

# POTENCJALNE IMPLIKACJE PODATKU OD TRANSAKCJI FINANSOWYCH DLA RYNKU I INWESTORÓW NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

<https://doi.org/10.18559/978-83-8211-116-3/9>

Przemysław Gerschmann

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie  
[p.gerschmann@gmail.com](mailto:p.gerschmann@gmail.com)

 Anna Siwiec

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu,  
[Anna.Siwiec@phd.ue.poznan.pl](mailto:Anna.Siwiec@phd.ue.poznan.pl)

 Wojciech Świder

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
[wojciech.swider@ue.poznan.pl](mailto:wojciech.swider@ue.poznan.pl)

## Potential implications of the financial transaction tax for the market and investors on the Warsaw Stock Exchange

Abstract

**Purpose:** The main aim of the chapter was to present the idea and the current state of work on the financial transaction tax (FTT) at the national and EU level. Moreover, in the empirical part, it was decided to estimate the burden of this tax on investors on the Warsaw Stock Exchange in order to assess the legitimacy of introducing FTT from the point of view of the domestic capital market.

**Design/methodology/approach:** The research method used in this chapter is the review of the literature and legal acts concerning the financial transaction tax (FTT). In the empirical part, the tax burden on investors on the Warsaw Stock Exchange (WSE) was estimated. Additionally, based on data collected from the WSE and the tax rate proposed in the 2015 Polish FTT project, a simulation of the state budget revenues from this tax was carried out.

**Findings:** The amount of the state budget revenues from the financial transaction tax on the Warsaw Stock Exchange estimated in the chapter is between PLN 416.1 and 654.4 million. The estimates were made taking into account the stock exchange turnover in 2015–2020 and assuming the tax burden only on individual investors trading instruments on their own behalf. The introduction of the tax with the rate proposed in the 2015 FTT project was assessed negatively, taking into account the further development of the Polish capital market and the competitiveness of GPW S.A. compared to other European exchanges.

In the event of a possible implementation of the FTT in the future, it is the amount of the tax rate that is important. FTT should be introduced with a lower rate than the proposed one, and

### Sugerowane cytowanie:

Gerschmann, P., Siwiec, A., Świder, W. (2022). Potencjalne implikacje podatku od transakcji finansowych dla rynku i inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W: E. Małecka-Ziemińska (red.), *Podatki w ujęciu retrospektywnym i perspektywnym* (s. 161–188). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-116-3/9>



Ta książka jest udostępniana na licencji Creative Commons – Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 Międzynarodowe

bearing in mind the time—tax should be proposed in the period of high volume and low volatility on the WSE. Thereafter, the tax rate could be increased if turnover and volatility were not distorted.

**Keywords:** financial transaction tax (FTT), Tobin tax, stock market, taxation.

## Wstęp

W ciągu ostatnich dekad można obserwować rosnące zainteresowanie badaczy tematyką transakcji finansowych (Abad-Segura i González-Zamar, 2020). Idea opodatkowania sektora finansowego powraca w różnych formach najczęściej w okresie kryzysów gospodarczych i finansowych. W związku z kryzysem wywołanym pandemią COVID-19, a co za tym idzie, znacznym wzrostem deficytu budżetowego i długu publicznego w większości państw, należy spodziewać się ponownego ożywienia debaty dotyczącej wprowadzenia podatku od transakcji finansowych (*financial transaction tax*, FTT) również w Polsce, tym bardziej że projekt ustawy o podatku od transakcji finansowych został przygotowany w naszym kraju już w 2015 r., a wiele z państw Unii Europejskiej (UE) podatek taki wprowadziło lub wyraziło wyraźną chęć jego wprowadzenia.

Portugalia, która w styczniu 2021 r. objęła prezydencję w Radzie UE, zaproponowała otwartą dyskusję wśród państw członkowskich UE w sprawie konstrukcji podatku od transakcji finansowych na szczeblu unijnym. W grudniu 2019 r. niemiecki minister finansów zaproponował natomiast przyjęcie unijnego projektu dyrektywy dotyczącego FTT przez państwa zainteresowane wzmocnioną współpracą w tym zakresie (KPMG, 2021). Warto zaznaczyć, że UE przygotowała dwa projekty dotyczące takiego podatku. Pierwszy – przewidziany dla wszystkich państw UE w roku 2011, drugi – zawężony do państw zainteresowanych – w roku 2013. W podatku od transakcji finansowych upatruje się nowego źródła finansowania budżetów państw i UE oraz narzędzia zmniejszenia skali spekulacyjnych działań na rynku finansowym. Ma on przyczynić się również do wyrównania warunków działalności gospodarczej przedsiębiorstw finansowych, które są nieopodatkowane VAT, z przedsiębiorstwami niefinansowymi ponoszącymi taki ciężar podatkowy. Podatek od transakcji finansowych był w literaturze wielokrotnie analizowany z racji tego, że duża liczba państw UE już takie rozwiązanie wprowadziła i również wiele państw planuje jego wprowadzenie. Polskiemu projektowi ustawy o podatku od transakcji finansowych z dnia 15 września 2015 r. nie nadano oficjalnego trybu legislacyjnego. Projekt ten był

przygotowywany równolegle z poselskim projektem ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych (z 3 grudnia 2015 r.), przewidującym opodatkowanie aktywów instytucji finansowych. Ten ostatni projekt został uchwalony w formie ustawy już w styczniu 2016 r. (Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r.). Wpływy z tytułu tzw. podatku bankowego na rok 2016 oszacowano w projekcie poselskim na kwotę 6,5–7 mld zł (Uzasadnienie do poselskiego projektu ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych, 3 grudnia 2015 r., s. 5), podczas gdy FTT miałyby zasilić budżet państwa w pierwszym roku jego obowiązywania na kwotę 1,7 mld zł (Projekt z dnia 15 września 2015 r. Uzasadnienie do ustawy o podatku od transakcji finansowych, s. 31).

Mając to na uwadze, w ramach rozdziału postawiono następujące cele:

- 1) przybliżenie idei i aktualnego stanu prac nad FTT, zarówno na poziomie krajowym, jak i unijnym;
- 2) próba oszacowania obciążenia daniną inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW);
- 3) ocena zasadności wprowadzenia podatku z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego.

Metodą badawczą zastosowaną w rozdziale jest przegląd literatury, aktów prawnych i symulacje dochodów przeprowadzone na podstawie danych pobranych ze strony internetowej GPW (2021).

W części pierwszej rozdziału dokonano przeglądu literatury związanej z FTT, w sekcji drugiej zawarto przykład udanej implementacji podatku w Wielkiej Brytanii i nieudanej w Szwecji oraz klasyfikację FTT zaproponowaną w 2010 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Część trzecia zawiera charakterystykę zablokowanego projektu Unii Europejskiej zharmonizowanego FTT i krótkie przedstawienie podatku wprowadzonego w trzech krajach, które były zainteresowane wzmocnioną współpracą w tym obszarze. Francja, Włochy i Hiszpania wprowadziły FTT po roku 2011, czyli po zablokowaniu pierwszej propozycji Komisji Europejskiej dotyczącej zharmonizowanego FTT. Zamieszczona w tej części tabela zawiera zestawienie podstawowych cech FTT w trzech krajach UE, które go zaimplementowały.

W części czwartej dokonano przeglądu koncepcji opodatkowania transakcji finansowych w Polsce i przeanalizowano polski projekt FTT z 15 września 2015 r. W części piątej (empirycznej) oszacowano obciążenie inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie potencjalnym podatkiem od transakcji finansowych i tym samym dochody budżetowe z tego segmentu. Rozdział zamyka podsumowanie skutków implementacji FTT dla rynku i inwestorów GPW w Warszawie.

## 1. Przegląd literatury w zakresie opodatkowania transakcji finansowych

Ożywiona debata o podatku od transakcji finansowych powróciła w literaturze po kryzysie finansowym z 2008 r. (International Monetary Fund [IMF], 2010a; Millar, 2012), który również swoją genezę nawiązuje do zderegulowanego rynku finansowego (Kaminsky i Reinhart, 1999; Tornell i Westermann, 2005), nieregulowanej spekulacji i przerostu sfery finansowej nad realną, określanego mianem finansyzacji lub finansjalizacji. Procesy te współwystępowały z bańką na rynku nieruchomości, uznawaną za główną przyczynę turbulencji gospodarczych w owym czasie (Aizenman i Jinjarak, 2009; Reinhart i Reinhart, 2008).

W USA w 1914 r. wprowadzono podatek od transakcji akcjami, który został zwiększony dwukrotnie podczas wielkiego kryzysu w 1932 r. Podatek co prawda został zlikwidowany w 1965 r. (Pekanov i Schratzenstaller, 2019), jednak sama koncepcja opodatkowania transakcji finansowych została spopularyzowana po wielkiej depresji z 1929 r. przez Johna Maynarda Keynesa w książce z 1936 r. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza* (Keynes, 2018). Keynes zaproponował opodatkowanie obrotu kapitałowego na giełdzie nowojorskiej. Taka forma opodatkowania miała zmniejszyć skalę spekulacji, która może wpływać na destabilizację rynków, najpierw powodując hossę napędzaną irracjonalnym optymizmem, aż do znacznego przewartościowania rynków akcji, a następnie do gwałtownego przejścia w stan bessy. Szybki spadek wycen akcji ma negatywny wpływ na nastroje w gospodarce (efekt majątkowy), zdolność kredytową podmiotów (akcje jako zabezpieczenie) i zwiększa prawdopodobieństwo bankructw (efekt lewarowanej spekulacji).

Również James Tobin w pracy *The new economics one decade older* (1974) zaproponował opodatkowanie transakcji finansowych, jednak w tym pomysł nacisk położono na wymianę walutową. W kontekście załamania się systemu z Bretton Woods w 1971 r. zapewnienie stabilności kursów walut i ograniczenie spekulacyjnych operacji było wyzwaniem. Taki podatek miałby obejmować zakup walut zagranicznych i instrumentów w nich denominowanych.

