Univerzita Karlova v Praze
Právnická fakulta

Dividendová politika a její limity v obchodním právu

Studentská vědecká odborná činnost

Kategorie: magisterské

Autor: Josef Kříž

2010/2011
IV. ročník

Obsah

Role ekonomie v pohledu na právo obchodních společností ***4***

Proč vůbec firmy vyplácejí dividendy? ***5***

Náklady zmocnění při výplatě dividend ***10***

Rozhodování o výplatě dividend 10

Ochrana věřitelů 17

Majorita vs. Minorita 17

Poznámka k rozlišení otevřených a uzavřených korporací ***18***

Závěr ***19***

Seznam Literatury ***21***

Úvod – ambice a metoda výkladu

Problematika vyplácení dividend akcionářům se především díky rozhodnutím Nejvyššího soudu z února roku 2010[1] a září 2009[2] opět dostala do diskuze mezi odbornou veřejností. V této práci se však nebudeme primárně zabývat hodnocením správnosti těchto rozhodnutí, místo toho se budeme snažit vysvětlit otázky spojené s dividendovou politikou z obecnějšího (ekonomicko-právního) pohledu. Tato práce je tvořena dvěma hlavními částmi, první se zabývá otázkou, proč firmy vlastně vyplácejí dividendy, zatímco v druhá analyzuje způsoby, jak lze regulovat (právně i mimoprávně) náklady zmocnění vzniklé při výplatě dividend. Vzhledem k tomu, že daná problematika se jeví při bližším zkoumání jako velmi rozsáhlá (a interdisciplinární), nebude možnost ji v předepsaném rozsahu práce detailně pokrýt. Naší hlavní ambicí je poskytnout čtenáři pohled na korporační právo odlišný od tradičního tuzemského pohledu, přiblížit problematiku důvodu, proč firmy vyplácí dividendy, a která dividendová politika může být pro jednotlivé firmy optimální (tento text nedává za ambici detailně a přesně popsat tyto otázky, neboť patří do oboru finanční ekonomie, nikoliv čistě práva, proto se případným oboru znalým čtenářům omlouvám za donebevolající zjednodušování) a konečně se pokusit o analýzu možné regulace nákladů zmocnění vznikajících v souvislosti s výplatou dividend. Opět díky omezenému rozsahu práce není možné se detailně zabývat všemi třemi oblastmi, kde mohou vznikat náklady zmocnění, proto zde budeme věnovat největší pozornost otázce vztahů mezi managementem a vlastníky (akcionáři). Shrnuto, tato práce bude pro čtenáře-právníka poněkud neobvyklá, neboť se zde málo budeme věnovat platnému právu (popřípadě historickému rozboru, komparativnímu rozboru) a judikatuře. S tím souvisí i pojmosloví, které zde bude použito. Především je nutné zdůraznit, že firma budeme používat v ekonomickém významu[3], jako synonymum společnost nebo korporace. Management poté jako osoby odlišné od vlastníků, jež firmu reálně řídí. Equitou je myšlen vlastní kapitál, dluhem pak cizí kapitál.

1 sp.zn 29 Cdo 1326/2009

2 sp.zn. 29 Cdo 4284/2007

3 Nikoliv jako předmět průmyslového vlastnictví podnikatele jak jej používá platný český obchodní zákoník.

Role ekonomie v pohledu na právo obchodních společností

Ze všeho nejdříve ale musím velmi stručně zodpovědět nabízející se otázku, proč je v práci věnující se obchodnímu právu nutné začínat mimoprávní analýzou daného problému. Pokud necháme stranou celou právní filosofii zabývající se ekonomickým výkladem a aplikací práva[4], zbude nám víceméně nesporný fakt[5], že v právu obchodních společností je téměř vždy nehledě na právně-politické uvážení zákonodárce základním cílem regulace co nejefektivnější fungování obchodních společností (tedy především kapitálových společností, jejž vznikají za účelem zisku). Z toho logicky vyplývá, že pokud chceme zjistit, kde právo může pomoct tomuto cíli, případně kdy právo může tomuto cíli bránit (ať již z ospravedlnitelného cíle či z prosté nevědomosti), musíme zjišťovat primárně, jak obchodní společnost funguje jako organismus ekonomický, v kterých bodech fungují ekonomické regulátory a kde se tyto regulátory jeví jako nedostačující. Musíme si uvědomit, jaká je funkce obchodní společnosti, jak se liší v případě různých forem obchodních společností a k jakým podnikatelským účelům jsou jednotlivé formy používány. Z toho nám vyplyne složení stran komplexu smluv, jež tvoří takovou společnost, z něhož pak zkoumáme druhy nároků jednotlivých stran.

Podle dnes již tradiční zahraniční doktríny[6] je hlavním úkolem práva korporací v této oblasti především poskytnou podnikatelům efektivní nástroj podnikání, tedy takovou společnost, která se lety ukázala pro podnikání jako nejefektivnější (tedy s právní subjektivitou, omezenou odpovědností společníků, likviditou podílů, specializací managementu[7]), a stanovit nezbytná pravidla pro jeho řádné fungování[8], a za druhé regulovat pomocí (vhodných!) právních norem vzájemný konflikt mezi osobami v korporaci s rozdílnými zájmy, tedy mezi 1) vlastníky a managementem, mezi 2) minoritními a

4 Pro zájemce doporučuji například Mercuro,N., Medema,S.: Economics and the law: from Posner to post-modernism, Princeton : Princeton University Press, 1999.

5 Přestože tato perspektiva byla v určitém čase a místě prolomována zájmy např. státní regulace nebo ochrany zaměstnanců.

6 Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E., The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, Oxford, 2004 (str. 21).

7 Autoři rozlišují *delegated management with a board structure* a *investor ownership,* my pro zjednodušení jej můžeme shrnout pod tento jeden znak.

8 tzv. housekeeping rules.

majoritními vlastníky a mezi 3) vlastníky a věřiteli vně korporace. Tyto vztahy se dají charakterizovat jako vztahy mezi zmocněncem (*agent*) a zmocnitelem *(principal*) a je pro ně typické, že zmocněnec vykonává správu nad majetkem zmocnitele.[9] Z čehož pak (v kombinaci s ekonomickým předpokladem, že každý člověk se chová racionálně a sleduje především rozšiřování svého bohatství) vyplívá náchylnost k preferování vlastních zájmů nad zájmy zmocnitele.

