

CHARAKTERISTIKY CELKOVÝCH VÝPLAT AKCIONÁŘŮM SOUKROMÝCH FIREM V ZEMÍCH VISEGRADSKÉ SKUPINY

Jan Hanousek, Jiří Trešl*

Abstract

Firms' Total Payout Characteristics in Visegrad Countries

This paper examines payout characteristics of firms in a cultural and political alliance of four Central European nations, the Visegrad Group. The sample consists of more than 100,000 firm-year observations from 2001 to 2015. Our results indicate that smoothing behaviour diminishes among firms with majority ownership and that the total payout characteristics behave according to existing theories on passive ownership behaviour and agency costs.

Keywords: payout, smoothing, Lintner's model, ownership, private firms, Visegrad countries, agency costs

JEL Classification: G35, F23, G32

Úvod

Celkové výplaty akcionářů firmami mají dva základní parametry. Prvním z nich je výplatní poměr, kdy firmy zhruba nastavují, jaká část zisků bude akcionářům vyplacena. Druhou důležitou charakteristikou je průběh těchto výplat v čase – jak moc se mění mezi jednotlivými obdobími. V tomto kontextu se vazba na velikost výplaty akcionářům v minulém období nazývá vyhlazováním výplat. Ačkoliv je již přes 50 let známo, že firmy vědomě nastavují nejen výplatní poměr (literatura je shrnuta v Berkovi a DeMarzovi, 2007), ale i vyhlazování výplat (Lintner, 1956), žádná studie zatím nezkoumala celkové výplatní charakteristiky soukromých společností. Současná finanční literatura se zabývá důvody vyhlazování výplat dividend veřejně obchodovaných společností (Leary a Michaely, 2011) a společností se soukromými vlastníky ve Velké Británii (Michaely a Roberts, 2011). To je překvapivé, protože dividendy představují zhruba polovinu celkových výplat (například část výnosů se vrací akcionářům prostřednictvím stahování

* Jan Hanousek (jan.hanousek@cerge-ei.cz), CERGE-EI, společné pracoviště UK v Praze a NHÚ AV ČR, v. v. i., a CEPR, London; Jiří Trešl (korespondující autor), Business School, University of Mannheim, 68161 Mannheim, Germany; CERGE-EI, společné pracoviště UK v Praze a NHÚ AV ČR, v. v. i.

Děkujeme za cenné podněty a komentáře účastníkům seminářů a konferencí.

Tento výzkum byl podpořen grantem GAČR č. 16-20451S.

akcií z trhu, tzv. výkupů – „buyouts“).¹ Tato studie rozšiřuje stávající výzkum tím, že zkoumá celkové charakteristiky výplat u soukromých firem. Sledujeme chování výplatních poměrů a celkový způsob vyhlazování výplat akcionářů soukromých firem, přičemž bereme v potaz typ vlastnictví a jeho koncentraci.

Jak dokládají Leary a Michaely (2011), existující teorie o vyhlazování dividend mohou být aplikovány i na celkové vyhlazování výplat akcionářům. Tyto teorie mohou být rozděleny na ty, které jsou založené na asymetrické informaci, a na ty, které jsou motivované problémy a cenou zastoupení („agency costs“), již můžeme chápat také jako potenciální konflikt mezi manažery a vlastníky nebo jako konflikt přímo mezi vlastníky. První příklady použití modelů s asymetrickou informací zahrnuje řada studií (viz například Bhattacharya, 1979; Miller a Rock, 1985; John a Williams, 1985 a Berneheim a Wantz, 1995.)²

Bylo navrženo několik teoretických modelů specifikujičích vztah mezi záměry manažerů a vyhlazováním dividend. Všechny tyto teoretické modely jsou ale vytvořeny za předpokladu, že dotčené firmy jsou veřejně obchodované. Ukazuje se například, že za určitých předpokladů bývá hladší výplata dividend využita k přilákání institucionálních vlastníků, kteří pak poskytují dodatečný monitoring (Allen, Bernardo a Welch, 2000), podle dividendové teorie (Fudenberg a Tirole, 1995) je hlavním cílem manažerů si udržet svoji rentu. Manažeři vyhlazují dividendy, aby se vyhnuli zásahu zvenčí, aby prodloužili své setrvání na manažerském postu a aby si zvýšili platy (viz např. Lambrecht a Myers, 2012; DeMarzo a Sannikov, 2017). V současné době neexistují teoretické výsledky, které by modelovaly vztah vlastníka a manažerů v privátně vlastněných firmách. Ve své mezinárodní studii La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer a Vishny (2000) tvrdí, že u firem s koncentrovaným vlastnictvím se tradiční konflikt mezi manažery přesouvá a mění na konflikt mezi vlastníky. Zároveň ukazují, že země se zákony na ochranu práv menšinových akcionářů jsou spojeny s vyššími poměry výplaty dividend, a ukazují, že v zemích s chybějící ochranou minoritních akcionářů a s volnými korporátními zákony jsou výplaty dividend výrazně nižší (dochází k nadměrným investicím, přesunům zisků a budování firemního impéria).

Empirické studie veřejně obchodovaných firem ukazují, že vyhlazování dividend je přímo spojené s náklady zastoupení („agency costs“), asymetrickou informací, respektive s možným konfliktem mezi akcionáři a vedením společnosti. V případě, že akcionář je „pasivní“, tak má asymetrické informace o firmě a očekává, že dividendy (výplaty) se budou měnit pozvolna. Společnosti s menší asymetrickou informací vykazují menší stupeň vyhlazování dividendových výplat; naopak státní firmy a firmy s roztržštěnou vlastnickou strukturou vyhlazují dividendové platby více než firmy s koncentrovanou

1 Zaběhnutá praxe většinou analyzuje u soukromých společností výplatu dividend a výkupy akcií odděleně, případně diskutuje jejich interakce a vliv na budoucí hodnotu akcií (Tresl, Brockman, Unlu, 2016).

2 Rané příklady teorií založených na nákladech zastoupení se objevují ve člancích Jensena a Mecklinga (1976), Easterbrooka (1984), Jensena (1986), a La Porta *et al.* (2000). Modernější studie připisují při vysvětlení vyhlazování dividend více váhy nákladům zastoupení než asymetrické informaci. Všechny tyto výsledky se ale týkají veřejně obchodovaných společností.

vlastnickou strukturou (viz například Dewenter a Warther, 1998; Michaely a Roberts, 2012 a Aivazian, Booth a Cleary, 2006). Obecně se dá říci, že současný empirický výzkum veřejně obchodovaných firem určuje náklady zastoupení jako určující faktor pro vyhlazování dividend.