Podatek od transakcji finansowych ma zarówno zwolenników, jak i przeciwników. Zwolennicy FTT twierdzą, że jest on korzystny dla rynków finansowych, ponieważ przyczynia się do obniżenia poziomu zmienności cen i zwiększa efektywność rynków<sup>1</sup> (Tobin, 1978). Podkreśla się jednak, że FTT, aby dobrze spełniał swoją funkcję, powinien być wprowadzony globalnie, by uniknąć arbitrażu podatkowego (Szołno-Koguc i Twarowska, 2014). Przyjęcie FTT w sposób

---

<sup>1</sup> Czyli zdolność do szybkiego i poprawnego uwzględniania w cenach informacji.

unilateralny może być wręcz przeciwnie skuteczne, stąd kluczowa jest współpraca państw należących do danego regionu (Allevato i De Vito, 2020).

Wśród powodów do wprowadzenia FTT wymieniana jest konieczność finansowania globalnych dóbr publicznych, takich jak walka ze zmianami klimatycznymi (Pekanov i Schratzenstaller, 2019). Przywoływany jest również argument konieczności partycypacji sektora finansowego w kosztach budżetowych łagodzenia skutków gospodarczych kryzysu finansowego z lat 2008–2009 (IMF, 2010b). Wskazuje się na korzystną rolę podatku w łagodzeniu nieefektywności rynku, mających często charakter behawioralny (Haldane, Aikman, Kapadia i Hinterschweiger 2017; Yellen, 2017). Skrajne wyceny, dynamiczne zmiany cen instrumentów finansowych i nadmierna skłonność do ryzyka prowadzą do kryzysów (Acharya, Cooley, Richardson i Walter, 2011; Constâncio, 2017), których zażegnanie spada na barki państw. Opodatkowanie transakcji finansowych pozwala zmniejszyć wolumeny obrotu na skomplikowanych instrumentach finansowych i ograniczyć nadmierną spekulację (Shiller, 2006), zapobiegając w ten sposób powstawaniu baniek rynkowych (Eichengreen, Tobin i Wyplosz, 1995; Stiglitz, 1989; Summers i Summers, 1989). Opodatkowanie transakcji finansowych powinno przyczynić się do tego, że wykorzystujący krótki termin spekulanci będą partycypowali w budowaniu społeczeństwa dobrobytu i przestaną angażować się w jałowe aktywności spekulacyjne (Veryzhenko, Jonath i Harb, 2020). Trend skupiania się uczestników rynku na coraz krótszym terminie inwestycyjnym nie sprzyja stabilnemu finansowaniu przedsiębiorstw (Haldane, 2010).

Skrajną formą krótkoterminowej spekulacji są fundusze *high frequency trading* (HFT). Opierają się one na algorytmach dokonujących transakcji często w ułamku sekundy. Ich przewagą upatruje się w ekstremalnie szybkiej egzekucji zleceń, do czego konieczne jest szybkie połączenie internetowe, bliskość siedziby giełdy i automatyzacja handlu. Co prawda niektóre badania wskazują na pozytywną stronę funduszy HFT, gdyż dzięki nim zwiększa się płynność na rynku (Hruska i Linnertova, 2015; Sun, Kruse i Yu, 2012). Również wybrane giełdy, w tym Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, oferują usługę kolokacji, polegającą na udostępnieniu przez giełdę fizycznej przestrzeni i zapewnieniu możliwości instalacji w bezpośrednim sąsiedztwie systemu transakcyjnego giełdy sprzętu i oprogramowania klientów GPW. Jej celem jest rozszerzenie oferty związanej z dostępem do rynków obsługiwanych przez GPW, a co za tym idzie, zwiększenie płynności instrumentów finansowych notowanych na rynkach prowadzonych przez giełdę. Jednak fundusze HFT mogą powodować większe ryzyko rynkowe (Hautsch, Noe i Zhang, 2017), które może objawiać się w zjawisku *flash crash*, czyli nagłym spadku notowań giełdowych w oderwaniu od fundamentów. Na przykład 6 maja 2010 r. w ciągu kilku minut notowania w USA uległy drastycznemu załamaniu, a następnie wróciły do poziomu sprzed krachu bez

żadnego oczywistego powodu. Powodem tego zdarzenia były masowe zlecenia składane przez fundusze HFT (Demirer, Leggio i Lien, 2019).

Wprawdzie część badaczy twierdzi, że FTT może przynosić znaczne dochody bez wywoływania znaczących zakłóceń w efektywności rynku i zmienności cen (McCulloch i Pacillo, 2011), jednak większość uczonych zauważa jego negatywny wpływ na efektywność rynku (Campbell i Froot, 1994). Thöni (2020) wykazał, że FTT prowadzi do zwiększenia spreadów *bid-ask* i obniżenia głębokości rynku, czyli pokrycia zleceniami danych poziomów cenowych.

W literaturze panuje również zgodne przekonanie, że FTT wpłynie negatywnie na wolumen obrotów papierami wartościowymi. Wang i Yau (2012) twierdzą, że nałożenie podatku od transakcji finansowych może mieć skutki odwrotne do tych, na które liczyli jego zwolennicy. Zdaniem autorów istnieje odwrotna zależność między kosztem transakcji (*spread bid-ask*) a wolumenem ich obrotu. FTT przyczyniając się do podwyższenia kosztów transakcji finansowych, spowoduje spadek takiego wolumenu. Na podstawie badania potencjalnego wpływu FTT na rynek instrumentów *futures* w USA badacze wykazali, że podatek ten nie tylko nie przyniesie zakładanych wpływów budżetowych, lecz także spowoduje przeniesienie biznesu z giełdy w USA na nieopodatkowane rynki zagraniczne. Podobnie uważa Umlauf (1993), badający wprowadzenie 0,5% FTT w Szwecji, gdzie opodatkowanie obrotu akcjami spowodowało przeniesienie ponad połowy jego wielkości za granicę i przyczyniło się również do załamania rynku kontraktów terminowych i bonów.

O zmniejszeniu wolumenu handlu na rynku opodatkowanym i zachęcie dla podmiotów rynkowych do przeniesienia się na rynki nieopodatkowane, zwłaszcza do rajów podatkowych, pisali również Hanke, Huber, Kirchler i Sutter (2010). Na spadek płynności i wolumenu obrotów po wprowadzeniu FTT wskazują także Ehrenstein, Westerhoff (2003), Westerhoff i Dieci (2006), Westerhoff i Stauffer (2005).

Z kolei Aliber, Chowdhry i Yan (2003) na podstawie pośrednich miar FTT, takich jak wyprowadzanie kosztów transakcyjnych z cen kontraktów terminowych, stwierdzili, że wyższe koszty transakcji są związane nie tylko z niższym wolumenem obrotu na rynkach walutowych, lecz również z większą zmiennością cen instrumentów finansowych. Podobną zależność zauważyli Wang i Yau (2012), co zdaniem autorów sugeruje, że nałożenie podatku od transakcji może w rzeczywistości przyczynić się do niestabilności rynku finansowego i zwiększyć w ten sposób prawdopodobieństwo kryzysu finansowego.

W literaturze można napotkać prace, których autorzy wydają się nie brać po uwagę możliwości migracji kapitału. Miller i Tyger (2020) sugerują, że szeroko zakrojony FTT w USA mógłby być znacznym źródłem dochodów budżetowych. Inicjatywa Berniego Sandersa zawierająca propozycję FTT o stawce 0,5% na akcje, 0,1% na obligacje i 0,005% na derywaty zapewniłaby wpływy budżetowe



między 60 a 220 mld dolarów rocznie. Jednak wspomniani badacze nie mają złudzeń, że podatek obniżyłby PKB, pisząc: „FTT zwiększy koszt kapitału, redukując zarówno stopy zwrotu z kapitału właścicieli, jak i dochody pracowników z pracy. W rezultacie FTT przyczyniłby się do zredukowania poziomu PKB” (Miller i Tyger, 2020).

## 2. Różne formy opodatkowania sektora finansowego

Należy zauważyć, że zarówno zwolennicy, jak i przeciwnicy FTT mają możliwość powoływania się na doświadczenia konkretnych krajów, które wprowadziły taki podatek.

Często przywoływanymi przykładami państw, w których przetestowano funkcjonowanie takiego podatku, są Wielka Brytania i Szwecja. Opodatkowanie w nich transakcji finansowych w formie FTT zasługuje na uwagę chociażby z tego względu, że te dwa kraje mają w tym zakresie zupełnie odmienne doświadczenie.

W 1984 r., a więc jeszcze przed przystąpieniem do UE, Szwecja wprowadziła opodatkowanie transakcji papierami wartościowymi (*securities transaction tax*, STT) o stawce 0,5%. Podatek był pobierany zarówno od zakupu, jak i od sprzedaży papierów wartościowych, nie pobierano go natomiast od przeniesienia ich własności, jeśli w transakcji takiej nie uczestniczyło biuro maklerskie (darowizna, zapisy). Podatek dotyczył usług zarejestrowanych szwedzkich biur maklerskich. Usług takich wymagały lokalne transakcje giełdowe, zawierane zarówno między podmiotami szwedzkimi, jak i między podmiotami szwedzkimi i zagranicznymi. W odniesieniu do transakcji giełdowych zawieranych jedynie przez podmioty zagraniczne podatek był pobierany w przypadku papieru wartościowego zarejestrowanego w Szwecji. Przeprowadzenie przez biuro maklerskie szybkiej operacji zakupu i sprzedaży papieru skutkowało opłatą w wysokości 1% jego wartości. Wartość podatku została dodatkowo podwojona w 1986 r. Podatek nie tylko nie przyniósł spodziewanych wpływów do budżetu państwa, ale przyczynił się również do spadku kursów akcji na giełdzie w Sztokholmie, ograniczenia obrotów i przeniesienia znacznej części operacji giełdowych za granicę (Umlauf, 1993). Z tego względu po zmianie władzy na centroprawicową w 1991 r. FTT został zniesiony.

W Wielkiej Brytanii FTT funkcjonuje z powodzeniem od 1694 r., kiedy został wprowadzony w Anglii w formie opłaty skarbowej (*stamp duty*). Opłata jest naliczana w wysokości 0,5% od wartości transakcji. Dotyczy ona transferów papierów wartościowych wydawanych przez podmioty zarejestrowane w Wielkiej Brytanii. Transfery takie muszą powodować zmianę tytułu własności papieru wartościowego.

