

Vliv teorie zastoupení na teorii podnikových financí[#]

*Petr Marek**

Filozofové hledají svůj kámen mudrců již dlouho, podle některých ekonomů se nachází v teorii zastoupení (agency theory). Od první poloviny 70. let, kdy Ross (1973) a Jensen s Mecklingem (1976) publikovali své průkopnické práce, se tato teorie prosadila i v dalších vědeckých disciplínách: corporate governance (Williamson, 1988, McColgan, 2002, Solomon – Solomon, 2004), finance (Fama, 1980), management (Eisenhardt, 1985, 1989), marketing (Basu – Lal – Srinivasan – Staelin, 1985), pojišťovnictví (Spence – Zeckhauser, 1973), politologie (Keech, 1994), sociologie (Eccles, 1985), účetnictví (Demske a Feltham, 1978), a další. Teorie zastoupení se snaží odpovědět na otázku, jaké cíle mají jednotliví účastníci vztahu zastoupení, zda jsou tyto cíle ve vzájemném souladu nebo si naopak protirečící, a jakým způsobem tyto cíle ovlivňují jejich chování a jednotlivé ekonomické kategorie jako např. hodnotu společnosti.

Vedle přívrženců této teorie lze samozřejmě v literatuře nalézt i odpůrce. Za jednoho z nejzarytějších odpůrců lze jednoznačně označit Charlese Perrowa z Yale University, který považuje teorii zastoupení za „triviální, nehumánní, a dokonce nebezpečnou“ (Perrow, 1986, s. 235). Vztahy zastoupení lze podle něho jen velmi obtížně empiricky testovat, a navíc jen zřídka vysvětlují skutečné události.

Cíle článku lze rozdělit na dvě části. Za prvé, vysvětlit podstatu teorie zastoupení, ukázat příklady vztahu zastoupení a identifikovat jednotlivé složky nákladů zastoupení. Za druhé, ilustrovat vliv teorie zastoupení na teorii podnikových financí v oblasti stanovení hodnoty podniku, kapitálové struktury a dividendové politiky.

Podstata teorie zastoupení

Teoretická východiska

Teorie zastoupení vychází z nové institucionální ekonomické teorie, jejíž základy spadají do 30. let minulého století. Coase (1937) se zabýval otázkou, v čem spočívá podstata firmy, a odpověď našel v existenci transakčních nákladů. Firma je zakládána tehdy, když koordinace jednotlivých činností v rámci firmy přináší nižší náklady než sjednávání těchto činností na trhu. Tyto transakční náklady tak mají svým způsobem do určité míry povahu i později formulovaných nákladů zastoupení.

Třemi pojmy, o něž se dnes teorie zastoupení opírá, jsou asymetrické informace, morální hazard a nepříznivý výběr (Akerlof, 1970). Asymetrické informace (asymmetric information) vznikají tehdy, jestliže jedna strana kontraktu má mnohem lepší informace než druhá strana. Tato situace nastává na trhu ve většině případů. Nutno připomenout, že starší ekonomické teorie obvykle předpokládaly perfektní informace u všech smluvních stran. Existence asymetrie v informacích může mít za následek morální hazard (moral hazard), kdy strana s

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903.

* Doc. Ing. Petr Marek, CSc. – docent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <pema@vse.cz>.

horšími informacemi si nikdy nemůže být jista tím, zda druhá strana nevyužije (resp. nezneužije) tuto asymetrii ve svůj prospěch. Vzhledem k nedostatku informací potom mohou např. kupci zvolit při svém nákupu horší produkt, neboli provést nepríznivý výběr (adverse selection).

Vymezení vztahu zastoupení

Ross (1973, s. 134) definuje vztah zastoupení (agency relationship) jako vztah „mezi dvěma (či více) stranami, z nichž jedna strana, označená jako agent, jedná v zájmu, z pověření, nebo jako zástupce druhé strany označované jako principál.“ Tento vztah považuje za univerzální, vznikající při všech smluvních ujednáních. Jako příklad uvádí vztah mezi zaměstnavatelem (principál) a zaměstnancem (agent). Daleko rozšířenější definice vychází z práce Jensena a Mecklinga (1976, s. 309), kteří vztah zastoupení vymezují jako „vztah, kdy jedna nebo více osob (tzv. principálové) najímají jinou osobu nebo jiné osoby (tzv. agenty), aby spravovaly jejich záležitosti, což zahrnuje i delegování určité rozhodovací pravomoci na tyto agenty.“ Ve svém článku se zaměřují především na vztah mezi akcionáři (principály) a manažery (agenty).