V kontextu českých veřejně obchodovaných firem se tímto problémem zabývá studie Beny a Hanouska (2006), která potvrzuje výsledky La Porty, Lopeze-de-Silanes, Shleifera a Vishnyho (2000). Na souboru českých veřejně obchodovaných společností z období let 1999–2003 se ukazuje velmi silný vliv vlastnických struktur (koncentrace, domicil a typ vlastnictví) na výplatu dividend. Konkrétně cílový dividendový výplatní poměr pro firmy s dominantním vlastníkem je nízký a přítomnost silného minoritního vlastníka zvyšuje výplatní poměr a zamezuje největšímu vlastníku v získávání ekonomické renty.

Celkově se dá říci, že v současné literatuře existuje konsenzus mezi teoretickým a empirickým výzkumem v oblasti veřejně obchodovaných firem. Oba hlavní směry se shodují v tom, že firmy vyhlazují výplaty dividend, aby zmírnily náklady zastoupení, řešily konflikt mezi akcionáři a vedením společností. Tedy čím pravděpodobnější jsou potenciální konflikty (čím vyšší jsou náklady zastoupení), tím výraznější by měla být vyhlazovací tendence výplat. Nicméně všechny hlavní teoretické a empirické výsledky existují pouze pro veřejně obchodované firmy a žádná studie se dosud nezabývala celkovými charakteristikami výplatní politiky soukromých firem. Toto bylo již zmíněno v Boydovi a Solarinovi (2016: 16), kde se uvádí, že budoucí studie by se měly soustředit na analýzu několika vlastnických typů zároveň a na jejich vliv na klíčové firemní rozhodování.

V tomto článku testujeme výplatní chování (cílová výplata, vyhlazování a skutečný výplatní poměr) pro velký vzorek soukromých firem v prostředí kulturní a politické aliance čtyř zemí střední Evropy, Visegrádské skupiny (V4). Analyzovaný vzorek reprezentuje 106 773 pozorování firem s více jak 50 zaměstnanci v období let 2001–2015.³ Pro přiblížení a analýzu potenciálních konfliktů mezi akcionáři používáme typ majoritního vlastníka a vlastnickou strukturu firem, včetně koncentrací hlavních akcionářů. Z mnoha důvodů se domníváme, že různé typy vlastníků, například korporace (firma), instituce, banka nebo fond soukromého kapitálu (private equity) se v průměru chovají jinak než rodinná firma. Ačkoliv jsou empirické poznatky, které popisují vliv vlastnictví na finanční rozhodování soukromých firem, omezené, například Thomsen a Pedersen (2000) zkoumali přes 400 soukromých firem v Evropě a zjistili, že vlastnické struktury firem mají zásadní vliv na ziskovost firmy.

Výsledky studie obecně naznačují, že Lintnerův model ukazuje posun v čase k vyššímu cílovému výplatnímu poměru a k absenci vyhlazování plateb u privátních společností. A po finanční krizi napříč vlastnickými strukturami dochází ke zvyšování cílového výplatního poměru a vyhlazování plateb je potlačováno i u finančních investorů.

3 Hranice 50 a více zaměstnanců byla zvolena záměrně. Jednak ve statistickém členění EUROSTAT a OECD toto členění odpovídá hranici malých a středních firem, jednak menší firmy mají ve svých výkazech řadu chybějících pozorování, včetně klíčové konstrukce proměnné pro výplaty akcionářům.

Dále analyzujeme velikost výplatního poměru bez toho, že bychom předpokládali její nutné vyhlazování, a tedy vazbu současného výplatního poměru na velikost budoucích výplat – vycházíme z modelu Brockmana a Unlu (2009) a Brockmana, Tresla a Unlu, (2014). Rozlišujeme velikost výplatního poměru pro firmy s různými typy vlastníka a pro firmy s rozdílnou koncentrací vlastnictví.

Struktura článku je následující. Kapitola 1 vysvětluje metodologii a data. Kapitola 2 obsahuje základní výsledky a kapitola 3 článek uzavírá.

1. Metodologie a data

První specifikace analýzy celkových výplat je založena na klasickém Lintnerově modelu, který je stále akceptovaný a široce využívaný v současné literatuře (viz Bena a Hanousek, 2006; Leary a Michaely, 2011; Brockman, Tresl, a Unlu, 2014; Andres, Doumet, Fernau a Theissen, 2015). Lintner (1956) nejprve identifikoval široké využití vyhlazování dividend a pak navrhl model, který vychází z předpokladů, že manažeři veřejně obchodovaných společností nejsou ochotni nastavit výplatu dividend na úrovni, která by mohla být v blízké budoucnosti snížena. Zdá se, že manažeři věří, že investoři preferují stabilní a postupně rostoucí tok dividend (výplat) a že jsou připraveni za takovouto výplatní politiku připlatit tržní prémii v podobě vyšší hodnoty akcií.⁴ Manažeři také věří, že mají zodpovědnost zvyšovat výplaty dividend, pokud se těší výraznému růstu zisku a pokud nemají dobrý důvod se domnívat, že se tento trend rostoucího zisku obrátí. Náš model využívá modifikaci pro celkové výplaty a vypadá následovně:

$$Vyplata_{i,t} = \beta_i + \alpha \tau Zisk_{i,t} + (1 - \alpha) Vyplata_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

kde $Vyplata_{i,t}$ označuje celkovou výplatu společnosti i v roce t , τ označuje cílový výplatní poměr společnosti i a $\varepsilon_{i,t}$ je náhodná složka. Parametry α a $(1 - \alpha)$ odpovídají vahám kladeným na současné zisky a minulé výplaty a konkrétně parametr α může být interpretován jako odhad míry vyhlazování výplat akcionářům v našem modelu. Často bývá parametr α také označován jako odhad rychlosti přizpůsobování (ORP, angl. SOA, speed of adjustment). Abychom mohli testovat různé výplatní politiky vyplývající z rozdílného typu majoritního vlastníka nebo z rozdílné vlastnické struktury, rozšíříme model (1) o interakci s vlastnickou strukturou dle Beny a Hanouska (2006):

$$Vyplata_{i,t} = \sum_j [\beta_j + \alpha_j \tau_j Zisk_{i,t} + (1 - \alpha_j) Vyplata_{i,t-1}] Vlastnictvi(j)_{i,t} + v_{i,t}, \quad (2)$$

kde $Vlastnictvi(j)_{i,t}$ je indikátorová proměnná rovná 1, pokud společnost i náleží do vlastnické struktury j v roce t , a jinak se rovná 0. V souladu s vybranou vlastnickou strukturou $Vlastnictvi(j)_{i,t}$, parametr τ_j modelu (2) odráží cílový výplatní poměr vlastnické struktury j a parametry α_j a $(1 - \alpha_j)$ odpovídají vahám kladeným na současné zisky a minulé výplaty. Parametr α_j je opět považován za vyhlazovací parametr pro danou vlastnickou strukturu.