Biorąc pod uwagę doświadczenie Wielkiej Brytanii i Szwecji, Burman i in. (2016) zwracają uwagę na to, że skuteczność FTT w osiągnięciu założonych celów bez nadmiernych kosztów ekonomicznych zależy w dużej mierze od odpowiedniego projektu ustawodawczego. Zdaniem autorów podatek szwedzki został źle zaprojektowany, dlatego przyniósł stosunkowo niewielkie dochody, wyrządził natomiast strukturalne szkody na szwedzkiej giełdzie. Natomiast w przypadku Wielkiej Brytanii okazał się rozwiązaniem niezwykle trwałym i przynoszącym rocznie dochody wynoszące ok. 4 mld funtów.

W roku 2010 Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaproponował następujący podział opodatkowania sektora finansowego (IMF, 2010a):

- podatek od obrotu papierami wartościowymi (*securities transactions tax*, STT) – dla opodatkowania obrotu wszystkimi lub niektórymi rodzajami papierów wartościowych na rynku pierwotnym i wtórnym (akcje, papiery dłużne i ich instrumenty pochodne);
- podatek od transakcji walutowych zwany podatkiem Tobina (*currency transaction tax*, CTT);
- podatek od kapitału (*capital levy* lub *registration tax*) – nakładany w przypadku podwyższania kapitału przedsiębiorstwa w formie wkładów kapitałowych, pożyczek i/lub emisji akcji i obligacji;
- podatek od transakcji bankowych (*bank transaction tax*, BTT) – pobierany przy wpłatach i/lub wypłatach z rachunków bankowych;
- podatek od składek ubezpieczeniowych (*insurance premium tax*);
- podatek od obrotu nieruchomościami (*real estate transaction tax*).

Na szczycie G-20 w 2010 r. MFW zaproponował, aby największe światowe gospodarki wprowadziły opodatkowanie pasywów w bilansie banków. W ten sposób podatek obciążałby podejmowane przez banki ryzyko. Według szacunków MFW wpływy z tytułu takiego podatku miałyby wynosić co najmniej 2–4% PKB w każdym z krajów, który go wprowadził, i mogłyby być przeznaczone na ewentualne sytuacje kryzysowe. Fundusz zastrzegł jednak, że podatek powinien być wprowadzony globalnie, w sposób skoordynowany, ponieważ różne opodatkowanie w różnych krajach skutkuje spekulacjami na rynku (IMF, 2010a).

### 3. Projekt FTT w Unii Europejskiej

Po odrzuceniu propozycji MFW o wprowadzeniu podatku bankowego Komisja Europejska rozważała dwie opcje opodatkowania sektora finansowego: podatkiem od transakcji finansowych (FTT) lub podatkiem od działalności finanso-



wej (FAT). Powodem wyboru FTT była, według szacunków Komisji Europejskiej, możliwość osiągnięcia wyższych dochodów z tej formy opodatkowania. Ponadto FTT miał, zdaniem Komisji Europejskiej, zmniejszać bodźce do podejmowania przez instytucje finansowe nadmiernego ryzyka, czyli zawierania transakcji o krótkiej zapadalności i kontraktów na instrumenty pochodne posługujące się dźwignią finansową. Pierwszy krok w kierunku FTT w całej UE (EU-FTT), nazywanego również podatkiem Tobina lub podatkiem Robin Hooda, Komisja Europejska podjęła w 2011 r. Został wtedy przygotowany projekt dyrektywy w sprawie wspólnego systemu podatku od transakcji finansowych i zmieniającej dyrektywę 2008/7/WE (European Commission, 2011). Przewidywał on wprowadzenie zharmonizowanego FTT dla wszystkich państw UE. Opodatkowane miały zostać wszystkie transakcje, których przedmiotem były instrumenty finansowe i co najmniej jedna strona transakcji miałaby siedzibę w państwie członkowskim UE, niezależnie od miejsca transakcji. Zgodnie z przewidywaną zasadą rezydencji podatek obejmowałby również instytucje finansowe spoza UE, jeśli działałyby one w imieniu strony mającej siedzibę na terytorium Wspólnoty. Spod opodatkowania byłyby wyłączone małe przedsiębiorstwa finansowe i osoby prywatne oraz typowe dla nich transakcje na rynku konsumenckim, takie jak pożyczki bankowe, umowy ubezpieczenia czy kredyty hipoteczne.

W ramach projektu dyrektywy FTT przewidziano również wyłączenie spod opodatkowania akcji i obligacji na rynku pierwotnym i nieopodatkowywanie instytucji mających wpływ na możliwości refinansowania i ogólną politykę pieniężną, jak np. Europejski Bank Centralny czy narodowe banki centralne. Propozycja dyrektywy przewidywała ustanowienie wspólnej podstawy opodatkowania i minimalnych stawek podatku w wysokości 0,1% dla obrotu akcjami i obligacjami, natomiast 0,01% dla obrotu instrumentami pochodnymi. Państwa członkowskie UE miałyby możliwość ustalania swoich stawek podatku powyżej zaproponowanych stawek minimalnych.

W związku z brakiem osiągnięcia w Radzie wymaganej jednomyślności dla wprowadzenia nowego podatku w UE (wymóg art. 115 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej) projekt został zablokowany. Największy sprzeciw zgłosiły Wielka Brytania i Szwecja, które miały już doświadczenie związane z FTT. Jednakże jedenaście państw wyraziło wtedy zainteresowanie tzw. wzmocnioną współpracą. Były to: Belgia, Niemcy, Grecja, Hiszpania, Francja, Włochy, Austria, Portugalia, Słowenia, Słowacja i Estonia<sup>2</sup>. W związku z tym inicjatywa ustawodawcza z 2011 r. w zakresie FTT została zmodyfikowana przez projekt dyrektywy w sprawie wdrożenia wzmocnionej współpracy w dziedzinie podatku od transakcji z 2013 r. (European Commission, 2013).

<sup>2</sup> Ten ostatni kraj wycofał się z projektu w 2016 r.

Projekt z 2013 r. opiera się w znacznej mierze na propozycji dyrektywy z roku 2011, a proponowane w nim zmiany ograniczają się głównie do zawężenia kręgu państw, które miałyby być objęte podatkiem w ramach wzmocnionej współpracy (*enhanced cooperation*). Cele i zakres projektu pozostały, co do zasady, takie same jak w wersji pierwotnej dla całej UE, natomiast zaostreniu uległy przepisy dotyczące zwalczania nadużyć podatkowych i możliwości relokacji transakcji. Na uwagę zasługuje wprowadzenie do projektu „zasady miejsca emisji”, która umożliwi opodatkowanie stron transakcji, nawet jeżeli nie mają one siedziby w strefie objętej podatkiem. O opodatkowaniu decyduje w tym przypadku miejsce emisji instrumentu finansowego.

Brak uzgodnienia wspólnego tekstu satysfakcjonującego wszystkie zainteresowane kraje i przedłużające się negocjacje sprawiły, że w międzyczasie część państw członkowskich UE (w tym państwa zainteresowane wzmocnioną współpracą) wdrożył swoją wersję FTT. Projekt, którego celem było zapewnienie wspólnego zharmonizowanego podejścia UE w kwestii FTT i uniknięcie zakłóceń spowodowanych różnymi przepisami podatkowymi państw członkowskich, został wstrzymany. Trzy spośród krajów, które były w 2011 r. zainteresowane wzmocnioną współpracą, wprowadziły podatek od transakcji finansowych. Są to: Francja (FTT od 2012 r.), Włochy (FTT od 2013 r.) i Hiszpania (FTT od 2021 r.). Kraje te częściowo oparły swoje rozwiązania w zakresie FTT na projektach unijnych z 2011 i 2013 r. Na uwagę zasługuje sposób, w jaki FTT wpłynął w tych państwach na wolumen obrotów i ceny papierów wartościowych. Analiza taka może okazać się przydatna dla polskiego ustawodawcy i regulatora. W tabeli 1 dokonano porównania pod kątem kilku wybranych kryteriów FTT zaimplementowanego w trzech unijnych krajach z podatkiem zaproponowanym przez Radę UE. Ostatnia kolumna dotyczy polskiego projektu FTT z 2015 r.

Zastosowane w trzech krajach stawki podatku wahają się od 0,01% dla HFT i swapu we Francji do 0,3% dla obrotu papierami wartościowymi w tym samym kraju. Na uwagę zasługuje fakt, że mimo najwyższej, w porównaniu do innych państw, stawki podatkowej i spadku wolumenu obrotów wpływy budżetu państwa z tytułu FTT we Francji wykazują tendencję wzrostową. Dochód osiągniany z tego podatku w 2012 r., czyli roku jego implementacji, przyniósł 200 mln euro, w roku 2013 było to już 700 mln euro, natomiast w roku 2020 dochód z FTT stanowił 1,7 mld euro. Większość obrotu tworzą transakcje na akcjach. Wynik z 2020 r. jest wyższy od szacowanego przez francuskie ministerstwo finansów (Ouest-France, 2021). Warto wspomnieć, że w roku 2020, w związku z większymi wydatkami państwa spowodowanymi pandemią COVID-19 we Francji złożono projekt ustawy zawierający propozycję podwyższenia stawki podatku na obrót papierami wartościowymi z 0,3% do 0,5% i obniżenie wymaganego poziomu kapitalizacji spółek, których akcje objęte są podatkiem z 1 mld euro do 0,5 mld euro (Assemblée Nationale, 2020).