V literatuře nejčastěji analyzované vztahy zastoupení jsou následující:

- Akcionář (principál) versus manažer (agent) – akcionáři si najímají manažery, aby spravovali jejich společný majetek vložený do společnosti, a svěřují jim pravomoc s tímto majetkem nakládat. Akcionáři očekávají, že manažeři budou jednat v jejich zájmu tak, aby došlo ke zvýšení jejich bohatství formou zhodnocení kapitálového podílu nebo ve formě podílu na zisku.
- Minoritní akcionář (principál) versus majoritní akcionář (agent) – pokud si minoritní akcionáři koupí akcii ve společnosti s majoritním vlastníkem, tak de facto svěřují svůj majetek majoritnímu akcionáři, neboť ten na základě svého kontrolního podílu rozhoduje jak o cílech společnosti tak o složení orgánů společnosti. Rovněž minoritní akcionáři očekávají, že majoritní akcionář bude přijímat taková rozhodnutí, jež povedou i ke zvýšení jejich bohatství.
- Věřitel (principál) versus dlužník (agent) – půjčením peněz věřitelé svěřují dlužníkům svůj majetek, který dlužníci mohou použít ke svému podnikání či k jinému účelu, dle svého nezávislého, popř. úvěrovou smlouvou podmíněného rozhodnutí. Věřitelé očekávají splacení dlužné částky v termínu a odměnu v podobě úroků.
- Zaměstnavatel (principál) versus zaměstnanec (agent) – zaměstnavatelé si najímají zaměstnance k vykonání určité práce, a k tomuto účelu jim svěřují majetek (stroje, zařízení, materiál, atd.). Zaměstnavatelé očekávají vykonání práce v odpovídající kvantitě i kvalitě.

K dalším nejčastěji rozebíraným vztahům patří vztah mezi pojišťovnou (principálem) a pojistníkem (agentem), pronajímatelem (principálem) a nájemcem (agentem), pacientem (principálem) a lékařem (agentem), voliči (principály) a poslanci (agenty), poslanci (principály) a vládou (agentem), vládou (principálem poskytujícím dotaci) a podnikatelem (agentem přijímajícím dotaci), atd. Z uvedeného přehledu ovšem vyplývá, že každá osoba se může dostat (a zpravidla se také dostává) v různých vztazích jak do pozice principála tak do pozice agenta. Dokonce v jednom a tom samém vztahu může být současně principálem i agentem.

Vymezení nákladů zastoupení

Na náklady zastoupení (agency costs) se můžeme dívat v užším a v širším pojetí. V užším pojetí se pod náklady zastoupení rozumí ztráty způsobené odchýlením se zájmů agenta od zájmů principála. Vznikají v zásadě ze čtyř příčin:

- podvodné jednání agenta, známé spíše pod pojmem tunelování,
- nadměrná spotřeba agenta,
- neschopnost agenta,
- lhostejnost agenta.

Podvodné jednání agentů může mít celou řadu forem, od těch nejviditelnějších až po ty nejdůmyslnější. K těm jednoduchým patří např. situace, kdy manažeři firmy jí vedle toho, že ji řídí a berou za to manažerský plat, fakturují navíc své poradenské služby, pochopitelně nikoli přímo na svůj vlastní účet ale na účet manželky, bratra, sestry popř. jiné přátelsky smýšlející osoby. Jiná forma tohoto jednání může spočívat v tom, že stejná stavební firma, která provádí stavební úpravy ve firmě, současně staví i nový rodinný domek pana generálního ředitele. Takto se samozřejmě dají z firmy vytunelovat jen menší částky. K úplnému vytunelování pak lze použít např. cyklický holding, vklad lukrativní části firmy do společného podniku, atd.