4 Tresl *et al.* (2016) potvrzují Lintnerovo tvrzení, že investoři jsou připraveni zaplatit více za akcie se stabilním a postupně rostoucím tokem dividend.

Pro referenci a porovnatelnost s existujícími studii používáme pro odhad metodu nejmenších čtverců s tím, že kvůli konzistenci odhadu nepoužíváme firemní pevné efekty, ale sadu indikátorových proměnných pro hlavní průmyslové sektory (alfabetické značení v klasifikaci NACE 2) a roky. Vlastnická struktura použitá v modelu (2) specifikuje typ majoritního vlastníka, který podle specifikace v databázi AMADEUS vedeme v těchto hlavních kategoriích: 1) Individuální investor (rodinná firma), 2) Trust, nadace, pojišťovna, 3) Banka a 4) Korporátní investor (firma). Mimo tyto kategorie jasně specifikované kategorie necháváme jako zbylou kategorii Neznámé vlastnictví, neznámý typ a zbylé ostatní nezařazené typy.

Druhá specifikace, v níž budeme analyzovat velikost výplatního poměru bez toho, že bychom předpokládali její nutné vyhlazování, a tedy vazbu současného výplatního poměru na velikost budoucích výplat, vychází z modelu Brockmana a Unlu (2009) a Brockmana, Tresla a Unlu (2014):

$$VyplPomer_{i,t} = \eta_i + X_{i,t} \gamma + \sum_j \delta_j Vlastnictvi(j)_{i,t} + \sum_t \varphi_t I[rok = t] + \zeta_{i,t}. \quad (3)$$

VyplPomer je definován jako *Výplata* dělená celkovými aktivy, matice $X_{i,t}$ obsahuje sadu kontrolních proměnných, zahrnujících profitabilitu (ROA), hotovost, hotovostní toky, investice (CAPEX) a celkový dluh. Všechny tyto kontrolní proměnné jsou vztaženy k celkovým aktivům společnosti. Přesná definice proměnných vzhledem k databázi AMADEUS je uvedena v appendixu.⁵ Stejně jako v modelu (2), *Vlastnictvi(j)*_{i,t} je indikátorová proměnná rovná 1, pokud společnost *i* náleží do vlastnické struktury *j* v roce *t*, a jinak se rovná 0.

V modelu (3) rozšiřujeme naši analýzu vlivu vlastnictví na výplatní poměr společností a v proměnné *Vlastnictvi(j)*_{i,t} uvažujeme jak typ majoritního vlastníka, tak i vliv různě definovaných vlastnických struktur. Při analýze chování výplatního poměru tentokrát můžeme k modelování a odhadům použít panelový odhad s pevnými firemními (η_i) a ročními (φ_t) efekty. Firemní efekty zachycují možný vliv v modelu neobsažených časově invariantních firemních charakteristik a sada časových indikátorových proměnných odstraňuje idiosynkratický vliv jednotlivých let.

V obou specifikacích, v souladu s dřívější literaturou pracující s databází Amadeus, používáme nekonsolidované finanční výkazy, abychom se vyvarovali dvojitého započítání firem a poboček při zahraničních operacích, a vynecháváme společnosti, které používají pouze konsolidované výkazy. Také vynecháváme sektory finančního zprostředkování a pojišťovnictví (NACE kódy 64–66), které mají jiný typ rozvahy a specifickou strukturu cizího kapitálu.

5 Obecně se dá očekávat, že výplatní politika může být ovlivněna nejen charakterem vlastníků, ale také např. zdaněním výplat, investiční politikou, velikostí firmy, náklady navyšování akciového kapitálu, odvětvovou strukturou atd. Protože ve specifikaci (3) uvažujeme pevné firemní efekty, které kontrolují pro všechny časově neměnné vlivy, můžeme prohlásit, že většina ve specifikaci neuvedených efektů byla v daném období časově invariantní, a tím pádem byly tyto vlivy z velké části absorbovány použitými firemními efekty.

Firemní proměnné jsou definovány následujícím způsobem. Celková výplata je vypočítána jako meziroční změna nerozděleného zisku očištěného o čistý zisk ($-\Delta osfd + pl$). Tento výpočet je použit například v Drobetzovi, Janzenovi a Meierovi (2016). Zisk je čistý zisk (pl)⁶.

Tabulka 1 obsahuje deskriptivní statistiky proměnných zisku a celkové výplaty pro všechny firmy podle vlastnictví. Typická firma má průměrný výnos z aktiv 7,4%, investuje kolem 7% z výše aktiv a její prodej roste ročně kolem 5%. Tabulka 2 ukazuje počet pozorování v jednotlivých zemích. Ze Slovenska a Maďarska máme více jak 7 tisíc pozorování. Polsko je ve finálním vzorku zastoupeno více jak 48 tisíci pozorováními a z České republiky máme přibližně 43 tisíc pozorování.⁷ Tabulka 3 ukazuje počet pozorování v jednotlivých letech. Soubor má v průměru kolem 7 tisíc pozorování za rok. Nejvyšší počet pozorování je v roce 2010, 13 000, a nejnižší je v roce 2001, přibližně 1 300. Relativně malý počet pozorování v historické části datového vzorku je způsoben postupným rozšiřováním a přidáváním firem do databáze AMADEUS.

