

## THE REASONS WHY COMPANIES PAY DIVIDENDS

### DŮVODY PROČ SPOLEČNOSTI VYPLÁČEJÍ DIVIDENDY

František Sejkora<sup>1</sup> Josef Novotný<sup>2</sup>

#### ABSTRACT

*The dividend payment is the very important part of investment decision for many stockholders. Various theories were developed relating the reasons why companies pay out dividend. This article analyses the most significant reasons for the payment of dividends. The existence of market imperfections, as the cost of agency are, the information asymmetry and different taxation of capital and dividend incomes are the important reason why the company pays out the dividends. The theory of company life cycle can be included among further key factors.*

#### KEY WORDS

*Dividend policy, value of the company, management, agency costs.*

#### JEL CLASSIFICATION

G35

## 1 Úvod

Pro mnoho akcionářů je výplata dividend důležitou součástí jejich investičního rozhodnutí. Určení způsobu, na základě kterého bude zisk zadržován nebo rozdělován na dividendy, případně používán k jiným účelům, můžeme definovat jako dividendovou politiku. Finanční management musí dividendovou politiku provádět v souladu s ostatními finančními rozhodnutími, tj. především s investičním (kolik prostředků a do jakých aktiv investovat) a finančním (pomocí jakých zdrojů svou činnost financovat) rozhodnutím. Z hlediska finanční teorie je dividendová politika zkoumána zpravidla na pozadí prvotního cíle společnosti, kterým je podle současné finanční ekonomie maximalizace tržní hodnoty firmy. V roce 1961 vydali ekonomové Merton Miller a Franco Modigliani teoretický článek s názvem: „Dividendová politika, růst a hodnocení akcií“, který je stále jednou z nejdiskutovanějších kontroverzí ve finanční teorii. Autoři v tomto článku podali vědecký důkaz o tom, že akcionář nebo potenciální investor je irelevantní vůči dividendové politice společnosti, neboť tato neovlivňuje hodnotu společnosti. Jinými slovy řečeno, obdržení dividendy nebo zadržení a reinvestování zisku společností se považuje za navzájem zaměnitelné. Pokud bude zisk reinvestován, potom podle této teorie se tržní hodnota společnosti zvýší na takovou úroveň, aby investor v případě prodeje akcií získal mimo výnosu z prodeje i ekvivalentní výši

---

<sup>1</sup> Ing. František Sejkora, Ph.D., Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav podnikové ekonomiky a managementu, Studentská 95, 532 10 Pardubice, frantisek.sejkora@upce.cz.

<sup>2</sup> Ing. Josef Novotný, Ph.D., Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav podnikové ekonomiky a managementu, Studentská 95, 532 10 Pardubice, josef.novotny@upce.cz.

nevyplacených dividend. Jejich článek byl skutečně průlomový, neboť před ním si většina ekonomů myslela, že lze zvolením vhodné dividendové politiky ovlivnit tržní hodnotu společnosti. Jediným determinantem, který ovlivňuje tržní hodnotu společnosti, jsou podle autorů investiční možnosti firmy, nikoli tedy výše dividend. Společnosti by měly akceptovat pouze projekty s kladnou čistou současnou hodnotou, kdy přijetím takových projektů dochází k maximalizaci tržní hodnoty společnosti. V pojetí teorie autorů je dividendy chápána jako pouhé residuum, kdy zisk má být akcionářům distribuován až po využití všech investičních projektů s kladnou čistou současnou hodnotou. Tato teorie je založena na předpokladu existence dokonalého kapitálového trhu, který ve skutečnosti neexistuje, neboť svět je plný tržních nedokonalostí. Dalším předpokladem jsou existence absolutní jistoty při rozhodování ekonomických subjektů a racionální chování všech účastníků finančního trhu, kde všichni disponují stejným obsahem informací a nulové transakční náklady. Přes tyto poměrně silné a ve skutečnosti nerealistické vstupní požadavky z práce autorů vyplývá, že dividendy nezvyšuje hodnotu společnosti sama o sobě, ale pouze zprostředkovaně prostřednictvím nedokonalosti trhu.