Je logické, že naším hlavním úkolem bude zkoumat roli společenstevního práva právě v té druhé rovině, neboť předpokládám, že o stavbě (především české) korporace již toho bylo napsáno dost. Naopak mám za to, že pohled na právo jako na regulátor nákladů zmocnění ve vztazích souvisejících s fungování korporace je v českém obchodním právu nedostatkovým zbožím. Snad tento pohled nebude pro právnické čtenáře příliš pobuřující, ale naopak vítaně přínosným.

Proč vůbec firmy vyplácejí dividendy?

Při výkladu o dividendové politice korporace nelze jinak než začít tradičně, a to zmíněním o základní teorii irelevance, jejímiž autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller.[10] Ta říká (kromě konstatování celkové irelevance poměru equity a dluhu), že hodnota společnosti je zcela nezávislá na její dividendové politice. Tuto tezi si nejlépe ukážeme na příkladu: firma Alfa bude mít majetek v hodnotě 100, základní kapitál 80 a nerozdělený zisk ve výši 20. Bude mít pět akcionářů, kdy každý z nich bude mít 16 akcií o stejné nominální hodnotě, a investiční příležitost, na kterou potřebuje 20. Společnost může postupovat buď tak, že vyplatí dividendy a na pokrytí investiční příležitosti vydá 20 nových akcií, nebo použije nerozdělený zisk na úkor výplaty dividend. Podle M&M teorému (tj. teorie irelevance) pak skutečně platí, že v obou případech jsou na tom jak společnost, tak vlastníci naprosto stejně, tedy nikdo nezbohatne ani se nikomu nezmenší majetek. V prvním případě se každému akcionáři zvýší počet akcií na 20 v celkové hodnotě 20 (případně počet akcií zůstane

[9] Samozřejmě, že se nejedná vždy o správu, prakticky jde o přímé působení na nějakou majetkovou hodnotu zmocnitele. V případě vztahu věřitel-obchodní společnost jde o soustavu činností, jež mohou mít na vymahatelnost pohledávky fatální dopad, např. dovedení firmy k insolvenčnímu řízení.
Základním pramenem pro zkoumání tohoto problémů je článek Jensen, M.C.,W. H. Meckling: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure in Journal of Financial Economics 3. ročník, 1976, str. 305−360.

[10] Miller,M., Modigliani,F.: Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares, Journal of Business, ročník 34, 1961, str. 411 -433.

stejný, pokud peníze z dividendy neinvestuje zpět do firmy, takže bude mít 16 akcií v hodnotě 16 a dividendu v hodnotě 4, dohromady tedy 20), v druhém případě se každému zvýší tržní hodnota každé jednotlivé akcie, tedy každý akcionář bude mít 16 akcií v hodnotě 20. Z pohledu firmy bude moc v obou případech investovat se stejnými náklady, změní se pouze účetní položky. [11] Toto ale platí pouze v (ekonomicky teoretickém) světě, jenž se v mnoha ohledech samozřejmě liší od toho našeho, nicméně je důležité jej mít neustále na mysli. Ovšem nikoliv z důvodů, abychom se snažili za každou cenu přiblížit takovému světu, ale abychom díky rozdílnostem mezi reálným a ideálním ekonomickým světem mohli lépe pochopit důvody těchto rozdílů a jejich dopad na fungování (v našem případě) firmy, tím pádem mohli lépe poznat možnosti právní a ekonomické regulace firmy s cílem jejího co nejefektivnějšího fungování.

Faktory ovlivňující dividendovou politiku a narušující teorii irelevance jsou především tyto: rozdílné zdanění dividend, nerozděleného zisku a příjmu z prodeje akcií, transakční náklady spojené s vydáním nových akcií, likvidita trhu s akciemi, velikost firmy, citlivost ceny akcií na dividendovou politiku a samozřejmě veškeré náklady zmocnění.

Složitost námi zkoumaného problému navíc podtrhuje fakt, že některé z výše uvedených faktorů jsou důvodem výplaty dividend, zatímco jiné jsou důvodem pro vznik nákladů spojených s výplatou dividend. Pravdou ale je, že důvod existence dividend zůstává po léta stále nejasný, přesněji řečeno neexistuje označení jednoho důvodu, který vede firmy k výplatě dividend. Spíše se mluví o jakési kombinaci faktorů.[12] Vzhledem ke složitosti a rozsáhlosti daného tématu a díky tomu, že se jedná víceméně o problém ekonomických disciplín, můžeme se omezit pouze na nastínění hlavních problémů (jakýchsi „třecích ploch“) a nejdůležitějších teorií.

Zůstaňme tedy u uvedeného příkladu. Zaprvé je nutné se vypořádat s otázkou, zda by nebylo nejlepší jednoduše vyplácet všechen zisk akcionářům. Takové řešení by bylo nejlepší (a skutečně se tak děje[13]) u firem, jež nemají již žádné investiční příležitosti, mají vysoké

[11] Victor Brudney: Dividends, Discretion, And Disclosure, in Virginia Law Review, ročník 66,1980, (str. 3 článku).
[12] Clark, Robert C. Corporate Law , Brown & Co.,Boston,1986 česky R.C. Clark: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992 (str. 714 – 721 českého překladu).
[13]Pro zajímavost viz: http://www.investicniweb.cz/trhy/akcie-svet/2010/4/12/clanky/15-spolecnosti-s-obri-dividendou/

zisky a volné finanční prostředky. Pokud by ale firma měla investiční příležitosti, lze namítat, že odpověď by stále zůstala stejná, neboť by si na takovou příležitost firma mohla prostředky jednoduše půjčit. Jenže tady je nutné říci, že toto platí pouze do omezené míry. Otázku optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů pro její složitost a dlouholetou nejasnost zde můžeme víceméně pominout. Zato zde hraje klíčovou roli fakt, že s rostoucím zadlužením firmy se zvyšují náklady zmocnění mezi věřitelem a firmou, nejkonkrétněji pak vyjádřené cenou dluhu, tedy úrokem za jaký věřitel půjčku poskytne. Tvrzení, že ideálním řešením je vyplácet vždy celý zisk a na investiční příležitosti si půjčovat, musíme tedy logicky odmítnout z toho důvodu, že náklady spojené s vyplácením veškerého zisku mohou značně převyšovat náklady spojené s reinvesticí zisku. Přesto dluhové financování a jeho poměr k vlastnímu financování hrajou při výkladu významu dividend značnou roli.[14]

Nezmínili jsme se totiž o velmi důležitém faktoru spojeném s dluhovým financováním. Tento známý fenomén se jmenuje pákový efekt (*leverage effect*) a zjednodušeně znamená následující: Se zvyšujícím se poměrem vnějších zdrojů oproti vlastním se zvyšuje tendence vlastníků tlačit management do riskantnějších investic. Vyplývá to logicky z povahy jejich nároků na společnost. Ty jsou reziduální, na rozdíl od nároků věřitelů, jež jsou fixní. Takže z riskantní investice mohou vlastníci získat mnoho a ztratit málo (díky omezené odpovědnosti), zatímco věřitel má nárok pouze pohledávku ve sjednané výši, kterou navíc v případě neúspěšné rizikové investice nemusí díky vysokým nákladům spojeným s konkurzem získat celou. Tento efekt jednak vysvětluje, že s přibývajícím zadlužením společnosti bude cena dluhu vyšší, ochota věřitelů půjčit korporaci nižší a podmínky monitorování ze strany věřitelů přísnější. Kromě toho tento efekt může být jedním z ekonomických vysvětlení existence minimální výše základního kapitálu v některých jurisdikcích.