Tabulka 1 | Základní popisné statistiky

| Proměnná | Průměr | Medián | Směrodatná odchylka | p5 | p25 | p75 | p95 |
|--------------------------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Celková výplata</i> | 0,031 | 0,010 | 0,170 | -0,093 | -0,012 | 0,058 | 0,240 |
| <i>Velikost (=ln(aktiv))</i> | 15,940 | 15,84 | 1,480 | 13,680 | 15,000 | 16,810 | 18,510 |
| <i>Hmotná/celková aktiva</i> | 0,411 | 0,398 | 0,247 | 0,042 | 0,207 | 0,594 | 0,845 |
| <i>Růst obratu</i> | 0,054 | 0,037 | 0,317 | -0,388 | -0,104 | 0,204 | 0,513 |
| <i>Hotovost/aktiva</i> | 0,110 | 0,055 | 0,139 | 0,002 | 0,016 | 0,150 | 0,412 |
| <i>Hotovostní toky/aktiva</i> | 0,101 | 0,092 | 0,163 | -0,076 | 0,044 | 0,160 | 0,312 |
| <i>Investice/aktiva</i> | 0,069 | 0,045 | 0,116 | -0,070 | 0,004 | 0,116 | 0,283 |
| <i>Nerozdělený zisk/aktiva</i> | 0,238 | 0,258 | 0,461 | -0,318 | 0,075 | 0,482 | 0,773 |
| <i>Výnos z aktiv (ROA)</i> | 0,074 | 0,061 | 0,168 | -0,113 | 0,015 | 0,132 | 0,304 |

Poznámka: Celkový počet pozorování je roven 106 773 a odpovídá výpočtům v regresním modelu. Sloupce p5, p25, p75, respektive p95, obsahují hodnoty 5, 25, 75, respektive 95, procentních kvantilů dané proměnné. Zdroj: vlastní výpočty z databáze Amadeus

6 Názvy proměnných odpovídají verzi databáze AMADEUS, respektive ORBIS, spravovaných firmou BvD.

7 Počet pozorování je v našem případě silně ovlivněn požadavkem, aby v databázi Amadeus bylo zachycené detailní účetnictví. Sice analyzujeme firmy s více než 50 zaměstnanci, ale požadavek na definici a výpočet výplat akcionářům požaduje existenci alespoň dvou po sobě jdoucích plně vyplněných výkazů. Informace o ziscích/ ztrátách z minulých období a velikosti kapitálových fondů nejsou v některých zemích vyžadovány v reportingu pro AMADEUS, a proto například v Maďarsku máme výrazně menší množství údajů než v České republice.

Tabulka 2 | Počet pozorování podle zemí

| Země | N |
|-----------------|----------------|
| Česká republika | 43 974 |
| Maďarsko | 7 195 |
| Polsko | 48 155 |
| Slovensko | 7 449 |
| Celkem | 106 773 |

Zdroj: vlastní výpočty z databáze Amadeus

Tabulka 3 | Počet pozorování v jednotlivých letech

| Rok | N | Rok | N |
|-------------|--------|---------------|----------------|
| 2001 | 1 297 | 2009 | 12 961 |
| 2002 | 1 568 | 2010 | 13 064 |
| 2003 | 2 071 | 2011 | 11 257 |
| 2004 | 3 691 | 2012 | 5 124 |
| 2005 | 5 216 | 2013 | 8 120 |
| 2006 | 8 369 | 2014 | 6 364 |
| 2007 | 9 986 | 2015 | 5 944 |
| 2008 | 11 741 | Celkem | 106 773 |

Zdroj: vlastní výpočty z databáze Amadeus

2. Výsledky

V tabulce 4 uvádíme odhady regresních koeficientů ze specifikace (1 a 2) a rozdělujeme soubor podle typu majoritního vlastníka, abychom mohli zkoumat výplatní charakteristiky Lintnerova modelu⁸, tedy cílový výplatní poměr společnosti, τ parametr α (ORP, odhad rychlosti přizpůsobování), který může být interpretován jako odhad míry vyhlazování výplat akcionářům v našem modelu.

8 Z hlediska Lintnerova modelu jsou odhady parametrů τ a α důležitější než odhady koeficientů u jednotlivých proměnných. Proto v tabulce 4 prezentujeme odhady hledaných charakteristik: cílový výplatní poměr (τ) a odhad rychlosti přizpůsobení – ORP (α) pro všechny hlavní typy majoritního vlastníka. Toto vyhlazování představuje postupné přizpůsobování směrem k cílovému podílu. Větší rychlost přizpůsobování implikuje menší vyhlazování a naopak. V závorkách uvádíme směrodatné chyby.

Tabulka 4 | Charakteristiky odvozené z Lintnerova modelu (2) podle typu vlastníka

| Charakteristiky majoritního vlastníka | Model (období) | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | Celé období | Před krizí | Krise | Po krizi |
| | (2001–2016) | (2001–2016) | (2009–2010) | (2011–2016) |
| Všechny firmy | | | | |
| Cílový výplatní poměr (τ) | 0,850*** (0,003) | 0,108*** (0,007) | 0,345*** (0,007) | 0,988*** (0,004) |
| ORP (α) | 1,009*** (0,001) | 1,044*** (0,011) | 1,006*** (0,004) | 1,003*** (0,001) |
| Individuální investor | | | | |
| Cílový výplatní poměr (τ) | 0,256*** (0,063) | 0,410*** (0,058) | 0,531*** (0,080) | 0,172*** (0,123) |
| ORP (α) | 1,000*** (0,002) | 1,000*** (0,001) | 1,007*** (0,023) | 0,968*** (0,088) |
| Trust, nadace, pojišťovna | | | | |
| Cílový výplatní poměr (τ) | 0,551*** (0,015) | 0,206*** (0,019) | 0,259*** (0,015) | 0,903*** (0,034) |
| ORP (α) | 0,947*** (0,004) | 0,989*** (0,003) | 0,998** (0,008) | 0,891*** (0,011) |
| Banka | | | | |
| Cílový výplatní poměr (τ) | 0,451*** (0,090) | 0,132*** (0,068) | -0,146 (0,599) | 0,624** (0,280) |
| ORP (α) | 0,762*** (0,037) | 0,875*** (0,032) | 0,908*** (0,310) | 1,049*** (0,345) |
| Firma | | | | |
| Cílový výplatní poměr (τ) | 0,895*** (0,003) | 0,179*** (0,007) | 0,128*** (0,012) | 0,945*** (0,005) |
| ORP (α) | 1,080*** (0,003) | 1,006*** (0,004) | 0,965*** (0,008) | 1,175*** (0,005) |
| Pevné efekty: země, sektory a roky | ano | ano | ano | ano |
| Adj. R ² | 0,414 | 0,304 | 0,238 | 0,550 |
| N (počet pozorování) | 128 821 | 53 852 | 30 392 | 44 669 |

Poznámka: Vlastní výpočty z databáze Amadeus. ***, **, a * označují statistickou významnost na hladinách 1 %, 5 %, a 10 %. V závorkách uvádíme směrodatné chyby.