## 2 Tržní nedokonalosti

Podle kritiků teze o dividendové irelevanci je model příliš abstraktní a pro reálný svět nepoužitelný. Lease et. al. (2000) a jiní autoři rozlišili z hlediska možného dopadu na dividendovou irelevanci tři velké tržní nedokonalosti: (1) náklady zastoupení, (2) informační asymetrie a (3) daně. Cílem článku je analyzovat důvody, proč společnosti vyplácí dividendy.

### 2.1 Náklady zastoupení

Teorie zastoupení vychází z toho, že člověk je tvor ekonomický, racionálně uvažující a snaží se maximalizovat svůj užitek. Může tak docházet k situacím, že zájmy jednotlivých skupin se při výkonu dané činnosti nemusí shodovat a mohou jít dokonce i navzájem proti sobě. Právě tato neshoda jednání kdy jedna skupina (management) nejedná v nejlepším zájmu druhé skupiny (majitel) je označována jako problém zastoupení, při kterém vznikají náklady zastoupení.

Především společnosti v anglosaských zemích jsou charakteristické rozptýleným vlastnictvím, kdy žádný z akcionářů nemá takovou moc ani nedisponuje finančními prostředky k monitorování managementu. To připouští možnost neefektivního využívání svěřených finančních prostředků ze strany managementu či minimalizaci rizika při podnikání.

Podle Easterbrooka (1984) může výplata dividend do určité míry redukovat rozdílné zájmy mezi managementem a akcionáři. Podle autora výplatou dividendy se změní poměr vlastních a cizích zdrojů a zároveň dojde k úbytku peněžních prostředků. V důsledku toho bude muset společnost potřebné finanční prostředky obstarávat na finančním trhu. Finanční trh podle autora představuje kontrolní instituci, která bude monitorovat chování managementu.

Podle Rozeffa (1982) efekt finančního trhu jako kontrolního mechanismu managementu snižují transakční náklady spojené se získáním nových zdrojů. Autor proto navrhuje ve svém modelu takový dividendový výplatní poměr, kdy součet transakčních nákladů a nákladů zastoupení bude minimální.

Alternativou dividendy k redukci k překonání rozporů mezi zájmy akcionářů a zájmy managementu Fama a French (2001) navrhuje odměňovat management akciemi řízených společností. Fenn (2001) uvádí dva dividendové modely dividendové politiky vůči

manažerskému vlastnictví. První hypotéza předpokládá, že existuje pozitivní vztah mezi výší dividendového výplatního poměru a manažerským vlastnictví. V tomto případě manažerské vlastnictví může lépe sladit zájmy managementu a akcionářů a následně redukovat oportunitní chování managementu. Druhá hypotéza předpokládá, že mezi dividendovým výplatním poměrem a manažerským vlastnictví existuje negativní vztah. V tomto případě slouží dividendy jako substituční mechanismus k omezení neefektivních investic.

Dalším problémem týkajícím se zmocnění je střet mezi většinovými vlastníky na straně jedné a minoritními na straně druhé. Harada a Nguyen (2009) uvádí, že většinový podíl kontroly umožňuje efektivnější využívání zdrojů, a proto zbylé peněžní toky mohou být distribuovány ve formě dividend.

Mitton (2004) uvádí jako zásadní problém riziko, že majoritní akcionáři využijí svého vlivu v akciové společnosti nikoliv k monitorování managementu za účelem dosažení vyššího zisku, ale za účelem konzumace osobního prospěchu z kontroly. Empirické studie prokazují, že hájení práv menšinových akcionářů lze prostřednictvím výplaty dividend, které mohou omezit zneužívání osobního prospěchu ze strany majoritních akcionářů.