**Tabela 1. Porównanie rozwiązań FTT po 2011 r. w UE w zakresie wybranych kryteriów**

<b>Rok implementacji FTT</b>	<b>EU-FTT (projekt 2011, 2013)</b>	<b>Francja</b>	<b>Hiszpania</b>	<b>Włochy</b>	<b>Polska (projekt ustawy, 2015)</b>
Stawka	x 0,01–0,1%	2012 0,01–0,3%	2021 0,2%	2013 0,1–0,2%	x 0,07–0,14%
Zakres	0,01% na obrót instrumentami pochodnymi; 0,1% na obrót akcjami i obligacjami	0,01% dla HFT i swap na CDS*; 0,3% na papiery wartościowe emitowane przez podmioty o kapitalizacji rynkowej powyżej 1 mld euro; wyłączenie obligacji skarbowych, korporacyjnych i instrumentów pochodnych poza swap	Papiery wartościowe wyemitowane przez hiszpańskie podmioty o kapitalizacji rynkowej powyżej 1 mld euro	0,1% od wartości instrumentów emitowanych przez włoskie podmioty z kapitalizacją rynkową min. 500 mln euro, dot. papierów wartościowych i instrumentów pochodnych na rynkach regulowanych lub MTF**	0,14% od papierów wartościowych, 0,07% od wartości in. instrumentów, w tym pochodnych; brak wymogu określonej kapitalizacji rynkowej
Struktura obrotu	x	W 2012 r.: 99,5% z obrotu akcjami, 0,5% z ubezpieczenia kredytu niefinansowego; żaden z przychodów nie pochodził z HFT (Capelle-Blancard i Havrylchik, 2013)	b.d.	b.d.	57% obrotów stanowią papiery wartościowe, głównie akcje; 43% przypada na instrumenty pochodne (opracowanie własne na podstawie GPW, 2021)
Wpływy budżetowe/szacowane wpływy	Szacowane wpływy łączne dla 11 państw: 31 mld euro rocznie (European Commission, 2013)	Dochód 200 mln euro w drugiej połowie 2012 r., 700 mln euro w 2013 r. (Capelle-Blancard i Havrylchik, 2013); 1,7 mld euro w 2020 r.	Według rządowych prognoz w 2019 r. FTT ma przynieść 850 mln euro rocznie (KPMG 2020)	b.d.	Dochód FTT ze wszystkich rynków 1,7 mld zł (Projekt z dnia 15 września 2015 r. Uzasadnienie..., s. 31)

Rok implementacji FTT	EU-FTT (projekt 2011, 2013)	Francja	Hiszpania	Włochy	Polska (projekt ustawy, 2015)
Wolumen obrotów	x	2012 Spadek obrotów (Capelle-Blancard i Havrylelyk, 2016; Colliard i Hoffmann, 2017; Eichfelder, Lau i Noth, 2018; Gomber, Haferkorn i Zimmermann, 2016; Meyer, Wagner i Weinhardt 2015)	2021 b.d.	2013 Brak zmian w wolumenie obrotu (Cappelletti, Guazzarotti i Tommasino, 2017)	x b.d.
Ceny papierów wartościowych	x	Nie odnotowano negatywnego wpływu na poziom cen akcji (European Commission, 2017); spadek cen akcji (Colliard i Hoffmann, 2017; Eichfelder, Lau i Noth, 2017)	b.d.	Podatek nie miał negatywnego wpływu na koszty obrotu dla inwestorów instytucjonalnych (koszt dużych transakcji pozostał zasadniczo niezmienny). Znacząco wzrósł koszt zawierania małych transakcji, zwłaszcza w przypadku średnich firm (Galvani i Ackman, 2021)	b.d.
Dynamika zmienności cen	b.d.	Brak zmian w dynamice (Colliard i Hoffmann, 2017; European Commission 2017; Gomber, Haferkorn i Zimmermann, 2016); spadek zmienności (Eichfelder, Lau i Noth, 2018)	b.d.	Nie odnotowano wzrostu zmienności (Hvozdyk i Rustanov, 2016); odnotowano wzrost zmienności (Cappelletti, Guazzarotti i Tommasino, 2017)	b.d.

\* Swap na *CDS-credit default swap* – umowa na instrument pochodny mający zabezpieczać ryzyko niewywiązania się ze spłaty zadłużenia. Pożyczkodawca, strona umowy, płaci drugiej stronie określoną kwotę w zamian za jej zobowiązanie się do pokrycia zadłużenia pożyczkobiorcy w momencie, gdyby stał się niewypłacalny.

\*\* MTF – *multilateral trading facility*, wielostronna platforma transakcyjna alternatywna dla tradycyjnego obrotu giełdowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji przywołanych w tabeli.

W Hiszpanii FTT wprowadzono na początku 2021 r. i dlatego nie są jeszcze dostępne kompletne dane ani pierwsze oceny skutków wprowadzenia tego podatku. Jest to kraj, który zastosował jedną stawkę podatku – 0,2% dla wszystkich transakcji finansowych, które są objęte opodatkowaniem. Hiszpania, podobnie jak Francja (poza jednym rodzajem swapu), nie opodatkowała FTT instrumentów pochodnych.

Odmiennej sposób opodatkowania stosują Włochy. W tym kraju wysokość stawki podatku jest uzależniona nie od rodzaju instrumentu finansowego, jak w pozostałych krajach, lecz od tego, czy dotyczy obrotu na rynku regulowanym lub na wielostronnej platformie transakcyjnej, alternatywnej dla tradycyjnego obrotu giełdowego (MTF), czy też dotyczy zakupów poza rynkiem regulowanym lub MTF. Podatkiem od transakcji finansowych są opodatkowane we Włoszech transakcje na akcjach emitowanych przez spółki o minimalnej kapitalizacji rynkowej o wartości 0,5 mld euro. Oznacza to, że transakcje na akcjach spółek o niższej kapitalizacji nie podlegają takiemu opodatkowaniu.

W przypadku Francji i Włoch dostępne były również dane dotyczące wpływu FTT na: wolumen obrotów transakcji finansowych, ceny papierów wartościowych i dynamikę zmienności cen instrumentów finansowych. W przypadku Francji wyniki badań wskazują na spadek wolumenu obrotów papierami wartościowymi, natomiast jeśli chodzi o wpływ FTT na ceny papierów wartościowych, zdania są podzielone. We Włoszech nie odnotowano wprawdzie zmian w wolumenie obrotu ani kosztach transakcji dla inwestorów instytucjonalnych, ale koszty takie znacznie wzrosły w przypadku średniej wielkości spółek. Było to jedną z przyczyn rozważania przez rząd włoski czasowego zniesienia FTT.

Projekt polski, częściowo wzorowany na rozwiązaniu wspólnotowym, przewiduje umiarkowanie wyższe stawki podatku. Propozycja polskiego FTT, w przeciwieństwie do rozwiązania francuskiego i hiszpańskiego, zakłada opodatkowanie zarówno papierów wartościowych, jak i instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi. Ponadto FTT miałby dotyczyć rynków regulowanych i nieregulowanych. Zastosowanie szerokiej podstawy opodatkowania miałoby przeciwdziałać próbom uniknięcia opodatkowania.

## **4. Koncepcje opodatkowania transakcji finansowych w Polsce**

Polska nie znalazła się wprawdzie w 2011 r. wśród krajów zainteresowanych wzmocnioną współpracą w zakresie FTT, niemniej również w naszym kraju podjęto próby opodatkowania sektora finansowego i transakcji finansowych.

W okresie od 1 stycznia 1995 r. do 1 stycznia 1996 r. w polskim systemie podatkowym obowiązywała Ustawa z dnia 21 października 1994 r. o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie. Miała ona konstrukcję zbliżoną do FTT, regulowała bowiem zasady opodatkowania publicznego obrotu wtórnego akcjami (ich sprzedaży, z wyjątkiem sprzedaży w pierwszej ofercie publicznej). Należy również wskazać na obowiązujący podatek od czynności cywilnoprawnych (PCC), regulowany Ustawą z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (dalej: u.p.c.c.). Podatek ten dotyczy obrotu prawami majątkowymi (także instrumentami finansowanymi), ale ustawa przewiduje bardzo szeroki katalog wyłączeń (art. 2) i zwolnień od podatku (art. 8 i 9). Warto zaznaczyć, że sprzedaż praw majątkowych będących instrumentami finansowymi dokonywana w ramach obrotu zorganizowanego, czyli na giełdzie, jest zwolniona z PCC. Podobne zwolnienie znajduje zastosowanie w przypadku zakupu udziałów czy akcji poza giełdą, ale za pośrednictwem domu maklerskiego (zgodnie z art. 9 u.p.c.c., interpretacją Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 8 września 2010 r. nr IPPB2/436-235/10-2/AF oraz interpretacją Dyrektora Izby Skarbowej w Katowicach z 25 czerwca 2010 r. nr IBPBII/1/436-85/10/MZ). Natomiast zakup tych samych papierów wartościowych samodzielnie poza giełdą skutkuje obowiązkiem opłacenia podatku od czynności cywilnoprawnych.

W 2016 r. Ustawą o podatku od niektórych instytucji finansowych został wprowadzony tzw. podatek bankowy, który dotyczy opodatkowania aktywów wskazanych w niej instytucji finansowych, takich jak: banki krajowe, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, krajowe zakłady ubezpieczeń i reasekuracji, instytucje pożyczkowe i oddziały banków zagranicznych, oddziały instytucji kredytowych, oddziały zagranicznych zakładów ubezpieczeń i reasekuracji. Stawka podatku wynosi 0,0366% podstawy opodatkowania miesięcznie.

W roku 2012 został również przygotowany bardzo zaawansowany poselski projekt ustawy o podatku od usług finansowych. Nawiązywał on do unijnego projektu dyrektywy z 2011 r. (European Commission, 2011). Zaproponowany podatek przewidywał jednak szerszą podstawę opodatkowania od FTT ustalonego przez UE, dotyczył bowiem usług finansowych, a więc nie ograniczał się wyłącznie do czynności, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Projekt zawierał oprócz propozycji regulacji prawnych również szczegółowe uzasadnienie wprowadzenia podatku i wstępne oszacowanie wpływów budżetowych z jego tytułu. W uzasadnieniu do projektu podano, że proponowany podatek przyczyni się do ograniczenia transakcji o charakterze spekulacyjnym, głównie HFT, i stanowić będzie nowe źródło dochodów budżetowych. Przy zakładanych stawkach 0,1% w przypadku większości usług finansowych i 0,05% w przypadku usług dotyczących instrumentów pochodnych, przy założeniu opodatkowania obydwu stron transakcji, wpływy do budżetu państwa w okresie pierwszych czterech lat obowiązywania ustawy oszacowano na kwotę 4 077 551 940 zł (Poselski projekt



ustawy o podatku od usług finansowych, 11 czerwca 2012 r.). Projekt wpłynął do sejmu 11 czerwca 2012 r., jednak został odrzucony w jego pierwszym czytaniu z powodu wstrzymania się od głosowania większości posłów PiS.

We wrześniu 2015 r. został przygotowany nowy projekt ustawy o podatku od transakcji finansowych (Projekt z dnia 15 września 2015 r. Ustawa o podatku od transakcji finansowych; dalej: projekt FTT). Przeprowadzono również wstępną analizę skutków wprowadzenia takiego podatku w Polsce. Wpływy z podatku, które miałyby zasilić budżet państwa, zostały oszacowane w czasie przygotowywania projektu na 1,7 mld zł (Projekt z dnia 15 września 2015. Uzasadnienie..., s. 31).