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět z výsledků v tabulce 4, s několika výjimkami je ORP vždy blízky jedné, což dokumentuje, že privátní firmy na rozdíl od veřejně obchodovaných firem se necítí vázány jakoukoliv výplatní politikou a jejich rychlost přizpůsobování je maximální. S výjimkou případů, kdy hlavním akcionářem byla banka, nedocházelo u žádného typu vlastníka k vyhlazovacím tendencím ve výplatách. Obecně naše výsledky potvrzují teze, že po finanční krizi napříč vlastnickými strukturami dochází ke zvyšování cílového výplatního poměru a vyhlazování plateb je potlačováno i u finančních investorů.⁹

Je zajímavé si všimnout, že zatímco většina investorů má tendence během finanční krize snižovat cílový výplatní poměr a v růstovém období jej zvyšovat, individuální investoři se chovají naprosto obráceně. *Ceteris paribus* jejich výplaty při oživení se relativně snižují a v krizovém období se zvyšují. Můžeme spekulovat, zda je to vedeno cílem odčerpat část prostředků mimo firmu při možných problémech a při oživení zase doplnit kapitálové fondy v kombinaci s očekávaným stabilním výnosem plynoucím ze společnosti. Z podobného hlediska lze interpretovat přístup bankovního investora v krizovém období – výplatní poměr je (statisticky) nulový i za cenu nižšího vyhlazování plateb. Obecně se dá říci, že Lintnerův model naznačuje v čase posun k vyššímu cílovému výplatnímu poměru a k absenci vyhlazování plateb u privátních společností.

V následující části se zaměříme na analýzu výplatního poměru firem. Tabulka 5 ukazuje výsledky modelu (3), které pro přehlednost rozdělujeme do panelů A a B. Panel A ukazuje koeficienty kontrolních proměnných a panel B ukazuje koeficienty podle typu vlastníka i jejich změny v období finanční krize. Odhadované modely se mírně liší ve sloupcích (3) a (4) a to tím, že model ve sloupci (4) obsahuje indikátory pro finanční krizi a model ve sloupci (3) nikoliv. Odhadnuté koeficienty modelů ve sloupci (3) a (4) se v podstatě co do velikosti koeficientů i jejich významnosti neliší, což potvrzuje robustnost výsledků.

Panel A tabulky 5 potvrzuje, že významnost a znaménka kontrolních proměnných odpovídají předchozím studiím. V našem modelu zachycujeme konvexní vztah mezi velikostí firmy a výplatou, což je konzistentní s životním cyklem firmy. Dále ukazujeme, že rychle rostoucí firmy, zachycené v modelu růstem obratu, vyplácejí méně. Stejná logika platí pro firmy, které investují (investice/kapitál) a které dosahují vyšších návratností na investovaný kapitál (ROA). Pokud firma disponuje vyšším množstvím hmotných aktiv, vlastníci si mohou vyplatit více finančních prostředků a nejsou omezováni poskytovateli úvěrů, jako jsou například banky. Tento výsledek je konzistentní s výsledky Brockmana a Unlu (2009).

Makroekonomické proměnné dále ukazují, že vyšší růst domácího hrubého produktu je pozitivně korelovaný s firemními výplatami stejně jako dostupnost komerčních úvěrů. Na druhou stranu firmy, které působí v zemích s významnějšími akciovými trhy, vyplácejí méně. Toto může být způsobeno tím, že majitelé mají více možností, jak odejít z firem, a tudíž si nemusí vyplácet tak vysoké výplaty.

9 Specifikace 1 v tabulce 4 byla odhadována metodou nejmenších čtverců, při použití zpožděné proměnné byl proveden LM test na autokorelaci, která nebyla statisticky potvrzena. Slabá vazba na zpožděné hodnoty je také vidět i ze samotného výsledku, že u soukromých společností nedochází k vyhlazování akcionářských plateb.

Tabulka 5 | Model výplat (3) podle typu majoritního vlastníka

A. Finanční charakteristiky a vliv makroekonomických proměnných

| | Použité proměnné | (3) | (4) |
|---|--|----------------------|----------------------|
| Finanční charakteristiky podniku | <i>Velikost (=ln(Aktiv))</i> | -0,139*** (0,016) | -0,139*** (0,016) |
| | <i>Velikost² (=ln(Aktiv)²)</i> | 0,004*** (0,000) | 0,004*** (0,000) |
| | <i>Hmotná/celková aktiva</i> | 0,036*** (0,006) | 0,036*** (0,006) |
| | <i>Růst obratu</i> | -0,059*** (0,002) | -0,059*** (0,002) |
| | <i>Hotovost/aktiva</i> | 0,003 (0,007) | 0,003 (0,007) |
| | <i>Hotovostní toky/aktiva</i> | -0,068*** (0,010) | -0,068*** (0,010) |
| | <i>Investice/aktiva</i> | -0,106*** (0,005) | -0,106*** (0,005) |
| | <i>Nerozdělený zisk/aktiva</i> | -0,103*** (0,002) | -0,103*** (0,002) |
| | <i>Výnos z aktiv (ROA)</i> | -0,139*** (0,016) | -0,139*** (0,016) |
| Makro proměnné | <i>Růst HDP v procentech (b.c)</i> | 0,003*** (0,000) | 0,003*** (0,000) |
| | <i>Tržní kapitalizace/HDP</i> | -0,002*** (0,000) | -0,002*** (0,000) |
| | <i>Úvěry soukromého sektoru/HDP</i> | 0,002*** (0,000) | 0,002*** (0,000) |

Poznámka: Tabulka má pokračování v následné tabulce 5B. V této specifikaci používáme panelový model s pevnými efekty, přidáváme standardní kontrolu pro makroekonomické proměnné. Soubor obsahuje všechny firmy ze země Visegrádské skupiny s více jak 50 zaměstnanci. Základní kategorií (base category) je zde jediný vlastník s více jak 96% kontrolou. Vlastní výpočty z databáze Amadeus. *** **, a * označují statistickou významnost na hladinách 1 %, 5 %, a 10 %. V závorkách jsou uvedeny směrodatné chyby.