Mezi příklady nadměrné spotřeby agentů lze zařadit např. používání luxusních limuzín místo obyčejných Octavií nebo realizaci podnikového školení nikoli v Praze ale třeba na Kanárských ostrovech byť se stejnými dopady. Přesněji řečeno, za nadměrnou spotřebu agentů se chápe veškerá jejich spotřeba, jež nesouvisí bezprostředně s výkonem jejich činnosti. Z toho plyne, že do této nadměrné spotřeby nelze zahrnout manažerský plat odpovídající skutečně odvedené práci.

Rozdíl v tržní hodnotě podniku, kterou je schopen dosáhnout schopný agent a kterou přináší agent neschopný, představuje rovněž náklady zastoupení vzniklé neschopností agenta. Chtěl bych zdůraznit, že neschopnost a lhostejnost agenta není jedno a totéž. Můžeme mít totiž na jedné straně agenta vysoce schopného ale k hospodářským výsledkům podniku lhotejného, a na straně druhé agenta sice neschopného ale neuvěřitelně aktivního. Potom ovšem vzniká otázka, který z těchto dvou agentů je v konečném součtu pro podnik horší.

V širším pojetí se za náklady zastoupení považují veškeré náklady vznikající v důsledku existence vztahu zastoupení (Jensen – Meckling, 1976, s. 310) a tvoří součet monitorovacích nákladů (monitoring expenditures), motivačních či vázacích nákladů (bonding expenditures) a reziduálních nákladů (residual loss).

Existence nákladů zastoupení samozřejmě není v zájmu principálů a ti se proto snaží působit na své agenty takovým způsobem, aby tyto náklady vykazovaly co nejnižší hodnotu. Pro tyto účely mají k dispozici v podstatě dva druhy nástrojů: monitorovací a motivační. Monitorovací instrumenty zavádí do vztahu mezi principálem a agentem kontrolní mechanismy, které spočívají např. v auditu nebo v pravidelném zveřejňování informací o činnosti agentů ve prospěch podniku. Příkladem monitorovacích nákladů jsou tak např. náklady na audit. Motivační instrumenty (včetně instrumentů sankčních) mají zajistit, aby agenti byli motivováni nejednat proti zájmu nic netušících principálů a v případě, že by tak učinili, aby se majitelé mohli prostřednictvím sankcí aspoň částečně kompenzovat. Příkladem těchto nákladů jsou náklady spojené s poskytováním akciových opcí manažerům. Reziduální náklady svoji povahou odpovídají již dříve uvedenému užšímu pojetí nákladů zastoupení jako

ztrát způsobených odchýlením se zájmů agenta od zájmů principála. Firma by se proto měla snažit pomocí monitorovacích a motivačních nákladů snížit třetí složku nákladů zastoupení, a to reziduální ztrátu.

Vliv teorie zastoupení na teorii podnikových financí

Přínos teorie zastoupení ke stanovení tržní hodnoty podniku

Na následujících grafech bude demonstrován vliv nákladů zastoupení na výši tržní hodnoty společnosti. K tomuto účelu bude využit zjednodušený mikroekonomický model vycházející z teorie spotřebitelského výběru. Spotřebitele v tomto modelu bude představovat agent spotřebovávající dva statky: tržní hodnotu společnosti, jež řídí, jako vyjádření celospolečenského uznání své práce a náklady zastoupení. U indifferenčních křivek agentů, za předpokladu jejich racionálního chování, není důvod neuvažovat monotónnost preferencí a tedy i negativní sklon křivek.

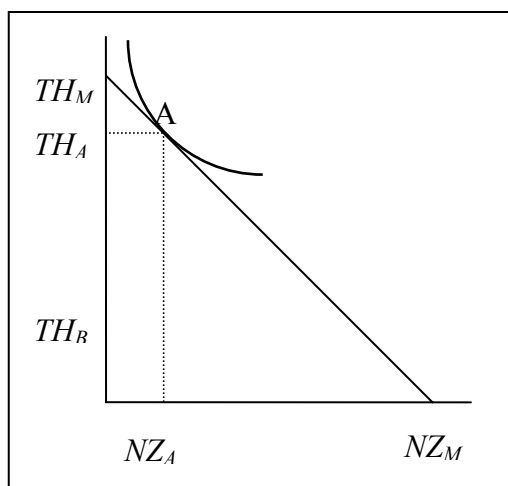
Podívejme se nyní na Obrázek č. 1. Na svislé ose budeme nanášet tržní hodnotu společnosti počítanou pomocí metody diskontovaných peněžních toků, na vodorovné ose budeme zobrazovat hodnotu nákladů zastoupení. Bod TH_M představuje maximální možnou tržní hodnotu společnosti, bod NZ_M maximální možnou hodnotu nákladů zastoupení. Jelikož na jakékoli společnosti nelze prohospodařit více než celou její tržní hodnotu, musí platit, že