Efekt finanční páky je způsoben kromě jiného faktem, že vlastníci v každé společnosti s omezenou odpovědností budou tendenčně preferovat investice s vyšší mírou rizika, neboť jak již bylo řečeno, mohou přijít maximálně o svůj vklad do společnosti, ale získat například desetinásobek. Zatímco věřitelé budou preferovat investice s nižší rizikovostí (a tedy

[14] Erudované vysvětlení výplaty dividend skrze vzájemnou regulaci nákladů zmocnění na jedné straně mezi společností a věřiteli a na druhé straně mezi vlastníky a managementem podává: Easterbrook, F.H.: Two Agency-Cost Explanations of Dividends, in American Economic Review, ročník 74, 1984.

ziskovostí). Management, jehož nároky jsou taky zásadně fixní, bude mít tedy podobné preference jako věřitelé. A tenhle konflikt zájmů lze řešit právě díky průběžné výplatě dividend. [15]

Dále je nutné říci, že existuje názor, že vlastník bude tendenčně preferovat výplatu dividend před nerozdělením a reinvestováním (*bird-in-the-hands effect*). Tato tendence je vysvětlována tak, že se akcionář přirozeně bojí, že peníze firmy nezužitkuje tak efektivně, jako by to udělal on sám. Jelikož nový investoři by si více cenili akcie firmy, jež vyplácí pravidelné dividendy, než firmy podobně ziskovou, které by ovšem dividendy nevyplácela, cenu akcií by ovlivňovala dividendová politika nezávisle na investiční politice firmy a její produktivitě. Nicméně tato teorie není zcela sdílená.[16] Opačný názor říká, že pokud investor nevěří investiční politice firmy, může si dividendy „vyrobit sám“ tím, že část svých akcií prodá. Z toho vyplývá, že firma nemůže takovým akcionářům nabídnout něco, co si sami nemůžou získat, a tedy, že dividendovou politikou nezvýší svoji hodnotu tím, že vyplatí peníze, které by v jejím držení připadaly některým akcionářům příliš riskantní.
S tím úzce souvisí názor, že firma, jež vyplácí stálé dividendy, bude mít větší hodnotu akcií, než kdyby tak nečinila bez ohledu na její zisky a investiční politiku. Čili že prostým vyplácením dividend management zvyšuje bohatství akcionářů, jelikož (krom samotných peněz z dividend) zvyšuje hodnotu akcií, které drží. I tento názor byl ale kritizován, proto není možné z něj jednoznačně vycházet. Přesto zůstává faktem, že vyplácením dividend může management vysílat zprávu investorům o budoucnosti firmy, jenž může být efektivnější a spolehlivější než jiné formy.

Nejpravděpodobnější vysvětlení toho, proč firmy vyplácí dividendy je kombinace faktoru nákladů zmocnění *(agency costs explanation of dividends*) a faktoru růstu společnosti a změny jejího investičních příležitostí (*evolution in the firm's investment opportunity set*). Tato teorie se navíc opírá o vypozorovaný fakt, že tendence firmy vyplácet dividendy se zvyšuje s poměrem nerozděleného zisku oproti vloženému kapitálu, podpořený následujícím výkladem. Management, jenž má k dispozici velké množství nerozdělného zisku, ze kterého nemusí vyplácet věřitele nebo vlastníky a který má volně k dispozici k investicím, bude tendenčně mnohem více tíhnout k použití těchto prostředků k vlastnímu zájmu oproti zájmu

[15] Ibidem str. 652-656.
[16] Fischel, D.: The Law and Economics of Dividend Policy in Virginia law review, ročník 67, 1981, (str. 5).

vlastníků. Tedy řečeno slovy ekonomie, budou zde vznikat velmi vysoké náklady zmocnění. Ty budou spočívat především v tom, že management bude výrazně podinvestovat, neboť nebude mít zájem na tom dál růst, když se jeho bohatství nebude úměrně zvyšovat. Dále bude pro něj mnohem jednodušší zpronevěřit svěřené prostředky, vlastník samozřejmě bude mít náklady se snahou tomuto všemu zabránit, management bude mít náklady spojené s ubezpečováním vlastníků, že je vše v naprostém pořádku. Zkrátka náklady na to, aby společnost efektivně fungovala, budou poměrně značné. Dividendy mohou tento problém vyřešit tím, že budou prostředky rozdělovat mezi vlastníky, čímž donutí management v případě nutnosti investic „jít s kůží na trh“. Tedy pokud by chtěli prostředky na nové investice získat dluhovým financováním, museli by o takové prostředky žádat instituce (např. banky), které si poskytnutí dluhu podmíní detailní zprávou o stavu společnosti. To samé platí o financování skrze zvýšení kapitálu (equitou), jelikož se nedá předpokládat, že by nový investor kupoval akcie firmy, která nepodává pravidelné zveřejnění své hospodářské situace.

Samozřejmě, že podstatnou roli zde budou hrát daňové zákony. Pokud náklady spojené s prodejem akcií budou vyšší než daň, jež budou muset akcionáři zaplatit z dividend, budou akcionáři jasně požadovat výplatu dividend. V opačném případě, budou preferovat investování ze získaných prostředků. Navíc určitá skupina investorů (např. fondy kolektivního investování) může být zdaněna jinak než ostatní skupiny (např. fyzické osoby). To vše může ovlivňovat optimální dividendovou politiku firmy, cenu jejích akcií a klientelu, jež bude mít o takové akcie zájem. Naší ambicí zde ale není zabývat se vlivem českého finančního práva na výplatu dividend (přestože uznávám, že by to dodalo významu a praktickému využití této práce).