Tabulka 5 | Model výplat (3) podle typu majoritního vlastníka (pokračování)

B. Vliv typu vlastníka, interakce s krizí 2009–2010

| | Použité proměnné | (3) | (4) |
|----------------------------------|---|----------------------|----------------------|
| Typ majoritního vlastníka | Struktura a koncentrace vlastnictví: základní kategorie rodinná firma, individuální vlastník | | |
| | <i>Instituce, fondy, trusty</i> | –0,009*** (0,003) | –0,008** (0,003) |
| | <i>Banky</i> | –0,010*** (0,003) | –0,009*** (0,003) |
| | <i>Firmy</i> | –0,010*** (0,003) | –0,009*** (0,003) |
| | <i>Privátní kapitál</i> | –0,013*** (0,004) | –0,014*** (0,005) |
| Vliv krize (2009–2010) | Interakce s krizí (2009–2010) | | |
| | <i>Indikátor krize (0–1)</i> | | –0,004** (0,002) |
| | <i>Instituce, fondy, trusty</i> | | –0,008** (0,003) |
| | <i>Banky</i> | | –0,009*** (0,003) |
| | <i>Firmy</i> | | –0,009*** (0,003) |
| | <i>Privátní kapitál</i> | | –0,014*** (0,005) |
| | Konstantní člen | 1,172*** (0,126) | 1,159*** (0,127) |
| | R ² | 0,075 | 0,076 |
| | Počet pozorování | 105 754 | 105 754 |

Poznámka: Pokračování tabulky 5A. V této specifikaci používáme panelový model s pevnými efekty, přidáváme standardní kontrolu pro makroekonomické proměnné. Soubor obsahuje všechny firmy ze zemí Visegrádské skupiny s více jak 50 zaměstnanci. Základní kategorií (base category) je zde jediný vlastník s více jak 96% kontrolou. Vlastní výpočty z databáze Amadeus. ***, **, a * označují statistickou významnost na hladinách 1%, 5%, a 10%. V závorkách jsou uvedeny směrodatné chyby.

Zdroj: vlastní zpracování

Panel B tabulky 5 ukazuje výplaty dle typu majoritního vlastníka. Individuální investor (rodinná firma) je základem regrese a koeficienty u dalších typů vlastníka ukazují jejich odchylky; rozlišujeme instituce, banky, firmy vlastněné korporacemi a firmy vlastněné fondy privátního kapitálu. Výsledky ukazují, že individuální investoři vyplácejí nejvíce ze všech typů vlastníků. Tento výsledek naznačuje, že expropriace minoritních vlastníků je nižší ve firmách s majoritním vlastníkem, který reprezentuje fyzickou osobu nebo rodinnou firmu. Jinak řečeno, k expropriaci minoritních vlastníků dochází spíše u firem vlastněných právníckými osobami.

Instituce a banky nejsou dobrými „dozorcí“ a jejich pasivní přístup umožňuje managementu nevyplácet všechny možné výplaty, což je reflektováno ve vyšších nákladech na zastoupení a potvrzuje klasické úvahy o pasivním vlastnictví (viz shrnutí v *Bebchukovi et al.*, 2017). Investiční horizont u firem, které jsou majoritně vlastněné fondy private equity, je zpravidla velmi krátký a firemním cílem není co nejvyšší výplata, ale co nejvyšší prodejní cena firmy na konci životního cyklu fondu. Proto v případě tohoto typu vlastnictví nelze přímo mluvit o expropriaci, jelikož ve většině případů je minoritním vlastníkem management této firmy. Efekt omezování výplat ve firmách s majoritním právníckým vlastníkem se zdvojnásobňuje v období krize (sloupec 4). Individuální investoři sice také omezují výplaty v krizovém období, ale koeficient je poloviční než u firem vlastněných právníckými osobami. Důvod, proč rodinné firmy vyplácejí víc v období krize, je relativně prostý. Individuální vlastníci jsou odkázáni na financování své spotřeby výplatami z firem, které ale i v období krize omezují. U firem vlastněných právníckou osobou je motivace v první řadě spojena s vytvářením dostatečné likvidity na překonávání období krize. Chování právníckých osob se mezi sebou neliší.

V tabulce 6 ukazujeme výsledky modelu (3) podle koncentrace vlastnické struktury. Sloupec (3) neobsahuje indikátory pro období krize, zatímco model (4) tyto indikátory obsahuje. Také v této specifikaci se výsledky mezi sloupcem (3) a (4) mezi sebou významně neliší, což dokazuje jejich robustnost. Panel A zobrazuje koeficienty firemních i makroekonomických kontrolních proměnných, které jsou i pro tyto specifikace podobné jako v tabulce 5, panel A. Panel B ukazuje rozdílné chování firem podle koncentrace vlastnické struktury. Základní kategorií regrese je jediný vlastník s více jak 96% kontrolou, tedy téměř stoprocentní vlastník. Dále rozlišujeme následující kategorie: 1) Ve firmě je jeden majoritní vlastník bez významného minoritního vlastníka, 2) Ve firmě je jeden majoritní vlastník a existuje významně postavený minoritní vlastník, který má možnost omezovat rozhodnutí hlavního vlastníka. Tomuto případu říkáme monitorované majoritní vlastnictví, 3) Poslední kategorií je situace, kde ve firmě neexistuje majoritní vlastník, firma je vlastněna skupinou minoritních vlastníků, kteří musí spolupracovat.

Výsledky ukazují, že nejvíce si vyplácí základní kategorie, která odpovídá majiteli s téměř stoprocentním vlastnictvím firmy (96% a víc). Tento výsledek je konzistentní s teorií o nákladech zastoupení (*Jensen a Meckling*, 1976). Jakákoliv odchylka od stoprocentního vlastnictví způsobuje náklady zastoupení, a to ať už mezi majiteli, což je náš případ v soukromých firmách, či mezi majiteli a managementem, což je případ u veřejně obchodovatelných společností.