$$TH_M = NZ_M, \quad (1)$$

kde TH_M = maximální možná tržní hodnota společnosti,
 NZ_M = maximální možná hodnota nákladů zastoupení.

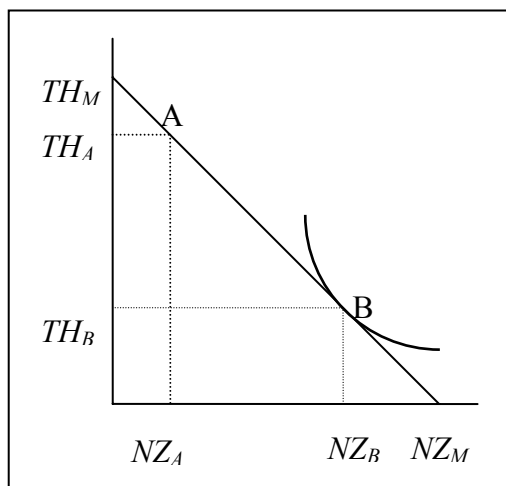
Současně úsečka TH_MNZ_M bude představovat rozpočtové omezení podniku, tj. maximální možnou spotřebu jakékoli kombinace obou dvou statků. Bod optimální spotřeby se následně bude nacházet v bodě A, tj. v bodě, ve kterém se rozpočtová přímka bude dotýkat nejvyšší indifferenční křivky a stane se její tečnou. V našem případě předpokládáme jen jakési minimální náklady zastoupení NZ_A , které povedou k poklesu tržní hodnoty společnosti na úroveň TH_A .

Obr. 1:



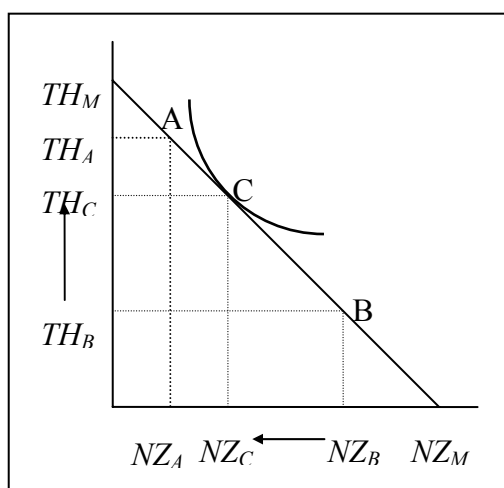
Co se však stane s tržní hodnotou společnosti, pokud bude mít náš agent odlišné indiferenční křivky a v jejich důsledku dojde i k posunu optimálního bodu výběru na rozpočtové přímce směrem jihovýchodním z bodu A na bod B (viz Obrázek č. 2)? Odpověď: tržní hodnota společnosti poklesne z TH_A na TH_B a náklady zastoupení vzrostou z úrovně NZ_A na NZ_B .

Obr. 2:



A právě rozdíl mezi TH_A a TH_B je to, co zajímá všechny finanční spekulanty na trhu. Proč by měl kdokoli kupovat podnik za hodnotu maximální TH_M nebo za hodnotu danou při minimálních nákladech zastoupení TH_A ? Jaký by to mělo pro investora smysl? Vždyť by akorát směnil jedny aktiva za jiná aktiva, a to za aktiva o stejné hodnotě, s menší likvidností a s větším rizikem. Takovýto nákup by měl smysl pouze tehdy, jestliže bychom připojením akvizovaného podniku k jinému podniku dosáhli dodatečného tzv. synergického efektu (např. z důvodů úspor režijních nákladů na jednotku produkce). Ale pokud máme možnost koupit si dnes podnik za TH_B , poté je to obrovská příležitost, jejíž nevyužití by bylo vyloženě trestuhodné. Po realizaci nákupu máme v podstatě dvě možnosti. Za první, vyměníme dosavadní agenty za nové, kteří budou spotřebovávat náklady zastoupení pouze na úrovni C (viz Obrázek č. 3) a my vyděláme následně na přírůstku tržní hodnoty z TH_B na TH_C . Za druhé, budeme sami spotřebovávat náklady zastoupení jako rozhodující vlastníci místo dosavadních manažerů.