W projekcie FTT przewiduje się opodatkowanie transakcji na instrumentach finansowych w rozumieniu art. 2 ust. 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: u.o.i.f.). Podatek miałby zatem dotyczyć zarówno papierów wartościowych (np. akcji, obligacji, certyfikatów inwestycyjnych czy innych zbywalnych papierów wartościowych), jak i instrumentów niebędących papierami wartościowymi (m.in. tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, instrumentów rynku pieniężnego, takich jak bony skarbowe, czek, weksle czy certyfikaty depozytowe i różnego rodzaju instrumenty pochodne).

Uwzględnienie instrumentów pochodnych jako przedmiotu opodatkowania FTT nie jest rozwiązaniem stosowanym powszechnie. Ich opodatkowania nie przewiduje Francja (poza transakcjami swap na CDS mającymi zabezpieczać ryzyko niewywiązania się ze spłaty zadłużenia) ani Hiszpania. Taki podatek jest trudniejszy w administrowaniu, ale może zmniejszyć ryzyko migracji handlu z segmentu papierów wartościowych do segmentu instrumentów pochodnych. Należy jednak wziąć pod uwagę, że spore zróżnicowanie stawek podatku może przyczynić się do zmiany struktury obrotów na instrumentach finansowych. Transakcje na instrumentach pochodnych są zazwyczaj opodatkowane niższą stawką niż transakcje na papierach wartościowych.

Projekt FTT różnicuje stawki w zależności od tego, czy dotyczą opodatkowania instrumentów pochodnych, czy innych instrumentów niemających charakteru pochodnego (art. 18). Planowana stawka podstawowa podatku wynosi 0,14%, jednakże w przypadku instrumentów pochodnych wynosi 0,07%. Zgodnie z art. 14 projektu FTT podatek jest naliczany od podstawy opodatkowania, którą stanowi w odniesieniu do dokonanej czynności:

- kwota zobowiązania (przy odpłatnym nabyciu instrumentu);
- kwota należna (przy odpłatnym zbyciu instrumentu);
- wartość nominalna (w przypadku wymiany instrumentów finansowych, udzielenia i zaciągnięcia pożyczki papierów wartościowych, zawarcia umowy skutkującej powstaniem instrumentów pochodnych lub ich dotyczącej, jak również przy transakcjach zawieranych między podmiotami z grupy

kapitałowej, których przedmiotem są prawa do dysponowania instrumentami finansowymi albo prowadzące do przekazania ryzyka związanego z tymi instrumentami).

Takie zróżnicowanie stawek występuje również w projektach unijnych z 2011 i 2013 r. oraz we wzorującym się na nich francuskim FTT. Różnica w stawkach dla transakcji z udziałem papierów wartościowych i instrumentów pochodnych wynika z różnego charakteru tych operacji, różnych reakcji rynku przewidywanych przez projektodawców oraz różnic w stosowanych metodach ustalania kwot podlegających opodatkowaniu (European Commission, 2011, s. 9).

Zgodnie z art. 4 projektu FTT podatkiem od transakcji finansowych miałyby zostać objęte:

- odpłatne nabycie, odpłatne zbycie i wymiana instrumentów finansowych,
- wymienione wcześniej transakcje zawarte z przyrzeczeniem odkupu,
- udzielenie i zaciągnięcie pożyczki papierów wartościowych,
- zawarcie umowy powodującej powstanie aktywów finansowych lub dotyczącej instrumentów pochodnych,
- transakcje zawierane między podmiotami z grupy kapitałowej, polegające na czynnościach prawnych lub faktycznych i mające za przedmiot prawa do dysponowania instrumentami finansowymi albo prowadzące do przekazania ryzyka z nimi związanego,
- zmiany każdej z wcześniej wymienionych umów, której następstwem jest zmiana co najmniej jednej ze stron umowy, okresu jej obowiązywania, przedmiotu świadczenia lub podwyższenie podstawy opodatkowania podatkiem.

Zakresem opodatkowania nie objęto transakcji, które służą celom konsumpcyjnym lub bezpiecznemu gromadzeniu oszczędności, tylko transakcje o charakterze inwestycyjnym z podwyższonym ryzykiem spekulacji.

Każda z wymienionych w art. 4 projektu FTT transakcji miałaby podlegać opodatkowaniu:

- przed jej rozliczeniem lub rozrachunkiem,
- jeżeli co najmniej jedna ze stron transakcji ma siedzibę na terytorium Polski (zasada rezydencji),
- jeżeli instrument finansowy będący przedmiotem transakcji został wyemitowany w Polsce (zasada miejsca emisji instrumentu finansowego).

Warto zaznaczyć, że zasada miejsca emisji instrumentu finansowego będzie miała pierwszeństwo przed zasadą rezydencji w przypadku, kiedy żadna ze stron transakcji nie miałaby siedziby w Polsce. Bez znaczenia pozostałoby natomiast miejsce przeprowadzania transakcji. Zabieg taki miałby zabezpieczyć wpływy podatkowe i chronić przed unikaniem opodatkowania poprzez przeniesienie transakcji do krajów, w których operacje finansowe nie podlegają opodatkowaniu. Jest to powtórzenie rozwiązania z aktualnie zablokowanego projektu unijnego.

Rozliczeniem transakcji (projekt FTT odwołuje się do art. 45b ust. 1 u.o.i.f.) jest ustalenie wysokości świadczeń pieniężnych i niepieniężnych wynikających z zawartych transakcji. Do takiego rozliczenia są zobowiązane bądź uprawnione podmioty będące stronami transakcji lub inne podmioty rozliczające zobligowane do tego ustawą. Rozrachunek transakcji (zgodnie z art. 45b ust. 2 u.o.i.f.) stanowi obciążenie lub uznanie konta depozytowego, rachunku zbiorczego lub rachunku papierów wartościowych prowadzonego przez Krajowy Depozyt, spółkę, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych przekazał prowadzenie depozytu papierów wartościowych, lub przez izbę rozrachunkową. Odpowiednio w związku z transakcją zbycia lub nabycia instrumentów finansowych następuje uznanie lub obciążenie rachunku bankowego lub rachunku pieniężnego wskazanego przez uczestnika będącego stroną transakcji albo stroną rozliczenia.

Obowiązek podatkowy powstaje, co do zasady, z chwilą zawarcia transakcji (art. 8 ust. 1 projektu FTT) lub skojarzenia ofert w przypadku transakcji na instrumentach finansowych na rynku zorganizowanym (art. 8 ust. 3 projektu FTT). Instytucja finansowa zatem podlega obowiązkowi podatkowemu już w pierwszym etapie realizacji transakcji. Tak zwany łańcuch transakcyjny obejmuje cykl przetwarzania transakcji od momentu jej zawarcia, poprzez rozliczenie, po rozrachunek, który kończy realizację transakcji przekazaniem zbywającemu środków pieniężnych, a nabywcy papierów wartościowych (NBP, KDPW, GPW [Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Giełda Papierów Wartościowych], 2009). Powstanie obowiązku podatkowego przed rozliczeniem i rozrachunkiem transakcji oznacza, że podatek staje się należny z chwilą zawarcia umowy lub – w przypadku instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym, czyli giełdowym – z chwilą skojarzenia ofert (art. 8 ust. 3 projektu FTT). Rozwiązanie to umożliwia płynny obrót instrumentami finansowymi, ale jednocześnie ogranicza zyskowność spekulacji na licznych transakcjach wykonywanych w bardzo krótkich odstępach czasu (transakcje HFT).

Podatek miałby obciążyć instytucje finansowe i osoby fizyczne, prawne lub jednostki nieposiadające osobowości prawnej, których podstawowym lub głównym przedmiotem działalności jest dokonywanie transakcji finansowych. W szczególności chodzi o instytucje, u których co najmniej 50% obrotu tworzą transakcje finansowe polegające m.in. na przyjmowaniu depozytów lub udzielaniu kredytów, wydawaniu pieniądza elektronicznego, nabywaniu i zbywaniu udziałów i akcji, udzielaniu pożyczek ze środków własnych, świadczeniu usług płatniczych, usług w zakresie nabywania i zbywania wierzytelności, udzielania poręczeń i gwarancji czy emitowania instrumentów płatniczych.

Dodatkowo podatek miałby obciążać transakcje instytucji działających nie tylko na rachunek własny, lecz również na rachunek innego podmiotu,

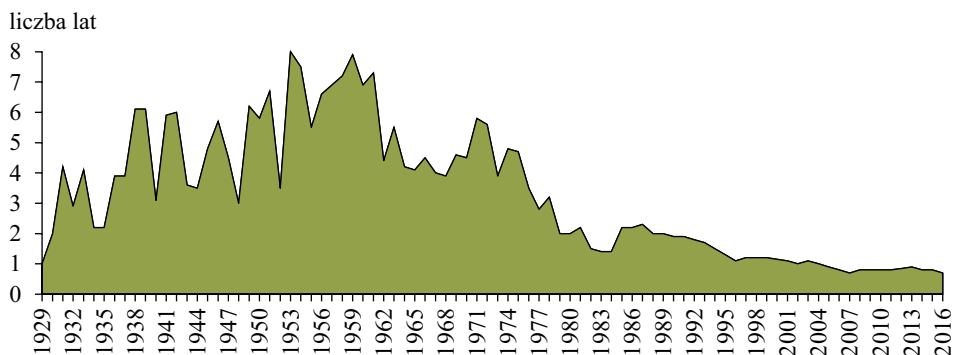
m.in. w zakresie obrotu instrumentami rynku pieniężnego, papierami wartościowymi, terminowymi operacjami finansowymi czy w zakresie świadczenia usług doradztwa finansowego lub usług polegających na wykonywaniu zleceń na rynku pieniężnym. W projekcie nie jest określone wprost, czy opodatkowane są wszystkie strony transakcji. Artykuł 9 projektu FTT przewiduje jedynie, że zwolnienie jednej ze stron transakcji nie wyklucza opodatkowania pozostałych stron tej transakcji.