Tabulka 6 | Model výplat (3) podle koncentrace a vlastnické struktury

A. Finanční charakteristiky a vliv makroekonomických proměnných

| | Použité proměnné | (3) | (4) |
|---|--|----------------------|----------------------|
| Finanční charakteristiky podniku | <i>Velikost (=ln(Aktiv))</i> | -0,139*** (0,016) | -0,139*** (0,016) |
| | <i>Velikost² (=ln(Aktiv)²)</i> | 0,004*** (0,000) | 0,004*** (0,000) |
| | <i>Hmotná/celková aktiva</i> | 0,036*** (0,006) | 0,036*** (0,006) |
| | <i>Růst obratu</i> | -0,059*** (0,002) | -0,059*** (0,002) |
| | <i>Hotovost/aktiva</i> | 0,003 (0,007) | 0,003 (0,007) |
| | <i>Hotovostní toky/aktiva</i> | -0,068*** (0,010) | -0,068*** (0,010) |
| | <i>Investice/aktiva</i> | -0,106*** (0,005) | -0,106*** (0,005) |
| | <i>Nerozdělený zisk/aktiva</i> | -0,103*** (0,002) | -0,103*** (0,002) |
| | <i>Výnos z aktiv (ROA)</i> | -0,139*** (0,016) | -0,139*** (0,016) |
| Makro proměnné | <i>Růst HDP v procentech (b.c)</i> | 0,003*** (0,000) | 0,003*** (0,000) |
| | <i>Tržní kapitalizace/HDP</i> | -0,002*** (0,000) | -0,002*** (0,000) |
| | <i>Úvěry soukromého sektoru/HDP</i> | 0,002*** (0,000) | 0,002*** (0,000) |

Poznámka: Tabulka má pokračování v následné Tabulce 6B. V této specifikaci používáme panelový model s pevnými efekty, přidáváme standardní kontrolu pro makroekonomické proměnné. Soubor obsahuje všechny firmy ze zemí Visegrádské skupiny s více jak 50 zaměstnanci. Základní kategorií (base category) je zde jediný vlastník s více jak 96% kontrolou. Vlastní výpočty z databáze Amadeus. ***, **, a * označují statistickou významnost na hladinách 1%, 5%, a 10%. V závorkách jsou uvedeny směrodatné chyby.

Tabulka 6 | Model výplat (3) podle koncentrace a vlastnické struktury (pokračování)

B. Vliv vlastnických struktur, interakce s krizí 2009–2010

| | Použité proměnné | (3) | (4) |
|-----------------------------------|---|----------------------|----------------------|
| Vlastnictví | Struktura a koncentrace vlastnictví: Základní kategorie je jediný vlastník s více jak 96% kontrolou. | | |
| | <i>Pouze majoritní vlastník (<96%) Žádná významná minorita</i> | –0,009*** (0,003) | –0,008** (0,003) |
| | <i>Monitorované majoritní vlastnictví</i> | –0,010*** (0,003) | –0,009*** (0,003) |
| | <i>Skupina minoritních vlastníků</i> | –0,013*** (0,004) | –0,014*** (0,005) |
| Vliv krize (2009–2010) | <i>Interakce s krizí (2009–2010)</i> | | |
| | <i>Indikátor krize (0–1)</i> | | –0,004** (0,002) |
| | <i>Pouze majoritní vlastník (<96%) Žádná významná minorita</i> | | –0,003 (0,003) |
| | <i>Monitorované majoritní vlastnictví</i> | | –0,004 (0,003) |
| | <i>Skupina minoritních vlastníků</i> | | –0,005 (0,008) |
| | Konstantní člen | 1,172*** (0,126) | 1,159*** (0,127) |
| | R ² | 0,075 | 0,075 |
| | Počet pozorování | 105 754 | 105 754 |

Poznámka: Pokračování tabulky 6A. V této specifikaci používáme panelový model s pevnými efekty, přidáváme standardní kontrolu pro makroekonomické proměnné. Soubor obsahuje všechny firmy ze zemí Visegrádské skupiny s více jak 50 zaměstnanci. Základní kategorií (base category) je zde jediný vlastník s více jak 96% kontrolou. Vlastní výpočty z databáze Amadeus. ***, **, a * označují statistickou významnost na hladinách 1 %, 5 %, a 10 %. V závorkách jsou uvedeny směrodatné chyby.

Zdroj: vlastní zpracování

Majoritní vlastník, který nevlastní téměř stoprocentní podíl, omezuje výplaty. V této situaci nesou zodpovědnost za celou firmu a také za její náklady všichni akcionáři, ale majoritní vlastník vyplácí nižší částku, než kdyby vlastnil celou firmu. Zde dochází k expropriaci minoritních vlastníků. Naše výsledky dále ukazují, že tato situace se neliší, ani když existuje významný minoritní vlastník. Tento výsledek se dá vysvětlit tím, že v oblasti

Visegradské čtyřky se pohybujeme v právním prostředí, které La Porta *et al.* (2000) nazývají „civil law“ a mechanismy minoritních vlastníků jsou omezené.

Poslední kategorií je skupina minoritních vlastníků, kde žádný subjekt nemá rozhodující hlas. Pokud se skupina minoritních vlastníků dokáže domluvit, pak se může chovat jako firma s majoritním vlastníkem. Výsledky ukazují, že sice koeficient je nižší než u firem s majoritním vlastníkem, ale statisticky nerozlišitelný. To znamená, že firmy se skupinou minoritních vlastníků se chovají podobně jako firmy s majoritním vlastníkem. Ale také u nich dochází k nákladům zastoupení mezi vlastníky, jelikož firma stále vyplácí méně než u téměř stoprocentního vlastníka.

Sloupec (4) dále ukazuje vliv finanční krize na výplatní chování firem podle koncentrace vlastnictví. Téměř stoprocentní vlastník omezí výplaty během finanční krize, ale toto chování se nezrcadí v ostatních vlastnických koncentracích. Toto chování dále potvrzuje expropriační motivy ve firmách bez stoprocentního vlastníka. Prostředky se převádí jinými způsoby k majoritnímu vlastníkovi, takže výplata tyto toky během krize nezachycuje.

Závěr

Tento článek rozšiřuje stávající výzkum věnovaný celkovým výplatním charakteristikám, tedy cílovým výplatním podílům a celkovému vyhlazování výplat akcionářům za účelem zmírnění nákladů zastoupení. Konkrétně zkoumáme celkové výplatní charakteristiky soukromých firem v souladu s existujícími teoriemi v rámci kulturní a politické aliance čtyř středoevropských zemí, Visegradské skupiny, na souboru 106 773 firemních pozorování v letech 2001–2015.