Autoři Laporta et. al. (2000) uvádějí dva modely dividendové politiky firem vůči minoritním akcionářům, které jsou v různých formách modifikovány a empiricky testovány. Za prvé, minoritní akcionáři využívají svého práva a požadují vyplácet dividendy z důvodu omezení potenciálního osobního prospěchu ze strany majoritních akcionářů. Tato hypotéza předpokládá, že existuje pozitivní vztah mezi úrovní práva minoritního akcionáře a výší výplatního poměru dividend. Tuto hypotézu empiricky podpořila například empirická studie Jirapon et. al. (2011).

Druhý model předpokládá dividendu jako substituční mechanismus ke zmírnění konfliktu mezi minoritními a majoritními akcionáři. Majoritní akcionáři mají motivaci k výplatě dividend především v zemích s nízkou ochranou minoritních akcionářů s cílem vytvořit dobrou reputaci firmy a tím si zajistit lepší přístup ke zdrojům financování podniku. Tato hypotéza předpokládá negativní vztah mezi úrovní práva minoritního akcionáře a výší výplatního poměru dividendy. Tuto hypotézu empiricky podpořila například studie Jo a Pan (2009).

Poslední problém zmocnění se týká střetu mezi společností samotnou a věřitele firmy. V souvislosti se zvyšováním zadlužením společnosti a hrozbě vzniku finanční tísně, se budou měnit i požadavky akcionářů a věřitelů při správě společnosti. Akcionáři, jako (1) nositelé reziduálních nároků na majetek a peněžní toky akciové společnosti a (2) mající omezenou odpovědnost za závazky akciové společnosti mohou z riskantní investice získat mnoho a ztratit málo.

Nash et. al. (2003) uvádějí několik způsobů, jak akcionáři mohou vyvlastnit bohatství od držitelů dluhu. Jeden z nejčastějších způsobů se jedná o nedostatečné investice, kdy akcionáři upřednostňují distribuci dividend na úkor investic do ziskových projektů, což v důsledku povede ke zvýšení rizika z pohledu věřitele. V empirické studii Mathur (2013) potvrdil, že v případě překročení určité výše dividendového výplatního poměru požadují držitelé dluhopisů vyšší výnos.

Brockman et. al. (2009) navázali na myšlenku LaPorta et. al. (2000) a dividendu považují za substituční mechanismus ke zmírnění konfliktu mezi akcionáři a věřiteli. Předpokládají, že akcionáři v zemích s nízkou ochranou věřitelských práv budou platit nižší dividendy s cílem vytvořit dobrou reputaci společnosti za účelem získání finančních zdrojů. Empirická studie autorů potvrdila pozitivní vztah mezi úrovní práv věřitelů a výší výplatního poměru. Byrne (2012) ve svém modelu rozšiřuje právo věřitelů o pohled kvality struktury ovládnutí společností jednotlivých států. Autoři tvrdí, že věřitelé na dividendovou politiku firem mají větší vliv než akcionáři.

Věřitelé společnosti se z důvodu asymetrie informací nachází ve slabším postavení oproti akcionářům. Robertts et. al. (2009) uvádí, že věřitelé jsou si tohoto rizika vědomi, a proto úvěrové smlouvy obsahují různá omezení nejen v oblasti výplaty dividend, ale také v oblasti investiční a finanční politiky společnosti. Byrne et. al. (2012) zkoumají význam věřitelů při řízení společnosti a uvádí, že věřitelé mají na dividendovou politiku větší vliv než akcionáři.