Zakres przedmiotowy podatników FTT jest szeroki i nie stanowi zbioru zamkniętego. Projekt FTT określa również, które podmioty są z opodatkowania FTT wyłączone. Są to m.in.: Skarb Państwa i jednostki samorządu terytorialnego, Narodowy Bank Polski, Bank Gospodarstwa Krajowego, Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Bank Centralny, banki centralne państw członkowskich UE i państw trzecich, Unia Europejska i jej organy oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Wyłączenie wymienionych w art. 6 projektu FTT instytucji z opodatkowania dotyczy tych ich zadań, których realizacja nie jest uznawana za działalność handlową. Wyłączenie ma na celu zminimalizowanie negatywnego wpływu FTT na politykę pieniężną i możliwość refinansowania instytucji finansowych. Oprócz wyłączeń podmiotowych projekt FTT przewiduje również zwolnienia przedmiotowe, np. transakcje dokonywane w obrocie pierwotnym i usługi świadczone na podstawie zawartych umów o submisję inwestycyjną lub usługową i innych umów o podobnym charakterze. Opodatkowanie transakcji na rynku pierwotnym przyczyniłoby się do zwiększenia kosztów pozyskania kapitału przez przedsiębiorców, a tym samym ograniczyłoby poziom inwestycji.

Uregulowany został również przypadek zbiegu opodatkowania FTT z transakcjami opodatkowanymi PCC. Celem uniknięcia podwójnego opodatkowania tych samych operacji wskazano, że transakcje opodatkowane PCC nie podlegają opodatkowaniu podatkiem od transakcji finansowych. Warunkiem wyłączenia z opodatkowania FTT miałyby być jednak tylko efektywne opodatkowanie podatkiem od czynności cywilnoprawnych. Oznacza to faktyczne poniesienie przez instytucję finansową ciężaru podatkowego z tytułu PCC, czyli transakcje podlegające PCC, lecz z podatku zwolnione, nie mogłyby zostać wyłączone spod opodatkowania FTT. Artykuł 9 u.p.c.c. przewiduje zwolnienie dla sprzedaży praw majątkowych będących instrumentami finansowymi w obrocie zorganizowanym, jakim jest obrót giełdowy. Wprowadzenie FTT spowodowałoby opodatkowanie czynności, które były dotąd z PCC zwolnione. Proponowane stawki FTT są niższe od PCC, jednak przyczyniają się do wzrostu kosztów transakcji, mogą znacząco wpłynąć na wolumen obrotu transakcji na giełdzie.

## 5. Potencjalne obciążenie FTT inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i próba oszacowania dochodów

Rynki finansowe stają się coraz bardziej zmienne i inwestorzy nastawieni są na coraz krótszy termin utrzymywania pozycji na rynku akcji. Zależność tę zobrazowano na rysunku 1. Średni czas utrzymywania akcji na giełdzie nowojorskiej w czasie wielkiego kryzysu z 1929 r. wynosił rok. Następnie okres utrzymywania akcji wydłużał się do lat 50. XX w., osiągając wartość 8 lat, a następnie zaczął spadać poniżej 1 roku od 2005 r.

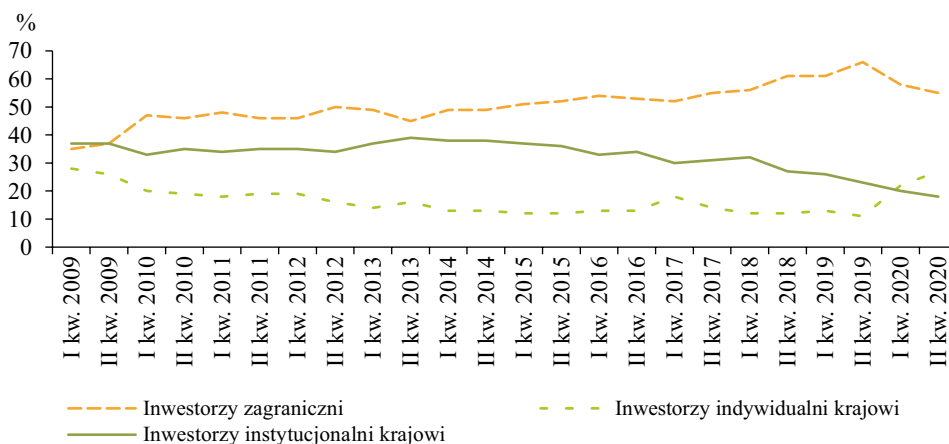


**Rysunek 1. Średni czas utrzymywania akcji na giełdzie nowojorskiej w latach 1929–2016**

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Ned Davis Research, 2017, za Development Finance, 2021).

Podczas dużej zmienności cen w 2020 r. można było obserwować zjawisko, które roboczo można nazwać „robinhoodyzacją” obrotu. Nazwa pochodzi od aplikacji Robinhood, która umożliwia użytkownikom kupno i sprzedaż akcji jednym kliknięciem oraz bez prowizji. Firma zarabia, sprzedając m.in. dane swoich klientów do instytucji finansowych. Taki model przyczynia się do oderwania wycen od zmiennych fundamentalnych spółki (zyski, aktywa, zadłużenie itp.) na rzecz spekulacyjnej losowości i destabilizacji rynku, co systemowo nie jest zjawiskiem pożądanym przez zwiększenie ryzyka zarówno inwestora, jak i firm – przez drastyczne wahania wycen. Warto podkreślić, że wpływ na długość utrzymywania pozycji w portfelu ma również zmienność rynkowa. Zarówno kryzys wywołany przez pandemię w marcu 2020 r., jak i ten z 2008 r. przyczyniły się do skrócenia czasu utrzymywania pozycji w portfelu.

Jak zaprezentowano na rysunku 2, w 2020 r. w Polsce również można zaobserwować większe zainteresowanie giełdą wśród inwestorów indywidualnych

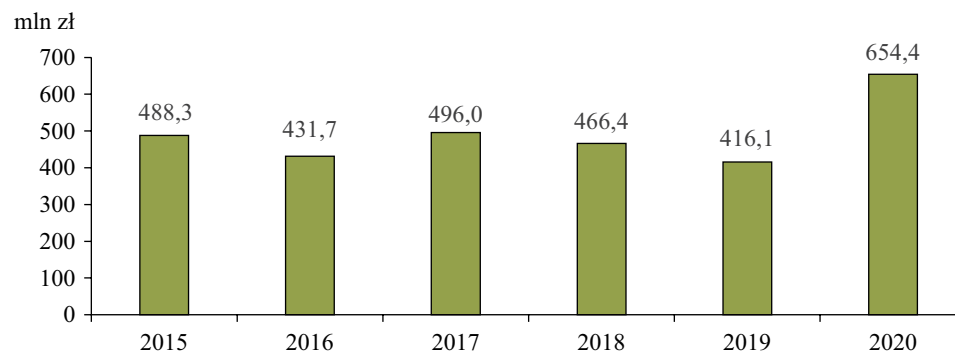


**Rysunek 2. Udział poszczególnych grup inwestorów na rynku głównym GPW w obrocie akcyjnym**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW (2021).

krajowych. Bez danych o średnim okresie utrzymywania transakcji trudno jednak rozstrzygnąć, czy są to w większej części pozycje spekulacyjne, czy długoterminowe. Ta druga możliwość nie jest wykluczona, ponieważ w pierwszej połowie 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej znacznie złagodziła parametry polityki monetarnej (obniżka stopy referencyjnej z 1,5% do 0,1%), co skłoniło wiele osób do umieszczenia środków poza lokatami bankowymi. Ponadto częściowo wstrzymana konsumpcja w okresie pandemii przełożyła się na wzrost nadwyżek budżetowych, które również mogły być skierowane na krajowy rynek papierów wartościowych.

Chcąc oszacować dochody budżetowe z FTT, posłużono się danymi z *Rocznika Gieldowego* (GPW, 2021), pobierając dane o rocznych obrotach na



**Rysunek 3. Szacowane dochody podatkowe z FTT z GPW**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW (2021).

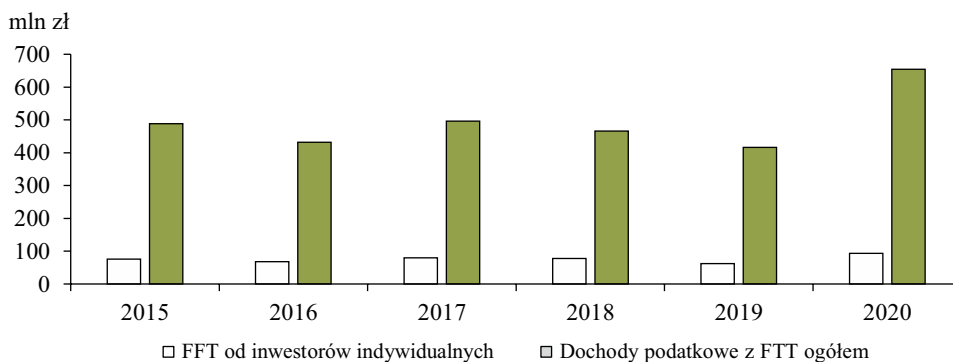


rynku głównym z podziałem na rynek kasowy i terminowy. Dodatkowo pobrano obroty z rynku NewConnect (NC) dla spółek. Roczne obroty podlegały mnożeniu przez odpowiednią stawkę podatku, tzn. 0,14% dla akcji i 0,07% dla rynku terminowego.

Dochody podatkowe z samej GPW (rynek główny, kasowy i terminowy oraz akcje z NC) oscylują poniżej 0,5 mld zł. Obliczenia te zostały wykonane z założeniem, że inwestorzy w przyszłości nie unikaliby podatku, np. przez zmniejszenie wolumenu obrotu. W praktyce zapewne takie działania miałyby miejsce, jednak niewiadoma pozostaje ich skala. Warto zwrócić uwagę na rok 2020, który okazał się wyjątkowy pod względem zwiększonych obrotów. Miało to związek z dużą zmiennością na rynkach i ucieczką kapitału z lokat na skutek polityki zerowych stóp procentowych.

Szacunek ten nie obejmuje całego rynku finansowego. Nie brano tu pod uwagę np. rynku obligacji, obrotu pozagiełdowego i rynku OTC (*over-the-counter*), na których instytucje handlują między sobą bezpośrednio z pominięciem giełdy.