Paradoxem dividend je, že kromě toho, že pomáhají snižovat náklady zmocnění, sami rovněž náklady zmocnění vytváří. Ty jsou dány především hodnotou budoucích investic, které se firmy musí vzdát, díky tomu, že vyplácí dividendy (především z důvodů pravidelné dividendové politiky). Tato hodnota je přímo úměrná citlivosti akcií firmy na změny dividendové politiky a nepřímo úměrná schopnosti firmy překonat informační asymetrii mezi ní a trhem s akciemi.

Jako stručné shrnutí je třeba zdůraznit tři skutečnosti. Tedy, že: 1) existuje jakási optimální dividendová politika 2) taková politika je ovšem velmi závislá na situaci, v které se

společnost nachází (tedy zda může dále růst), na poměru vlastního a dluhového financování a na investičních příležitostech, 3) sledování suboptimální dividendové politiky může pro firmu představovat velké náklady. Z toho vyplývá, že rozhodování o dividendové politice vyžaduje víceméně přesnou znalost vnitřních poměrů firmy a rozhodování, jež nebude podloženo takovou znalostí, může vést společnost ke značným ztrátám.

Náklady zmocnění při výplatě dividend

V této části práce se zaměříme na regulaci nákladu, které vznikají tím, že rozhodnutí o výplatě dividend (zmocněncem) má vždy vliv i na někoho jiného (zmocnitele). Velkou část práce se proto budeme věnovat problémům zmocnění ve vztahu mezi managementem a vlastníky společnosti, kde jsou tyto problémy nejtypičtější, jelikož takové rozhodování managementu má přímý vliv na vlastníky společnosti a pouze potencionální vliv na bohatství managementu. V této oblasti je problematika zajímává tím, otázky níže položené se nevztahují striktně pouze na rozhodování ve věcech rozdělování zisku a dají se víceméně analogicky použít na veškeré obchodní rozhodování managementu. Taktéž je zajímavé přemýšlet o tom, proč o výplatě dividend spolurozhoduje valná hromada, popřípadě tedy čím se rozhodování o dividendě liší od jiného rozhodování. V dalších částech se budeme pouze povrchně (vzhledem k rozsahu práce) věnovat zbylým dvěma oblastem, kde zásadně vznikají náklady zmocnění.

Rozhodování o výplatě dividend

Celé soustava problémů vyvstává z faktu, že o výplatě dividend rozhoduje management nikoliv ti, pro které je co největší prosperita firmy hlavní prioritou, tedy akcionáři. Pokud vycházíme z toho, že obě skupiny sledují racionálně především zájem na zvětšování vlastního bohatství, může se nám na první pohled jevit zřejmé, že management může rozhodnout o dividendách ve svůj vlastní prospěch na úkor akcionářů. Z toho nám plynou otázky, kterými se předně musíme zabývat. První otázkou je, zda by nebylo výhodnější, aby o dividendách neměl rozhodovat někdo jiný. Další otázkou je, zda skutečně existuje rozpor v zájmech mezi oběma skupinami. A konečně si musíme zodpovědět, jaké jsou možnosti donutit management rozhodovat ve prospěch akcionářů.

Odpověď na první otázku není tak jasná, jak se může zdát. Jak jsme si již ukázali, dividendová politika může mít značný vliv na efektivní fungování firmy a na složení poměru jejího financování, tedy je nutné mít relevantní podklady k takovému rozhodování, tedy vnitřní informace o firmě a informace o investičních příležitostech. Tudíž se nijak podstatně neliší od jiné podnikatelského rozhodování, které leží primárně na managementu. Navíc již víceméně panuje shoda ohledně otázky, komu správci firmy slouží.[17] Přesto nejen podle českého obchodního práva o rozdělování dividend spolurozhoduje valná hromada společně s managementem. Jeden výklad můžeme opřít o § 184 obchodního zákoníku, který v prvním odstavci říká, že valná hromada je nejvyšší orgán společnosti. Z toho můžeme usuzovat, že valná hromada je v českém obchodním právu pojatá jako hlavní centrum společnosti, kde by měli být činěni všechny důležité rozhodnutí, zatímco představenstvo (jako management) bude vykonávat pouze denní rutinní obchod. Druhý výklad vychází z komparativního srovnání, tedy z faktu, že kromě amerických jurisdikcí, v hlavních řádech spolurozhoduje o rozdělení zisku valná hromada. Třetí výklad vychází z pojetí, že akcionáři mají právo (spolu)rozhodovat o těch rozhodnutích firmy, které jsou závažné vzhledem k hodnotě společnosti, jsou investiční povahy a hrozí u nich riziko zneužití ve vlastní prospěch managementu.[18] Z toho všeho můžeme učinit závěr, že není zcela jasné, jak moc se liší rozhodování o výplatě dividend od jiných investičních rozhodnutí, především díky tomu, že americká úprava nechává rozhodování čistě na managementu, zatímco francouzská, anglická, německá i česká úprava vyžaduje spolurozhodnutí akcionářů. Čili není zcela shoda na tom, jak moc zásadní je toto rozhodnutí pro budoucnost společnosti a postavení akcionářů. Přesto se zdá, že nikdo (alespoň v tuzemsku) nepochybuje o tom, že by akcionáři měli rozhodovat o tom, zda do rukou dostanou svoje peníze nebo nikoliv. Proti tomu ale může stát několik argumentů. První již byl vysloven výše, tedy že výplatou dividend se pouze přesunuje část hodnoty akcie, popř. akcií do finanční podoby, což lze stejně kvalitně provést prodáním části držených akcií na trhu. Druhý stojí právě na faktu, že se rozhodování o dividendách příliš neliší od jiného rozhodování managementu, které může mít mnohem fatálnější vliv na bohatství akcionářů, a kde nikdo nepochybuje o legitimním samostatném rozhodování managementu. Myslím tedy, že není zcela od věci se dlouhodobě de lege ferenda ptát, zda je nutné, aby o výplatě dividend spolurozhodovala valná hromada.

17 Hansmann, Henry and Kraakman, Reinier H., The End Of History For Corporate Law (January 2000). Yale Law School Working Paper No. 235; Dostupný: http://ssrn.com/abstract=204528

18 sub. cit. 6 : strana 131.