## 2.2 Asymetrie informací

Investoři musejí vynaložit náklady na získání potřebných informací o společnosti, do jejichž akcií hodlají investovat, přičemž jsou závislí na informacích od managementu. Myšková et. al. (2016) uvádí, že informace ve výročních zprávách mohou dát investorům představu o budoucím zisku, což se odrazí v tržní hodnotě akcie. Mezi další nástroje, které mají manažeři k dispozici pro sdělení interních informací trhu, patří vyplácení dividend. Miller a Modigliani (1961) ve svém článku uvedli, že dividendy sama o sobě hodnotu společnosti nezvyšují, ale hodnotu společnosti zvyšují informace o očekávaných budoucích ziscích, které dividendy přináší. Za předpokladu, že manažeři mají „monopolistický“ přístup k informacím o firemních perspektivách, potom dividendy nesou informaci o budoucí ziskovosti společnosti (Al-Najjar a Hussainery, 2010). Avšak pro tuto hypotézu musí být současně splněny tyto předpoklady: 1) manažeři mají informace a jsou ochotni tyto informace o budoucím hospodaření společnosti sdělit trhu, 2) společnost s nepříznivým vývojem nebude trhu sdělovat falešné signály v podobě výplaty dividend. Pokud budou tyto předpoklady splněny, trh by měl reagovat pozitivně na oznámení o dividendě a naopak.

Zvýšení dividendy nemusí být vždy pozitivní zpráva. Výplata vyšší dividendy než se očekávalo, může signalizovat, že firmy již nemají dostatek investičních příležitostí a tedy i nižší budoucí ziskovost firmy.

V rámci empirických výzkumů se testují následující vztahy: (1) oznámení vysoké dividendy má pozitivní vliv na cenu akcie, (2) oznámení vysoké dividendy dává investorům informaci ohledně budoucí ziskovosti firmy.

Důkazy o tom, že existuje vztah mezi dividendovou a cenou akcií byl potvrzen drtivou většinou provedených empirických výzkumů. Například autoři Bozos et. al. (2011) se zaměřili na Londýnskou burzu, která je charakteristická tím, že dividendy se platí zpravidla dvakrát do roka a jsou ohlašovány současně se zisky firem. Vzorek autorů obsahoval 655 pozorování z let 2006 – 2010. Autoři prokázali, že na zvýšení dividendy reaguje trh pozitivně a naopak při snížení dividendy je reakce trhu větší a je spojena s větší volatilitou ceny akcie před i po datu oznámení. Do modelu autoři rovněž zahrnuli proměnou index ekonomického sentimentu. Došli k závěru, že v ekonomicky nepříznivém období jsou ceny akcií více citlivé na oznámení dividend, zatímco v dobách prosperity má větší význam ohlášení zisku.

Empirické důkazy o tom, že dividendy nesou informaci ohledně budoucí ziskovosti firmy, již tak jednoznačné nejsou. Benartzi et. al. (1997) prezentovali jednu z nejvýznamnějších studií provedenou na vzorku více než 100 firem kotovaných na NYSE v letech 1978-1991. Hlavním sdělením této studie je, že dividendy jsou spíše odrazem minulosti a mají jen malou nebo žádnou prediktivní schopnost ve vztahu k budoucím ziskům firmy. Autoři prokázali, že dividendy jsou korelovány především se současnými zisky firem. Dle autorů to pravděpodobně naznačuje určitou iracionalitu trhu. Nicméně, autoři připouští, že navýšení dividendy by přeci jistou informaci mohlo dávat – například o udržitelnosti současné úrovně zisku firmy pro budoucí období.

### 2.3 Daně a teorie efektu klientely

Preference kapitálového nebo dividendového výnosu u investora (akcionáře) je obvykle dána daňovými sazbami – pokud je daňová sazba ze zisku z dividend vyšší než z kapitálového zisku, pokud tedy investor nebude ovlivněn i jinými preferencemi, bude preferovat kapitálový zisk před ziskem z vyplácených dividend a naopak. Na tuto problematiku spojenou s investorskou preferencí kapitálového nebo dividendového zisku vznikla v sedmdesátých letech teorie, která nedoporučuje vyplácet dividend, pokud jsou zatíženy vyšší daňovou sazbou než kapitálové zisky. Podle této teorie, má vyplácení dividend negativní vliv na kurs akcie. Existuje nespočet empirických testů, které se problematice vlivu zdanění na výnosnost a chování cen akcií věnují.