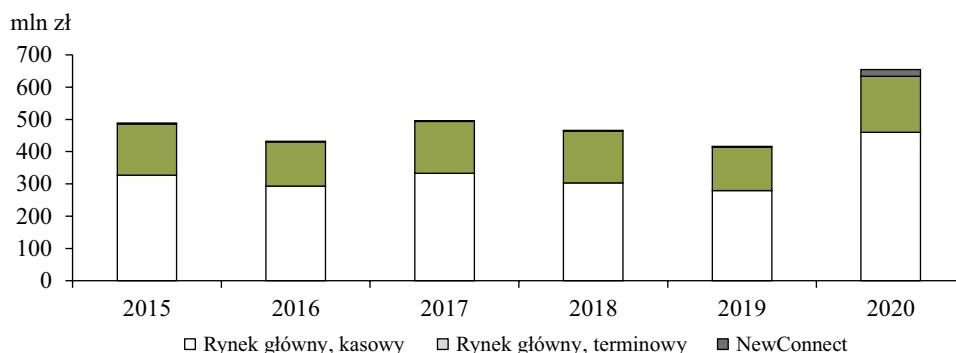
Na rysunku 4 zobrazowano obciążenie FTT inwestorów indywidualnych. Nie jest ono szczególnie duże. Zdecydowaną większość tej daniny zapłacą inwestorzy instytucjonalni – krajowi i zagraniczni.



**Rysunek 4. Obciążenie inwestorów indywidualnych FTT względem dochodów z FTT ogółem**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW (2021).

Chcąc przybliżyć skalę obciążenia, można podzielić 93,18 mln zł, które przypadłyby potencjalnie do zapłaty, przez 1,3 mln rachunków inwestycyjnych inwestorów indywidualnych (dane: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych [KDPW], 2021). Średnie obciążenie podatkiem na rachunek inwestycyjny wyniesie wówczas 71,68 zł w skali roku. Oczywiście indywidualne obciążenie zależałoby od częstotliwości i wielkości zawieranych pozycji.



**Rysunek 5. Udział poszczególnych segmentów rynku w tworzeniu dochodów z FTT**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW (2021).

Na rysunku 5 przedstawiono udział poszczególnych segmentów rynku w potencjalnym tworzeniu dochodów z FTT. Jak można zauważyć, dominuje kasowy segment rynku głównego, jednak rynek terminowy również odpowiada za znaczną część dochodów.

NewConnect jest rynkiem o małych obrotach, zatem jego rola jako źródła dochodów z FTT byłaby niska. Dopiero w 2020 r., kiedy to obroty były zaskakująco wysokie, rynek NC dostarczyłby niemal 21 mln zł dochodów. W pozostałych latach udział NC jest ledwo widoczny.

Potencjalny wpływ FTT na inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych na GPW oraz sam rynek można przedstawić w następujących punktach:

1. Zmniejszenie liczby zawieranych transakcji finansowych.
2. Zmniejszenie liczby transakcji *high frequency*.
3. Spadek wolumenu obrotów.
4. Spadek płynności.
5. Spadek opłacalności pozycji spekulacyjnych.
6. Wydłużenie średniego okresu utrzymywania transakcji.
7. Wzrost kosztów zawierania transakcji.
8. Zmniejszenie efektywności informacyjnej rynków, ponieważ koszt zawarcia transakcji będzie wyższy.
9. Prawdopodobna zmiana struktury obrotów giełdowych (np. zamiast transakcji wyżej opodatkowanych na akcjach i obligacjach – transakcje niżej opodatkowane na instrumentach pochodnych).

Zmiany zarysowane w punktach 1, 3 i 4 mogą być przejściowe, jak pokazują doświadczenia innych krajów, wskazane w poprzednich sekcjach rozdziału.

## Podsumowanie

Unifikacja rozwiązań podatkowych na poziomie wspólnotowym staje się coraz ważniejszym obszarem współpracy gospodarczej w UE. Jednym z jej wymiarów jest podatek od transakcji finansowych.

W rozdziale oszacowano dochody budżetowe, które mogłyby zostać uzyskane z obrotów na GPW. Oscylują one między 416,1 a 654,4 mln zł. Obliczenia przeprowadzono na podstawie lat 2015–2020. Warto pamiętać, że ostatni rok z tej próby charakteryzował się wyjątkowo dużymi obrotami.

Szacując obciążenie jedynie inwestorów indywidualnych na GPW oraz dzieląc tę wartość przed ogólną liczbę rachunków inwestycyjnych, uzyskano przeciętną wartość obciążenia podatkowego na rachunek. Wartość ta wynosi 71,68 zł w skali roku. Należy pamiętać, że nie każdy rachunek jest aktywnie używany, co zaniża średnią. Podatek prawdopodobnie byłby doliczany do kosztów zawarcia transakcji, np. do prowizji maklerskiej, która wynosi aktualnie ok. 0,3–0,4% wartości transakcji. Co więcej, jest to obciążenie jedynie inwestorów indywidualnych, obracających instrumentami we własnym imieniu. W przypadku zakupu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wpływ FTT na portfele inwestorów indywidualnych nie został tu ujęty, ponieważ fundusz inwestycyjny klasyfikowany jest jako inwestor instytucjonalny.

Nowy podatek obciążający uczestników polskiego rynku kapitałowego może negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój tego rynku i stoi w sprzeczności z podstawowymi założeniami Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Kwoty uzyskane z tytułu nałożenia podatku są niskie w porównaniu np. do podatku od zysków kapitałowych i stanowiłyby minimalne wsparcie dla budżetu państwa.

Nowy podatek obniżyłby konkurencyjność GPW na tle innych europejskich giełd. Warto pamiętać, że warszawski parkiet zaczął ponownie funkcjonować dopiero w 1991 r. Mimo szybkiego tempa rozwoju nadal potrzeba czasu, aby nadrobić dystans do innych, zachodnich giełd. Wysokość unijnego podatku może być niewspółmiernie wysoka w stosunku do krajowego rynku.

Jednak brak harmonizacji podatku ogranicza jego fiskalną wydajność, dlatego byłoby potrzebne zróżnicowanie stawek czy wprowadzenie wyłączeń w zależności od rozwoju rynku kapitałowego, co czyni tę kwestię znacznie bardziej złożoną. W przypadku wdrażania FTT w przyszłości ważny jest czas implementacji. Należałoby to czynić stopniowo, w okresach dużego wolumenu i niskiej zmienności. Następnie stawka może być podnoszona, jeśli obrót i zmienność nie zostałyby zaburzone (Dieler, Biswas, Calzolari i Castigliosesi, 2022).

## Bibliografia

- Abad-Segura, E. i González-Zamar, M. D. (2020). Global research trends in financial transactions. *Mathematics*, 8(4), 614. <https://doi.org/10.3390/math8040614>
- Acharya, V. V., Cooley, T., Richardson, M. i Walter, I. (2011). *Market failures and regulatory, failures: Lessons from past and present financial crises*, Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper Series. Pobrane z <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156119/adbi-wp264.pdf>
- Aizenman, J., Jinjarak, Y. (2009). Current account patterns and national real estate markets. *Journal of Urban Economics*, 66(2), 75–89. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2009.05.002>
- Aliber, R., Chowdhry, B. i Yan, S. (2003). Some evidence that a Tobin tax on foreign exchange transactions may increase volatility. *European Finance Review*, 7(3), 481–510. <https://doi.org/10.1023/B:EUFI.0000022143.77321.20>
- Allevato, G. i De Vito, A. (2020). Regulating the financial industry through taxation: Consequences of the financial transaction tax. *Funcas SEFO*, 9(5), 71–78. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/10/Allevato\\_9-5.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/10/Allevato_9-5.pdf)
- Assemblée Nationale. (2020, 28 kwietnia). *Proposition de loi visant à augmenter les recettes de la taxe sur les transactions financières afin de participer au financement des mesures d'urgence prises pour faire face à l'épidémie de COVID19*. Pobrane z [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/textes/115b2850\\_proposition-loi#](https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/textes/115b2850_proposition-loi#)
- Burman, L. E., Gale, W. G., Gault, S., Kim, B., Nunns, J. i Rosenthal, S. (2016). Financial transaction taxes in theory and practice. *National Tax Journal*, 69(1), 171–216. <http://dx.doi.org/10.17310/ntj.2016.1.06>
- Campbell, J.Y., Froot, K. A. (1994). International experiences with securities transaction taxes. W: J. Frankel (red.), *The internationalization of equity market* (s. 277–308). University of Chicago Press.
- Capelle-Blancard, G. i Havrylchyk, O. (2013). *The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility*. Pobrane z: <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00940251/document>
- Capelle-Blancard, G. i Havrylchyk, O. (2016). The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility. *International Review of Financial Analysis*, 47, 166–178. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.07.002>
- Cappelletti, G., Guazzarotti, G. i Tommasino, P. (2017). The stock market effects of a securities transaction tax: Quasi-experimental evidence from Italy. *Journal of Financial Stability*, 31, 81–92. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2017.05.003>
- Colliard, J. i Hoffmann, P. (2017). Financial transaction taxes, market composition, and liquidity. *ECB Working Paper*, (2030). <http://dx.doi.org/10.2866/820552>
- Constâncio, V. (2017). *The future of finance and the outlook for regulation*. The European Central Bank, at the Financial Regulatory Outlook Conference, organised by the Centre for International Governance Innovation and Oliver Wyman, Rome, November, 2017. Pobrane z <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171109.en.html>