Druhá otázka je taktéž poněkud složitá, zato její zodpovězení nám velmi pomůže při hledání odpovědí na třetí námi položenou otázku. Proč by tedy měl management preferovat jiné zájmy než vlastníci? Jako jeden z příkladů se uvádí, že management tendenčně bude preferovat nevyplácení zisku z důvodů zvětšování velikosti firmy a platů pracovníků namísto reálného růstu profitu firmy[19]. Tedy, že namísto vyplácení dividend, bude získané prostředky vynakládat na „budování impéria“, tedy, že bude například zvyšovat stav zaměstnanců společně s jejich platy, bude otvírat nové pobočky (jež se mohou časem ukázat jako nízce návratová investice), bude zvyšovat prestiž dané firmy zbytečně drahou reklamou. Tomuto názoru je ale předně vytýkáno, že nemá příliš souvislost s dividendovou politikou, přesněji řečeno, že zaměňuje dividendovou politiku za investiční. Takovou politiku nevýhodného investování a zvyšování správcovského ega může management uskutečňovat nehledě na dividendovou politiku, tedy jak nevyplácením dividend, tak vyplácením (za předpokladu, že současně vydá nové akcie, které by mohl mít díky vyplácení dividend vyšší cenu).
Na první pohled se skutečně zdá, že management nemá dostatečnou motivaci pracovat, co nejlépe dovede, neboť nikdy nebude těžit z užitků svého úsilí. To povede k tomu, že nebude příliš riskovat v investičních rozhodnutích, že se bude snažit vyvádět majetek ze společnosti do své dispozice, tyto náklady firmy například pocítí v případě výběru nižších vedoucích pozic ve firmě. Protože jak vyplývá z výše řečeného, nemá manažer dostatečnou motivaci k důkladnému hledání lidí, jež by se na takové pozice hodily, tudíž nebude na tyto pozice dosazovat tak výkonné pracovníky, které by dosadil vlastník, kdyby takovou možnost měl. [20] To je typický příklad nákladů zmocnění mezi vlastníkem a managementem korporace. Jenže je skutečně pravda, že za takové rozhodování neplatí management žádnou cenu, tedy že veškeré důsledky nese vlastník?

Na víceméně funkčním trhu se následky projeví jednak v klesající ceně služeb takového managementu, ve snížení konkurence schopnosti na trhu produktu a konečně v klesající ceně akcií, což může vést k tomu, že společnost bude předmětem akvizice a nový majitelé vymění současný management. Jednoduše řečeno, pokud management přistupuje ke

[19] *„It has also been suggested that management prefers retention over distribution as a concomitant of its preference for growth in sales and size (and associated managerial perquisites) over growth in profits“*viz sub. cit. 11(str. 12 článku.)
[20]Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel: The Proper Role Of A Target's Management In Responding To A Tender Offer. Harvard Law Review. Ročník 94.: str. 1161-1206. (str. 11)

své práci jako k opakované hře, je trhem služeb, kapitálu i výrobků stimulován k efektivnějšímu vedení společnosti.
To samé můžeme analogicky vztáhnout na dividendovou politiku. Jakákoliv sub-optimální dividendová politika bude mít vliv na cenu akcií, cenu manažerských služeb a konečně může komplikovat úspěšnost firmy na konečném trhu výrobků. Navíc díky (přestože sporné) citlivosti vlastníků na dividendy, můžeme říci, že management prosazující dividendovou politiku, kterou si vlastníci nepřejí, bude dřív (přímým odvoláním) nebo později (přes pokles ceny akcií) vyměněn za management, jenž je v dividendové politice více nakloněn přání vlastníků. [21]

Třetí a právnicky asi nejzajímavější otázka tedy zní, jak donutit management jednat v nejlepším zájmu akcionářů. Abychom plynule navázali na předchozí text, je nutné shrnout, že určitou část problémů vyřeší trh s lidským kapitálem (tedy jednoduše řečeno pracovní trh manažerů). Management je motivován tím, že poskytováním kvalitním služeb firmě (akcionářům), zvyšuje svoji cenu na trhu, díky čemuž se optimální rozhodování (v dividendové politice) zhodnotí v budoucích mzdách (ať už u stejného nebo jiného zaměstnavatele) stejně jako se v jeho negativně projeví každé sub-optimální rozhodování, oportunismus nebo porušování dohod mezi ním a akcionáři.[22]

Další možností může být stanovení povinné výplaty každého zisku mezi akcionáře. Pokud by nějaký právní řád stanovil takovéto pravidlo, jednalo by se o typický výklad práva korporací bez sebemenší znalosti ekonomie, neboť z výše uvedených důvodů je jasné, že by taková norma brzdila (ne li zabraňovala) růst jakékoliv firmy, jež sleduje nějakou investiční politiku. Pokud by ovšem právní řád dokázal rozpoznat rostoucí firmy a stagnující (nicméně profitující) firmy, dalo by se o efektivnosti takového pravidla přemýšlet.

Stanovením povinností odbornosti a loajality je typickým právním prostředkem regulace nákladů zmocnění. Funguje to na první pohled velmi jednoduše, právo prostě přikáže

[21] „Managers have no significant incentive to act contrary to the best interests of shareholders in setting dividend policy. Any systematic suboptimal dividend policy will have negative consequences in the managerial services market, the capital market, the product market, and, if prolonged, may trigger a proxy fight or a takeover.“ viz sub. cit. 16 (str. 18 článku).
[22] Pro podrobný rozbor vlivu trhu manažerských služeb na redukování nákladů zmocnění viz Eugene F. Fama: Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy, ročník. 88, 1980, str. 288-307.

zmocněnci jednat ve nejlepší prospěch zmocnitele, nebo také jinak řečeno mu zakáže zneužívat svého postavení zmocněnce pro svůj vlastní prospěch. Jedná se o jakýsi standard chování, jež má zmocněnec splňovat – musí jednat v dobré víře, s náležitou pečlivostí, s odbornou péčí, s péčí dobrého hospodáře, atd. Obchodní zákoník stanovuje takovou povinnost i u jiných smluv, například u smlouvy o obchodním zastoupení v § 655 odstavec 1 říká, že „obchodní zástupce je povinen uskutečňovat činnost, k níž je zavázán, poctivě, s vynaložením odborné péče, v dobré víře, je povinen dbát zájmů zastoupeného, jednat v souladu s pověřením a rozumnými pokyny zastoupeného a sdělovat zastoupenému nutné informace, které má k dispozici.“ Popřípadě u mandátní smlouvy (která se subsidiárně použije pro úpravu vztahů mezi společností a jejími orgány – tedy i v případě managementu), stanoví v § 567 odstavec 2, že „činnost, k níž se mandatář zavázal, je povinen uskutečňovat podle pokynů mandanta a v souladu s jeho zájmy, které mandatář zná nebo musí znát. Mandatář je povinen oznámit mandantovi všechny okolnosti, které zjistil při zařizování záležitosti a jež mohou mít vliv na změnu pokynů mandanta.“ U jednatelů a členů představenstva pak stanoví péči řádného hospodáře. Nechme stranou (zodpovězené) otázky, jak se liší odborná péče například od péče řádného hospodáře. Můžeme shrnout, že oba dva standardy v sobě zahrnují povinnost dávat přednost zájmům zmocnitele před zmocněncem. Všimněme si ale rozdílu v reálném vynucení této povinnosti v případě jejího porušení obchodního zástupce – např. fyzickou osobou A, která byla zmocněná ke sjednávání smluv v Ústeckém kraji za podnikatele B, jež je taktéž fyzickou osobou, a v případě porušení této povinnosti představenstvem akciové společnosti Alfa a.s. jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné a jejíž akcionářská struktura je silně rozptýlená. Je jedno, zda vynucení této povinnosti bude vždy jednoduché v případě smluv o obchodním zastoupení nebo klasických mandátních smluv, pro náš záměr je důležité si uvědomit, že problémy s reálným vynucením této povinnosti (případně vynucením odpovědnosti za škodu) jsou v korporacích velmi značné. Tyto problémy mají svůj původ především v mnohosti aktivně legitimovaných subjektů, přesněji řečeno se mluví o problému derivativních[23] žalob, a v informační asymetrii. Pokud si představíme, že jsme akcionář výše jmenované společnosti Alfa a.s. a vlastníme akcie, které představují půl procento podílu na této společnosti, bude pro nás výhodné se „angažovat“ v žalobě managementu kvůli údajnému porušení povinnosti péče řádného hospodáře