Autoři Litzenberger a Ramaswamy (1979) patří mezi nejcitovanější zastávce nevyplácet dividendy z důvodu vyššího zdanění dividend. Autoři ve své studii vycházeli z předpokladu, že je-li investor aversní vůči dividendám, pak musí existovat pozitivní korelace mezi dividendovým výnosem a celkovým výnosem v ex-dividend období. To znamená, že celkový výnos by měl být v období ex - dividend dne vyšší, než v období před ex - dividend dne. Autoři zjistili u regresního modelu velmi pozitivní koeficient dividendového výnosu, kterým potvrdili význam vlivu zdanění na výnosnost akcií.

Efekt klientely představuje myšlenku, že jsou skupiny investorů, které jsou zainteresovány na různé dividendové politiky společnosti. Pokud jsou kapitálové výnosy zdaněny nižší sazbou než výnosy z dividend, potom investoři s vyššími zisky budou preferovat kapitálové výnosy. Na druhou stranu na trhu figurují investoři s nižšími nebo žádnými nebo žádnými daněmi z příjmu dividend (pojišťovny, charity, některé fondy), kteří jsou ve vztahu efektu klientely jednoznačně pro akcie s vysokými dividendami. Pokud dojde ke změně v dividendové politice jejími preferované společnosti, poté mohou investoři prodávat akcie této společnosti, nebo naopak společnost může přilákat skupinu jiných investorů, což v důsledku může mít vliv na cenu akcií.

Teorii efektu klientely, zda dividendová politika ovlivňuje strukturu akcionářů, se v roce 1970 snažili empiricky ověřit Elton a Gruber (1970). Oba autoři v té době působili ve Spojených státech amerických, kde platila progresivní daň z příjmů. K prokázání platnosti použili nepřímou metodu tím, že zkoumali chování cen akcií kolem ex - dividendového dne a daňovým zatížením marginálního akcionáře. Zvolili dvě proměnné, které mohou investora ovlivnit koupit či nekoupit akcie dané firmy – velikost dividendového výnosu a výplatního poměru. Ze statistických výsledků autorů vyplynulo, že investoři ze skupiny s vyšším daňovým zatížením by měli preferovat společnosti s nižším dividendovým výnosem a naopak. Obdobné výsledky byly dosaženy i při použití proměnné výplatní poměr. Společnost s vysokým výplatním poměrem by měla zaujmout skupinu investorů zatíženou relativně nižší daňovou sazbou a naopak. Závěry autorů tedy prokázaly existenci efektu klientely.

Empirické studie do jisté míry potvrzují, že daňový efekt klientely jak ho popsal Elton a Gruber (1970) existuje. Studie jsou zaměřeny především na dopady změn v daňových zákonech na chování ceny akcie. Empirické studie potvrzují, že čím je vyšší daňová heterogenita v ekonomice, tím je větší preference investorů uplatňovat teorii efektu klientely. Tuto teorii potvrzují především daňové systémy států, kde jsou dividendy zdaněny v rámci imputačního systému.

Korkeamaki (2010) se ve své studii zaměřil na daňovou reformu, která proběhla v roce 2004 ve Finsku. Reformou zrušený imputační systém byl nahrazen klasickým systémem zdanění, kdy 70 % hodnoty dividendy je zdaňováno mezní sazbou akcionáře. Individuálnímu investorovi se zvýšila tedy daň z dividend z 0 % na 19,6 %. Osvobozeny od daně dividend zůstaly pouze některé institucionální společnosti a společnosti, jejichž podíl ve společnosti

vyplácející dividendy je více jak 10 %. Autor zkoumal, zda v souvislosti s daňovou reformou se změnila dividendová politika a vlastnická struktura firem, přičemž ve výzkumu se zabýval prvními pěti nejvýznamnějšími akcionáři vybraných společností. Autor uvádí, že firmy změnilly svou dividendovou politiku v závislosti na změnách mezních daňových sazeb svých největších akcionářů. Rovněž vlastnická struktura se změnila v souladu s akcionářskou klientelou novému daňovému systému. Negativně ovlivněno reformou bylo průměrně 54 % nejvýznamnějších akcionářů, v posledním roce před reformou u společností, jejichž akcionáři byli osvobozeni od daně z dividend, byl zaznamenán výrazný nárůst výše dividendy. Po reformě byl zaznamenán napříč všemi firmami pokles výplaty dividend a naopak se zvýšil zpětný odkup akcií.