- Demirer, R., Leggio, K. B., Lien, D. D. (2019). Herding and flash events: evidence from the 2010 flash crash. *Finance Research Letters*, 31. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.018>
- Development Finance (2021). *New York Stock Exchange average holding periods, 1929–2016*. Pobrane z <https://developmentfinance.un.org/chart/902>
- Dieler, T., Biswas, S., Calzolari, G. i Castigliosesi, F. (2022, 24 stycznia). Asset trade, real investment and a tilting financial transaction tax. *SSRN*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2739357>
- Dyrektor Izby Skarbowej w Katowicach. (2010). Interpretacja z 25 czerwca 2010 r. nr IBPBII/1/436-85/10/MZ, Pobrano z <https://lexlege.pl/interpretacja/6474/ibpbii-1-436-85-10-mz-interpretacja-indywidualna/>
- Dyrektor Izby Skarbowej w Warszawie. (2010). Interpretacja z 8 września 2010 r. nr IPPB2/436-235/10-2/AF, Pobrano z <https://nowy.inforflex.pl>
- Ehrenstein, G., Westerhoff, F. i Stauffer, D. (2005). Tobin tax and market depth. *Quantitative Finance*, 5(2), 213–218. <https://doi.org/10.1080/14697680500041064>
- Eichengreen, B., Tobin, J. i Wyplosz, C. (1995). Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. *The Economic Journal*, 105(428), 162–172.
- Eichfelder, S., Lau, M. i Noth, F. (2017). Financial transaction taxes: Announcement effects, short-run effects, and long-run effects. *IWH Discussion Papers*, (4). Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale). Pobrane z <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/149885/1/879246561.pdf>
- Eichfelder S., Lau, M. i Noth, F. (2018). The impact of financial transaction taxes on stock markets: Short-run effects, long-run effects, and migration. *Arqus Discussion Paper*, (228), Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre (arqus), Berlin. Pobrane z <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/182540/1/1031254358.pdf>
- European Commission. (2011). Proposal for a Council Directive on common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC, COM/2011/0594 final. Pobrane z <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011PC0594&from=EN>
- European Commission. (2013). Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, COM/2013/071 final. Pobrane z <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0071&from=EN>
- European Commission. (2017). *Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? A trend analysis*. Pobrane z [https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/sites/default/files/docs/body/effect\\_french\\_ftt.pdf](https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/default/files/docs/body/effect_french_ftt.pdf)
- Galvani, V., Ackman, M. (2021). Financial transaction tax, liquidity, and informational efficiency: Evidence from Italy. *Heliyon*, 7(3), 1–10. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e06416>
- Gomber, P., Haferkorn, M. i Zimmermann, K. (2016). Securities transaction tax and market quality – the case of France. *European Financial Management*, 22(2), 313–337. <https://doi.org/10.1111/eufm.12062>
- GPW (Giełda Papierów Wartościowych). (2021). *Rocznik Giełdowy 2021*.

- Haldane, A. (2010, 2 września). *Patience and finance*. Speech at the Oxford China Business Forum, Beijing. Pobrane z <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2010/patience-and-finance-speech-by-andrew-haldane.pdf?la=en&hash=65EFC080D7B019521F9D84CAD5F03B4AD89573F7>
- Haldane, A., Aikman, D., Kapadia, S. i Hinterschweiger, M. (2017, 12 October). *Rethinking financial stability*. Speech. “Rethinking Macroeconomic Policy IV” Conference, Washington D.C., Peterson Institute for International Economics. Pobrane z <https://www.bis.org/review/r171013f.pdf>
- Hanke, M., Huber, J., Kirchler, M. i Sutter, M. (2010). The economic consequences of a Tobin tax: An experimental analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 74(1), 58–71.
- Hautsch, N., Noe, M. i Zhang, S. S. (2017). The ambivalent role of high-frequency trading in turbulent market periods. *CFS Working Paper*, (580). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3020142>
- Hruska, J. i Linnertova, D. (2015). Liquidity of the European stock markets under the influence of HFT. *Procedia Economics and Finance*, 26, 375–381. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00867-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00867-9)
- Hvozdyk, L. i Rustanov, S. (2016). The effect of financial transaction tax on market liquidity and volatility: An Italian perspective. *International Review of Financial Analysis*, 45, 62–78. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.018>
- IMF (International Monetary Fund). (2010a). *Financial sector taxation: The IMF’s Report to the G-20 and background material*. Pobrane z <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/paris/pdf/090110.pdf>
- IMF (International Monetary Fund). (2010b). *A fair and substantial contribution by the financial sector*. Final Report for the G-20, Washington. Pobrane z <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710b.pdf>
- Kaminsky, G. i Reinhart, C. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3), 473–500.
- KDPW (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych). (2021). Informacje prasowe. Pobrano z [http://www.kdpw.pl/pl/press\\_room/informacje-prasowe/Strony/default.aspx](http://www.kdpw.pl/pl/press_room/informacje-prasowe/Strony/default.aspx)
- Keynes, J. M. (2018). *The general theory of employment, interest, and money*. Palgrave Macmillan, Cham. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2>
- KPMG. (2020). *Ley del Impuesto sobre las Transacciones Financieras*. Pobrane z <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2020/10/tax-alert-itf.pdf>
- KPMG. (2021, 22 lutego). *EU: Update on proposal for financial transaction tax*. Pobrane z <https://home.kpmg/us/en/home/insights/2021/02/tnf-eu-update-proposal-financial-transaction-tax.html>
- McCulloch, N. i Pacillo, G. (2011). The Tobin Tax: A Review of the Evidence. *IDS Research Reports*, (68), 1–77. [https://doi.org/10.1111/j.2040-0217.2011.00068\\_2.x](https://doi.org/10.1111/j.2040-0217.2011.00068_2.x)
- Meyer, S., Wagener, M. i Weinhardt, C. (2015). Politically motivated taxes in financial markets: The case of the French Financial Transaction Tax. *Journal of Financial Services Research*, 47(2), 177–202
- Millar, A., (2012). *Financial Transaction Tax – Review of impact assessments. Report prepared for the International Regulatory Strategy Group*. City of London Economic



- Development. Pobrane z [https://www.admadvisory.com/wp-content/uploads/2020/01/BC\\_RS\\_FinancialTransactionTax\\_ForWeb.pdf](https://www.admadvisory.com/wp-content/uploads/2020/01/BC_RS_FinancialTransactionTax_ForWeb.pdf)
- Miller, C. i Tyger, A. (2020). The Impact of a Financial Transactions Tax. *Fiscal Fact*, (690). Pobrane z <https://taxfoundation.org/financial-transaction-tax/>
- NBP, KDPW, GPW (Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Giełda Papierów Wartościowych). (2009). *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*. Pobrane z [http://www.kdpw.pl/pl/press\\_room/Documents/Publikacje/090303SysRozPubl.pdf](http://www.kdpw.pl/pl/press_room/Documents/Publikacje/090303SysRozPubl.pdf)
- Ouest-France. (2021, 16 lutego). *Les recettes de la taxe sur les transactions financières battent des records en 2020*. Pobrane z <https://www.ouest-france.fr/economie/impots-fiscalite/les-recettes-de-la-taxe-sur-les-transactions-financieres-battent-des-records-en-2020-7156632>
- Pekanov, A. i Schratzenstaller, M. (2019). A global Financial Transaction Tax – theory, practice and potential revenues. *WIFO Working Papers*, (582). Pobrane z <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/207155/1/166860552X.pdf>
- Poselski projekt ustawy o podatku od usług finansowych, 11 czerwca 2012 r. Druk nr 1225. Pobrane z <https://sejm.gov.pl/Sejm7.nsf/druk.xsp?nr=1225>
- Projekt z dnia 15 września 2015 r. Ustawa o podatku od transakcji finansowych. Pobrane z [https://doc.rmf.pl/rmf\\_fm/store/Ustawa\\_FTT.pdf](https://doc.rmf.pl/rmf_fm/store/Ustawa_FTT.pdf)
- Projekt z dnia 15 września 2015 r. Uzasadnienie do ustawy o podatku od transakcji finansowych. Pobrane z [https://doc.rmf.pl/rmf\\_fm/store/Uzasadnienie\\_FTT.pdf](https://doc.rmf.pl/rmf_fm/store/Uzasadnienie_FTT.pdf)
- Reinhart, C. M. i Reinhart, V. R. (2008). Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, (14321).
- Shiller, R. J. (2006). *Irrational exuberance* (wyd. 2). Crown Business.
- Stiglitz, J. (1989). Markets, market failure and development. *The American Economic Review*, 79(2), 197–203.
- Summers, L. H. i Summers, V. P. (1989). When financial markets work too well: a cautious case for a securities transactions tax. *Journal of Financial Services Research*, 3, 261–286. <https://doi.org/10.1007/BF00122806>
- Sun, E. W., Kruse, T., i Yu, M. T. (2012). High frequency trading, liquidity, and price impact. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2024599>
- Szołno-Koguc, J. i Twarowska, M. (2014). Taxation of the financial sector in the European Union – an attempt to find the best solution. *Journal of Economics & Management*, 18, 179–191.
- Thöni, P. (2020). On the non-homogeneous effect of financial transaction taxes. *Economics and Business Letters*, 9(3), 230-239. <https://doi.org/10.17811/ebl.9.3.2020.230-239>
- Tobin, J. (1974). *The new economics one decade older*. Princeton University Press. Pobrane z <http://www.jstor.org/stable/j.ctt13x1cdj>
- Tobin, J. (1978). Proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, 4(3/4), 153–159.
- Tornell, A. i Westermann, F. (2005). *Boom-bust cycles and financial liberalization*. MIT Press Books.
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana). (2012). Dz. Urz. UE C/326/47 z 26.10.2010.

- Umlauf, S. R. (1993). Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market. *Journal of Financial Economics*, 33(2), 227–240. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90005-V](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90005-V)
- Ustawa z dnia 21 października 1994 r. o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie (Dz. U. z 1994 r. Nr 123, poz. 602).
- Ustawa z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (Dz. U. z 2010 r. Nr 101, poz. 649 ze zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz. U. z 2016 r., poz. 68).
- Uzasadnienie do poselskiego projektu ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych, 3 grudnia 2015 r. Druk 75. Pobrane z <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=75>
- Veryzhenko, I., Harb, E. i Jonath, A. (2020). Non-Value-Added Tax to improve market fairness. *Working Papers, HAL*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.33550.79680>
- Wang, G. i Yau, J. (2012, 9 lipca). Would a Financial Transaction Tax affect financial market activity? Insights from Future Markets. *Policy Analysis*, (702), 1–18.
- Westerhoff, F. (2003). Speculative markets and the effectiveness of price limits. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 28(3), 493–508. [https://doi.org/10.1016/S0165-1889\(02\)00185-9](https://doi.org/10.1016/S0165-1889(02)00185-9)
- Westerhoff, F. H. i Dieci, R. (2006). The effectiveness of Keynes-Tobin transaction taxes when heterogeneous agents can trade in different markets: A behavioral finance approach. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 30(2), 293–322. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2004.12.004>
- Yellen, J. L. (2017, 25 sierpnia). *Financial stability a decade after the onset of the crisis*. At “Fostering a Dynamic Global Recovery,” a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. Pobrane z <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170825a.htm>