[23] Lasák, J.: Ve jménu korporace: derivativní žaloby vůči členům statutárního orgánu in Obchodněprávní revue, 3/2010; Lasák,J: Tahle země není pro slabý: vstupní hypotézy minimálního využití derivativních žalob in Obchodněprávní revue, 3/2011.

nevyplacením/vyplacením dividend, jen potud pokud náklady s tím spojené, tedy především překonání oné informační asymetrie, nepřekročí výnosy, které by nám mohl přinést vyhraný spor. Což se prakticky nikdy nestane. Pokud jsme rozumný investor, diverzifikujeme riziko investice do akcií více firem, mnohem pravděpodobněji nebudeme mít představu, co se v jednotlivé společnosti děje. [24]

Další problém spojený s přezkumem rozhodnutí managementu je, že by o správnosti daného rozhodnutí měl rozhodovat soud, který přirozeně nebude mít ekonomické vzdělání ani relevantní podklady pro efektivní kontrolu ex post. Navíc je známo, že takový soudní přezkum by působil averzi managementu vůči zdravému podnikatelskému riziku[25].

Problém asymetrie informací se snaží řešit principy založené na povinném zveřejňování informací (*disclosure*), kterými disponuje management. Tento systém se navíc často opírá o nezávislý přezkum auditory. Kdo ale zaručí, že takové informace jsou přesné? Popřípadě, kdo zaručí, že nezávislí auditoři jsou skutečně nezávislí. Přesto je povinné zveřejňování informací o společnosti (ať už v podobě účetních závěrek nebo výročních zpráv) jedním z nejdůležitějších právních regulátorů v oblasti nákladů zmocnění mezi managementem a vlastníky. [26]

Při pohledu na český obchodní zákoník, můžeme nabýt dojmu, že náležitou péči a loajalitu managementu efektivně kontroluje dozorčí rada. Je nutné si však uvědomit, že tato rada, jakožto orgán složen z lidí, kteří mají pouze fixní nárok na majetek společnosti, problém nákladů zmocnění zdaleka neřeší, pouze jej znásobuje. Tedy vedle otázky, jak donutit management, aby rozhodoval ve prospěch akcionářů, vyvstává další otázka, a to jak donutit kontrolní orgán, aby dostatečně kontroloval management. Kromě toho bychom si mohli položit další diskutovanou otázku, a to jak ovlivňuje efektivní činnost dozorčí rady případné zapojení zaměstnanců firmy. My se nicméně můžeme spojit s konstatováním, že právní pravidlo stanovující uvnitř firmy orgán, který bude kontrolovat management, nemůže být z povahy věci samo o sobě efektivní.

---

[24]"Indeed, portfolio theory tells us that the optimal portfolio for any investor is likely to be diversified across the securities of many firms. Since he holds the securities of many firms precisely to avoid having his wealth depend too much on any one firm, an individual security holder generally has no special interest in personally overseeing the detailed activities of any firm." Ibidem str. 4.

25 Tato vše se obecně týká kontroly odpovědnosti za porušení povinnosti při správě korporací viz. Čech, P. : Péče řádného hospodáře a povinnost loajality, Právní rozhledy 3/2007.

26 Po skandálu kolem společnosti Enron je sporná, zda je možné na něj příliš spoléhat. Resp. na tomto případu zle vidět, kam přílišné spoléhání na pravdivost zveřejňovaných informací může vést. Na druhou stranu právě tento skandál v roce 2001 vyvolal snahu po celém světě o zkvalitnění vynucování a normování těchto povinností.

Jak jsme již řekli a lehce rozebrali, český obchodní zákoník reguluje výplatu dividend tím, že podmiňuje rozhodnutí o vyplacení dividend schválením valnou hromadu. Ponechme stranou, že to formuje tak nešťastně, až to zmátlo i Nejvyšší soud. Racionální výklad je takový, že představenstvo na základě účetní závěrky rozhodne, že určitá část vlastního kapitálu bude rozdělena mezi akcionáře. Toto rozhodnutí pak musí přezkoumat dozorčí rada, schválit valná hromada, a případně může z tohoto zisku, určenému k rozdělení, vydělit část jako tantiémy představenstvu. Toto ovšem nelze považovat za všelék problémů. Pokud bude struktura vlastníku společnosti velmi rozptýlená, bude každý individuální akcionář trpět stejnými problémy jako u výše zmíněných kolektivních žalob, tedy bude mít nedostatek relevantních informací a nedostatek ekonomické motivace si takové informace zjišťovat, což pravděpodobně povede k tomu, že hlasovat vůbec nebude. V případě existence majoritního vlastníka naopak bude pravděpodobně představenstvo pod jeho kontrolou, tudíž tento systém zcela ztratí svůj nějaký význam. Spíše jen zvýši možnost zneužívání většiny ve společnosti.(viz dále).

