.

Wybrane uwarunkowania podziału zysku w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego

W artykule przedstawiono podział zysku w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego ze szczególnym uwzględnieniem dywidend. Sposób podziału zysku decyduje o poziomie reinwestowanych zysków w Polsce i o poziomie dochodów z tytułu podatku dochodowego do budżetu. Dane empiryczne dotyczące zagadnienia nie są zbyt precyzyjne, jednak widać, że struktura płatności i rentowność tej grupy podmiotów są dosyć stabilne w czasie.