Dewenter a Warther (1998), nedávno i Leary a Michaely (2011), Michaely a Roberts (2012), Knyazeva a Knyazeva (2014) a Javakhadze, Ferris a Sen (2014) ukazují, že vyhlazování dividend je nástroj ke zmírnění konfliktů mezi manažery a akcionáři. Co se týče výplatních podílů, akcionáři nutí společnosti vyplácet více tam, kde jsou náklady zastoupení vysoké (La Porta *et al.*, 2000). Tato myšlenka je založena na práci Jensena (1986), který ukazuje, že vyšší výplaty nutí manažery chovat se disciplinovaněji a neplýtvat firemními zdroji.

Existující teorie a empirické důkazy dokládají, že výše a míra vyhlazování výplat jsou nástroje, zmírňující náklady zastoupení v rámci firmy. Větší vyhlazování výplat a vyšší výplatní poměry nutí manažery k větší disciplíně, což do větší míry sladuje zájmy manažerů a akcionářů.

Empirické výsledky odhadu Lintnerova modelu ukazují absenci vyhlazování plateb u privátních společností. Analýza velikosti výplatního poměru pro firmy s různými typy vlastníků a pro firmy s rozdílnou koncentrací vlastnictví dává možnost lépe pochopit složitou interakci vlastnických struktur a typů.

Ukazuje se, že individuální investoři vyplácejí nejvíce ze všech typů vlastníků. Tento výsledek naznačuje, že *ceteris paribus* k expropiaci minoritních vlastníků dochází spíše u firem majoritně vlastněných právníckými osobami. Klasické úvahy o konfliktu a nákladech zastoupení spojených s pasivním vlastnictvím (což, jak uvádí literatura, jsou firmy

vlastněné bankami a institucemi), potvrzují (Bebchuk *et al.*, 2017). Firmy, které jsou majoritně vlastněné korporacemi, dokáží přesunovat kapitál a zisk pomoci transferových cen, což je konzistentní se studii transferových cen. Firmy vlastněné fondy s privátním kapitálem nemají za hlavní cíl dosáhnout nejvyššího výplatního poměru, ale zhodnotit a prodat firmu do konce investičního cyklu fondu. Efekt omezování výplat ve firmách s majoritním právnickým vlastníkem se zdvojnásobuje v období krize.

Výsledky podle koncentrace vlastnické struktury ukazují, že nejvíce si vyplácí majitel s téměř stoprocentním vlastnictvím, což je v souladu s teorií o nákladech zastoupení (a konfliktu mezi akcionáři, viz například Jensen a Meckling, 1976). Odchytky od stoprocentního vlastnictví způsobují náklady zastoupení. Majoritní vlastník, který nevlastní stoprocentní podíl, omezuje výplaty. Dá se říci, že tímto způsobem dochází k expropriaci minoritních vlastníků, protože ve firmách nesou zodpovědnost, náklady a rizika odpovídající jejich vlastnickému podílu, ale *ceteris paribus* výplaty jsou výrazně nižší. V zemích V4 ani přítomnost významného minoritního vlastníka nedokáže výrazněji zvýšit výplatní poměr (viz La Porta *et al.* 2000). Ukazuje se, že firmy kontrolované skupinou minoritních vlastníků, bez majoritního vlastníka, se chovají podobně jako firmy s majoritním vlastníkem. Také u nich dochází k potenciálním konfliktům a možné expropriaci kontrolní koalice, což se opět projevuje tím, firma stále vyplácí méně než u téměř stoprocentního vlastníka.

Literatura

- Aivazan, V. A., Booth, L., Cleary, S. (2006). Dividend Smoothing and Debt Ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 439–453, <https://doi.org/10.1017/S0022109000002131>
- Allen, F., Bernardo, A. E., Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00298>
- Andres, C., Doumet, M., Fernau, E., Theissen, E. (2015). The Lintner Model Revisited: Dividends versus Total Payouts. *Journal of Banking & Finance*, 55, 56–69, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.01.005>
- Bebchuk, L., Cohen, A., Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *The Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112, <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Bena, J., Hanousek, J. (2008). Rent Extraction by Large Shareholders Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic? *Finance a Uver: Czech Journal of Economics and Finance*, 58(3), 106–130.
- Berk, J., DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*. Boston, MA: Pearson-Addison Wesley.
- Bernheim, B. D., Wantz, A. (1995). A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis. *American Economic Review*, 85(3), 532–551.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270, <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Boyd, B. K., Solarino, A. M. (2016). Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda. *Journal of Management*, 42(5), 1282–1314, <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>

- Brockman, P., Unlu, E. (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276–299, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.007>
- Brockman, P., Tresi, J., Unlu, E. (2014). The Impact of Insider Trading Laws on Dividend Payout Policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 263–287, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.002>
- DeMarzo, P. M., Sannikov, Y. (2017). Learning, Termination, and Payout Policy in Dynamic Incentives Contracts. *Review of Economic Studies*, 84(1), 182–236, <https://doi.org/10.1093/restud/rdw029>
- Dewenter, K. L., Warther, V. A. (1998). Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms. *Journal of Finance*, 53(3), 879–904, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00038>
- Drobetz, W., Janzen, M., Meier, I. (2016). *Investment and Financing Decisions of Private and Public Firms*. 29th Australasian Finance and Banking Conference 2016. Sydney: Institute of Global Finance, Australian School of Business, The University of New South Wales.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Fudenberg, D., Tirole, J. (1995). A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75–93, <https://doi.org/10.1086/261976>
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., Sen, N. (2014). An International Analysis of Dividend Smoothing, *Journal of Corporate Finance*, 29, 200–220, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.007>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- John, K., Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- Knyazeva, A., Knyazeva, D. (2014). *Dividend Smoothing: An Agency Explanation and New Evidence*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2504715>. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2504715
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Lambrecht, B. M., Myers, S. C. (2012). A Lintner Model of Payout and Managerial Rents. *Journal of Finance*, 67(5), 1761–1810, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>
- Leary, M. T., Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, 24(10), 3197–3249, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr072>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113
- Michaely, R., Roberts, M. R. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review of Financial Studies*, 25(3), 711–746, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr108>

- Miller, M. H., Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Thomsen, S., Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705, [https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(200006\)21:6<689::aid-smj115>3.0.co;2-y](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(200006)21:6<689::aid-smj115>3.0.co;2-y)
- Tresl, J., Brockman, P., Unlu, E. (2016). Dividend Smoothing and Firm Valuation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2786705>