Se striktními závěry v této oblasti musíme být opatrní, neboť se jedná o oblast poměrně nejasně zmapovanou. Navíc zde hrají značnou roli faktory neprávní, jako je struktura vlastnictví společnosti, likvidita a efektivnost kapitálových trhů, spolehlivost auditorského přezkumu. Nicméně můžeme říci, že velkou část problémů spojených s náklady zmocnění mezi manažery a vlastníky korporace v souvislosti s výplatou dividend skutečně vyřeší trhy (otázka, zda a jak se tomu děje v tuzemsku, je samozřejmě klíčová, ovšem její zodpovězení nemůže být předmětem této práce)[27] a nikoliv obchodněprávní pravidla. Naopak pro vyřešení (a tedy především prevenci) velkých skandálů, je nutné, aby obchodní právo normovalo jisté standardy, jež musí správce korporace zachovat při výplatě dividend.

České právo (stejně jako většina států) dovoluje akcionářům spolurozhodovat o dividendové politice. Dokonce se zdá, že může i představenstvu dávat pokyny k takovému rozhodování, což vyplívá z § 194 odst. 4 a stanoviska doktríny, že obchodním vedením se rozumí pouze tzv. day-to-day business, tedy nikoliv zásadní rozhodování o společnosti. Pokud si tento fakt spojíme s tím, že špatná dividendová politika může představovat náklady pro

27 Obávám se, že ani jakékoliv jiné práce podobného rozsahu. Neboť otázky s ní spojené jsou spíše právně-teoretické, možná až právně-filosofické (např. jak může právo suplovat nefunkčnost ekonomických nástrojů, apod.), že se odpovědi na ně mohou velmi marginálně lišit i u vysoce uznávaných odborníků.

společnost, vyjde nám z toho konstatování, že akcionáři mohou rozhodnout o vyplacení dividend v kterékoliv situaci, tedy i pokud to znamená velké náklady pro společnost, tudíž sice dostanou své peníze ihned, ovšem totéž rozhodnutí se negativně promítne do hodnoty akcií, jež drží. Toto finanční sebepoškozování samozřejmě není nic, čemu by právo mělo bránit, bylo by ovšem vhodné (a zcela v souladu s péčí řádného hospodáře), aby takovou informaci akcionářům management sdělil.

Ochrana věřitelů

Jak bylo výše řečeno, text nemá ambice se tímto tématem hlouběji zabývat. Proto pouze stručně. Důvodem, proč nelze tuto problematiku nezmínit, je právě odlišná role práva v regulaci nákladů zmocnění spojených s výplatou dividend v této oblasti (tedy vztahů mezi vlastníky a věřiteli) než v oblasti, které jsme se věnovali doposud. Jak jsme si ukázali, role tržních mechanismů hraje významnou roli v korigování oportunismu managementu, zatímco v této oblasti hraje hlavní roli právní regulace. [28] Pokud se omezíme na českou právní úpravu, ta vychází především z celé koncepce ochrany základního kapitálu a stanoví pravidla, kdy společnost nemůže vyplatit dividendy právě z důvodu poklesu vlastního kapitálu pod hranici základního kapitálu.[29] Z důvodu ochrany věřitelů například Nejvyšší soud v nedávném rozhodnutí rozhodl o nepoužitelnosti půlroku staré závěrky jako podklad pro rozhodnutí o výplatě dividend. [30]

Majorita vs. Minorita

V této oblasti vzniku nákladu zmocnění je role práva stejně jako u problému mezi vlastníky a věřiteli také velmi podstatná. Neboť tržní mechanismy zde z logicky věci můžou hrát pouze omezenou roli.[31] Z toho důvodu (v českém obchodním právu) hrají roli především

[28] Přesto je možné na tuto problematiku pohlížet i jinou perspektivou, tj. skrze konstatování, že podobné podmínky jako stanoví zákon (např. český obchodní zákoník) si může smluvit věřitel sám skrze smluvní ujednání.

[29] Tato úprava implementuje článek 15, ods. 1c) směrnice 77/91/EEC (Second company law directive), který zní: „The amount of a distribution to shareholders may not exceed the amount of the profits at the end of the last financial year plus any profits brought forward and sums drawn from reserves available for this purpose, less any losses brought forward and sums placed to reserve in accordance with the law or the statutes."

[30] sub. cit. 2.

[31] Pokud například by se management rozhodl dividendy vyplatit jen majoritě, která přirozeně bude ovládat takový management, bude to mít pravděpodobně vliv na cenu akcií, za předpokladu, že se o tom trh dozví, což

tři právní principy ovládající právo obchodních společností. A to princip rovnosti, princip loajality a princip zakazující zneužití většiny.[32] Princip rovnosti je navíc v tomto případě výslovně aplikován v odstavci 1 § 178 obchodního zákoníku, který stanoví, že výše dividendy se odvíjí od podílu akcionáře na základním kapitálu. Tento odstavec aplikován v souladu s principem rovnosti, pak stanoví pravidlo, že pokud se dividenda vyplácí, tak se vyplácí všem akcionářům, kdy jediné možné kriterium pro výši dividend jednotlivých akcionářů je právě poměr jmenovité hodnoty všech akcií jednotlivého akcionáře k jmenovité hodnotě akcií všech akcionářů. Princip loajality znamená, že minoritní akcionář má povinnost preferovat zájmy společnosti před zájmem svým. Jak bylo výše řečeno, nicméně pokládám za důležité to zopakovat, vyplácení dividend nemusí být a zdaleka není vždy rozhodnutí, jež je pro firmu prospěšné, ergo vyplácení dividend může znamenat zvýšení nákladů nebo zadlužení firmy (se všemi negativními aspekty, které sebou zvýšení poměru dluhu a equity nese). Tudíž pokud představenstvo ovládané majoritním akcionářem rozhodne (např. díky nutné potřebě takového akcionáře finančních prostředků nebo jeho prosté ignoraci ekonomických dopadů), minoritním akcionářům se sice dostanou do rukou reálné peníze, přesto všech tímto rozhodnutím klesne celková hodnota jejich majetku. Klasickým příkladem zneužití většiny je pak skutková podstata případu, o němž rozhodoval Nejvyšší soud v únoru 2010[33]. Zde nicméně soud z tohoto pohledu nepostupoval příliš šťastně, když dovozoval neplatnost takového usnesení valné hromady pro rozpor s §178 odstavcem 1 obchodního zákoníku, kde navíc vytvořil jakési judikatorní právní pravidlo, které zakazuje vyplacení tantiém bez souběžného vyplacení dividend. Kromě toho, že zde není podklad v zákoně pro jazykový výklad, nenacházíme zde ani racionální účel, proč by se § 178 měl takto vykládat.

Poznámka k rozlišení otevřených a uzavřených korporací

bude mít velmi nepříznivý vliv na minoritní akcionáře, jež se rozhodnout čelit takovým praktikám prodejem svých akcií.