Obr. 3:



Konečně za ukázkový příklad realizace nákupu podniků motivovaného vysokými náklady zastoupení můžeme považovat tzv. třetí vlnu privatizace. Bankovní investiční fondy, jež se staly předmětem útoku finančních žraloků, vykazovaly vysoké diskonty, což signalizovalo i existenci vysokých nákladů zastoupení. Následně se podařilo skupině investorů dosáhnout ve většině atakovaných fondů významného či dokonce rozhodujícího podílu na majetku. V dalším kroku potom akvizitoři takto ukořistěné fondy buď prodali původním zakladatelům či sami začali spotřebovávat místo nich náklady zastoupení.

Vliv teorie zastoupení na hodnotu akcie v držení minoritního a majoritního akcionáře

Náklady zastoupení můžeme rovněž použít k vysvětlení rozdílu v tržní hodnotě akcie o stejném druhu a stejné jmenovité hodnotě pro minoritního a pro majoritního akcionáře. Vysvětlíme si to ve vztahu k příkladu zobrazeného v Obrázku č. 3.

Pro minoritního akcionáře je tržní hodnota akcie THA_{MIN} dána velikostí TH_B připadající na jednu akcii:

$$THA_{MIN} = \frac{TH_B}{Pa}, \quad (2)$$

kde THA_{MIN} = tržní hodnota akcie minoritního akcionáře,
 TH_B = tržní kapitalizace,
= tržní cena akcie · počet akcií,
 PA = počet všech akcií v oběhu.

Pro majoritního akcionáře bude tržní hodnota akcie odpovídat součtu TH_B připadající na jednu akcii a nákladů zastoupení, jež sám spotřebovává a jež lze zpeněžit, připadající na jím vlastněné akcie. Zpeněžitelné náklady zastoupení tvoří především náklady vyvolané podvodným jednáním či nadspotřebou – nový vlastník může sám tyto náklady spotřebovávat. Zatímco naopak náklady způsobené neschopností a lhostejností lze považovat za zpeněžitelné jen velmi obtížně. Dále si musíme uvědomit, že majoritní akcionář není v podniku jediným agentem, který spotřebovává náklady zastoupení. Vedle něho jsou to především manažeri, ale i např. zaměstnanci, pakliže rozkrádají podnikový materiál, nevyužívají pracovní dobu jen k práci či jsou lhostejní k tomu, zda vyrobí dobrý výrobek nebo zmetek. Z tohoto hlediska pak můžeme celkové náklady zastoupení v podniku vyjádřit následovně:

$$THA_{MAJ} = \frac{TH_B}{Pa} + \frac{NZ_{MAJ}}{Pa_{MAJ}}, \quad (3)$$

kde NZ = celková výše nákladů zastoupení v podniku,
 NZ_P = zpeněžitelné náklady zastoupení spotřebovované majoritním akcionářem,
 NZ_{NP} = nezpeněžitelné náklady zastoupení spotřebovované majoritním akcionářem,
 NZ_{MAN} = náklady zastoupení spotřebovované managementem,
 NZ_{ZAM} = náklady zastoupení spotřebovované zaměstnanci,
 NZ_{OST} = náklady zastoupení spotřebovované ostatními subjekty.

Vzorec pro výpočet tržní hodnoty akcie vlastněné majoritním akcionářem bude vypadat takto:¹

$$THA_{MAJ} = \frac{TH_B}{Pa} + \frac{NZ_{MAJ}}{Pa_{MAJ}}, \quad (4)$$

kde THA_{MAJ} = tržní hodnota akcie majoritního akcionáře,
 NZ_{MAJ} = náklady zastoupení spotřebovávané majoritním akcionářem,
 Pa_{MAJ} = náklady zastoupení spotřebovávané majoritním akcionářem.