### **3 Další důvody pro vyplácení dividend**

Mezi další klíčové faktory lze zařadit teorii životního cyklu firmy. Teorie životního cyklu předpokládá, že výplata dividend souvisí s vývojovou fází podniku, kdy se v průběhu času mění finanční ukazatele jako je ziskovost, velikost, investiční příležitosti, kapitálová struktura. Firma po dosažení určité životní fáze není schopna pro své vygenerované peněžní toky nalézt vhodné investiční prostředky, a proto jako nejvhodnější strategie se jeví distribuovat peněžní prostředky investorům ve formě dividend. Tato dividendová teorie vysvětluje, jak firmy přizpůsobují výplatní poměr v závislosti na svém vývoji, kdy na jedné straně klesají náklady na získání externího kapitálu, na druhé straně vznikají náklady zmocnění (Brockman a Unlu 2011). Fama a French (2001) tvrdí, že zavedené velké společnosti s vysokým ziskem a pomalým růstem jsou ochotnější vyplácet dividendy. Jako ukazatel životní fáze cyklu autoři DeAngelo et. al. (2006) uvádí podíl nerozděleného zisku k vlastnímu kapitálu.

V případě existence nejistoty se podle Lintera (1956) dividendová politika stává behaviorální otázkou. Podle autora management považuje časté změny v dividendové politice za negativní signál pro investory v podobě budoucí ekonomické nejistoty společnosti.

### **4 Závěr**

Návrh na rozdělení hospodářského výsledku patří nepochybně k základním finančním rozhodnutím managementu. Za rozdělení zisku při splnění právních podmínek lze považovat výplatu dividend akcionářům.

Nejpravděpodobnější vysvětlení toho, proč firmy vyplácí dividendy je kombinace faktorů nákladů zmocnění a faktorů růstu společnosti a změny jejího investičních příležitostí. Toto vysvětlení potvrzují empirické skutečnosti, podle kterých tendence firem vyplácet dividendy se zvyšuje jak se ziskem, tak s poměrem nerozděleného zisku oproti vlastnímu kapitálu. Pokud má management k dispozici velké množství zisku, ze kterého nemusí vyplácet vlastníky nebo věřitele, bude tendenčně více tíhnout k použití těchto prostředků k vlastnímu zájmu oproti zájmu vlastníků. Mimo toho, empirické studie potvrzují, že podstatnou roli při vyplácení dividend má význam vlastnická struktura a vývojová fáze podniku. Je zřejmé, že význam dividendové politiky jako nástroje pro maximalizaci bohatství vlastníků je pro jednotlivé společnosti nejednoznačný. Pokud vezmeme v úvahu, že každá firma stanovuje svou dividendovou politiku jako funkci tržních nedokonalostí, kterým čelí, tento závěr není překvapující.