[32] Podrobnější rozbor těchto principů nechme stranou. Stačí jen říci, že nejsou úplně heterogenní a že se v určitých oblastech nějakým způsobem překrývají. Viz např. rozhodnutí Nejvyššího soudu sp.zn. 29 Odo 1007/2005, které je sice doktrinálně řazeno(např. Čech, P.: Povinnost loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům in Pauknerová, M., Tomášek, M. et al.: Nové jevy v právu na počátku 21. století, část IV: Proměny soukromého práva. Karolinum. Praha, 2009.) jako klíčové rozhodnutí povinnosti loajality, nicméně se opírá o § 56a, tedy zákaz zneužití většiny.

[33] sub. cit. 1.

Otevřenými korporacemi rozumím takové, jejichž akcie se dají veřejně obchodovat, především na burzovních samo-regulovaných trzích. Takové korporace máme především na mysli, neboť pouze v takových mohou hrát trhy tu roli, o které byla řeč. U korporací, kde je velmi nízká likvidita podílu, bude situace v mnoha ohledech naprosto odlišná. Především zde bude mnohem větší poptávka po akciích, jež nějakým způsobem zaručují dividendu, neboť prakticky neexistuje jiný způsob, jak se akcionář může dostat k penězům. Dalším rozdílem je, že zde prakticky nebudou svoji regulační úlohu splňovat výše zmíněné trhy. Akcionář se tak musí spoléhat na právní regulaci, případně na schopnost věřitelů monitorovat management. V takových společnostech je pak minoritní akcionář prakticky bezbranný proti majoritnímu vlastníkovi v případě zadržování peněz ve společnosti a je nutné říci, že se zdá, že takovou situaci české právo zatím neumí nijak vyřešit.

Závěr

Nelze než zopakovat, že problematika výplaty dividend je složitá a vyžaduje syntézu finanční ekonomie, obchodního práva a daňového práva. V této práci jsem se snažil podat stručný úvod do dané problematiky s důraznějším akcentem na problematiku vztahů managementu a vlastníků společnosti v souvislosti s dividendovou politikou. Abychom mohli jasně říci, kde končí oprávněné (navíc lege artis) rozhodování o výplatě dividend a začíná zneužívání moci na úkor jiných subjektů vztahů spojených s obchodní společností, museli bychom přesně vědět, jaká je dobrá a špatná dividendová politika a jaké příčinné následky takové neoptimální dividendové rozhodnutí má, čili, které rozhodnutí poškozuje všechny akcionáře, které menšinové akcionáře a které věřitele. Nicméně vzhledem k tomu, že odpovědi na tyto otázky nejsou jednoznačné[34], nelze ani právní závěry činit jednoznačné.

Došli jsme k závěru, že racionální vyplacení dividend by mělo především řešit zvýšené náklady zmocnění v případech, kdy společnost má vysoké zisky a žádné investiční příležitosti. Dále jsme si ukázali, jak můžou akcionáři vynuceným rozhodnutím o výplatě dividend poškodit sami sebe, a zamysleli jsme se nad otázkou, zda se liší rozhodování o dividendách od jiných rozhodnutí, které činí management sám bez nutného souhlasu akcionářů. Ve stěžejní části práce jsme došli k závěru, že většinu nákladů zmocnění mezi vlastníky a managementem řeší fungující trhy, nikoliv právo.

[34] Nemůžeme ani vyloučit možnost, že tyto odpovědi nemohou být jednoznačné.

Přesto si myslím, že by (české) právo nemělo na úpravu dané problematiky z těchto důvodů rezignovat. Avšak namísto snahy celou problematiku vyřešit komplexně, by se měli zákonodárci a soudci snažit o pochopení ekonomického pozadí výplaty dividend a v návaznosti na to teprve produkovat pravidla (popř. specifikovat standardy), která budou především sledovat efektivitu chodu korporace (především tím, že budou snižovat náklady zmocnění tam, kde mimoprávní-ekonomické regulátory nestačí).

Seznam Literatury

Clark, Robert C. Corporate Law , Brown & Co.,Boston,1986 česky R. C. Clark: Firemní právo, Victoria Publishing, 1992

Čech, P.: Péče řádného hospodáře a povinnost loajality, Právní rozhledy 3/2007.

Čech, P.: Povinnost loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům in Pauknerová, M., Tomášek, M. et al.: Nové jevy v právu na počátku 21. století, část IV: Proměny soukromého práva. Karolinum. Praha, 2009.)

Černá, S., Čech, P.: Kde jsou hranice obchodního vedení? Právní fórum 11/2008, s. 455.

Easterbrook, F.H.: Two Agency-Cost Explanations of Dividends, in American Economic Review, 4/1984, str. 650-659. (Dostupné zde: http://www.ecsocman.edu.ru/data/803/126/1231/easterbrook_-_agencyx26dividends_1984.pdf)

Eugene F. Fama: Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy, 2/1980, str. 288-307. (Dostupný zde: http://www.jstor.org/pss/1837292)
Fischel, D.: The Law and Economics of Dividend Policy in Virginia law review, 4/1981, str. 699-726. (Dostupný zde: http://www.jstor.org/pss/1072758)

Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel: The Proper Role Of A Target's Management In Responding To A Tender Offer. Harvard Law Review, 6/1981: str. 1161-1206. (Dostupný zde: http://www.jstor.org/pss/1340753)

Hansmann, Henry and Kraakman, Reinier H., The End Of History For Corporate Law (Leden 2000). Yale Law School Working Paper No. 235. (Dostupný zde: http://ssrn.com/abstract=204528)

Kraakman, R., Davies, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Rock, E., The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, Oxford, 2004

Lasák, J.: Ve jménu korporace: derivativní žaloby vůči členům statutárního orgánu in Obchodněprávní revue, 3/2010

Lasák,J: Tahle země není pro slabý: vstupní hypotézy minimálního využití derivativních žalob in Obchodněprávní revue, 3/2011.

Mercuro,N., Medema,S.: Economics and the law: from Posner to post-modernism, Princeton : Princeton University Press, 1999.

Miller, M., Modigliani, F.: Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares, Journal of Business, 4/1961, str. 411-433. (Dostupné zde: http://www.jstor.org/pss/2351143)

Richter, T: Insolvenční právo, ASPI, Praha, 2008.

Richter, T: O logice a limitech korporačního práva: srovnávací pohled, Právní rozhledy 1/2009.

Victor Brudney: Dividends, Discretion, and Disclosure, in Virginia Law Review, 1/1980, str. 85-129. (Dostupné zde: http://www.jstor.org/pss/1072504)