## REFERENCES

- [1] Al-Najjar, B., Hussainey, K., 2010. *The joint determinants of capital structure and dividend policy*. Working paper, Middlesex University, UK
- [2] Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R., 1997. *Do changes in dividends signal the future or the past?* Journal of Finance, 52(3), pp: 1007-1043. ISSN 1540-6261.
- [3] Bozos, K., Nikolopoulos, K., Ramgandhi, 2011. G., *Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange*. International Review of Financial Analysis. 20(5), pp: 364-374. ISSN 1057-5219
- [4] Brockman, P.; Unlu, E., 2009. *Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt*. Journal of Financial Economics, 92(2): pp: 276-299. ISSN 0304-405X
- [5] Brockman, P.; Unlu, E., 2011. *Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study*. Journal of Banking & Finance, 35(7), pp: 1610-1625. ISSN 0378-4266.
- [6] Byrne, J.; O'connor, T., 2012. *Creditor rights and the outcome model of dividends*. The Quarterly Review of Economics and Finance, 52(2), pp: 227-242. ISSN 1062-9769.
- [7] DeAngelo, H.; Deangelo, L.; Stulz, René M., 2006. *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*. Journal of Financial Economics, 81(2), pp: 227-254. ISSN 0304-405X
- [8] Easterbrook, F. H., 1984. *Two agency-cost explanations of dividends*. The American Economic Review. 74(4), pp: 650-659. ISSN 0002-8282.
- [9] Elton, E. J., Gruber, M. J., 1970. *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect*. The Review of Economics and Statistics, 52(1), pp: 68-74. ISSN 0034-6535.
- [10] Fama, E. F.; K. R. French, 2001. *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?* Journal of Financial Economics, 60 (1), pp: 3-43. ISSN 0304-405X.
- [11] Fenn, G.; Liang, N., 2001. *Corporate payout policy and managerial stock incentives*. Journal of Financial Economics, 60, pp: 45-72. ISSN 0304-405X.
- [12] Harada, K.; Nguyen, P., 2009 *Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan*, SSRN Working Paper Series.
- [13] Jo, H.; Pan, C., 2009. *Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?* Review of Accounting and Finance, 8(1), pp: 87-116. ISSN 1475-7702.
- [14] Jirapon, P., Kim, J., 2011. *Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation*. Financial Review, 46(2), pp: 251-279. ISSN 1540-6288.
- [15] Korkeamaki, T.; Liljeblom, E.; Pasternack, D., 2010. *Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust?* Journal of Corporate Finance, 16(4): pp: 572-587. ISSN 0929-1199.
- [16] La Porta, R., Lopez-De Silanes, Florencio, 2000. *Agency problem and Dividend Policies Around the World*. Journal of Finance, 55(1), pp: 1-33. ISSN 0022-1082.

- [17] Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, 2000. *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Harvard Business School Press 2000. ISBN: 0-87584-497-9.
- [18] Lintner, J., 1956. *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*. American Economic Review, 46, pp: 97-113. ISSN 0002-8282.
- [19] Litzenberger, R. H.; Ramaswamy, K., 1979. *The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence*. Journal of Financial Economics, 7(2) pp: 163-195. ISSN 0304-405X.
- [20] Mathur, I., Singh, M., Nejadmalayeri, A., 2013. *How do bond investors perceive dividend payouts?* Research in International Business and Finance, 27(1), pp: 92-105.
- [21] Miller, M. H.; Modigliani, F., 1961. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. Journal of Business, 34, pp: 411-433. ISSN 2233-369X.
- [22] Mitton, T., 2004. *Corporate governance and dividend policy in emerging markets*. Emerging Markets Review, 5(4), pp: 409-426.
- [23] Myšková, R.; Hájek, P. (2016). *The effect of managerial sentiment on market-to-book ratio*. Transformations in Business and Economics. 15(2), pp: 498-813. ISSN 1648-4460.
- [24] Nash, R. C., Netter, J. M., Poulsen, A. B., 2003. *Determinants of contractual relation between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants*. Journal of Corporate Finance, 9(2), pp: 201-232. ISSN 0929-1199.
- [25] Roberts, M., Sufi, A., 2009. *Control rights and capital structure: An empirical investigation*. Journal of Finance, 64(4), pp: 1657-1695.
- [26] Rozeff, M. S., 1982. *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios*. The Journal of Financial Research, 5, pp: 249-259.

## CONTACT

Ing. František Sejkora, Ph.D.  
Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní  
Studentská 95, 532 10 Pardubice, Česká republika  
E-mail: frantisek.sejkora@upce.cz

Ing. Josef Novotný, Ph.D.  
Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní  
Studentská 95, 532 10 Pardubice, Česká republika  
E-mail: josef.novotny@upce.cz