Přínos teorie zastoupení k teorii kapitálové struktury

Vlivem vztahu zastoupení na kapitálovou strukturu se zabývali na prvním místě Jensen a Meckling (1976) a Jensen (1986), kteří argumentují tím, že existence dluhu představuje vázací mechanismus pro firemní manažery. Emisí dluhu, spíše než výplatou dividend, jsou manažeri nuceni dosáhnout v budoucnu vysokých peněžních toků. Jinými slovy, dluh plní disciplinární roli, která nutí manažery, aby přijímali co nejefektivnější rozhodnutí.

Lang, Ofek a Stulz (1996) shledali inverzní vztah mezi růstem a zadlužeností u firem s nízkým Tobinovým Q, tj. u firem s nízkými investičními příležitostmi a chudými výsledky, což je podle nich důkaz o tom, že dluh skutečně plní svoji disciplinární úlohu.

Přínos teorie zastoupení k dividendové teorii

Jak ukazují analýzy Easterbrooka (1984) a Jensena (1986) vyšší dividendy mohou snižovat náklady zastoupení. Jelikož akcionáři nemohou dokonale monitorovat činnost manažerů, mohou manažeri přijímat rozhodnutí, která nebudou plně v zájmu investorů. Vyšší dividendy vyžadují vyšší manažerskou disciplínu.

Z podobných hledisek vychází i Rozeff (1982), který s využitím teorie zastoupení vytvořil model optimální dividendové politiky. Tento model je založen na třech základních faktorech. Za prvé, firma se snaží minimalizovat náklady spojené s externím financováním. Tato snaha vede k výplatě nízkých dividend, neboť v opačném případě by došlo ke snížení interního kapitálu, a to za předpokladu neměnnosti investičních rozhodnutí by mělo za následek i vyšší požadavky na externí finanční zdroje. Za druhé, firma se současně snaží minimalizovat náklady zastoupení. Vyšší dividendy snižují potřebu těchto informací a tudíž i náklady na jejich získání, protože jednak už management nemá k dispozici tolik prostředků, aby je mohl prohospodařit, a jednak potencionální kapitálové výnosy jsou menší, a proto i riziko s nimi spojené je nižší. Za třetí, vyšší úroveň zadlužení firmy bude vyvolávat potřebu vyšších fixních plateb a odtud i nižších dividend. Optimální dividendová politika bude potom taková politika, jež při zohlednění zadluženosti firmy bude minimalizovat součet nákladů spojených s externím financováním a nákladů zastoupení.

Česká odborná literatura věnovaná teorii zastoupení

V české odborné literatuře se rovněž objevuje stále více zastánců této teorie. V podstatě se dá říci, že více a více problémů se autoři snaží řešit na základě analýzy vztahu mezi principálem a agentem (viz např. Turnovec, 2000). Nejvíce se tato analýza dotýká hodnocení

¹ Pro zjednodušení předpokládám, že společnost emitovala pouze jeden druh akcií o stejné jmenovité hodnotě.

výsledků privatizace (Kapička, 2000), dále je rozvíjena v rámci bankovníctví (Frait, 2002), problematiky bankrotu (Hlaváček – Hlaváček, 2004), corporate governance (Marek, 2004), daňové problematiky (Klazar, 2006, Kraus, 2006), dividendové politiky (Marek (2000), pojišťovnictví (Daňhel, 2002), poskytování dotací (Hlaváček – Hlaváček, 2006), účetnictví (Procházka, 2007), vztahu mezi věřitelem a dlužníkem (Janda 2003, 2006) nebo zdravotní péče (Krabec, 2005). Pokusem o kvantifikaci nákladů zastoupení je pokus Kaisera (2004) založený na konceptu „perfektní firmy“, tj. firmy, která v daném místě a čase využívá své zdroje maximálně efektivním způsobem. Náklady zastoupení jsou zde určovány jako rozdíl hodnoty perfektní firmy v bodě optimálního zadlužení a skutečné hodnoty reálné firmy při daném zadlužení po odečtení nákladů finanční tísně.

Závěr

Každý vztah mezi dvěma (či více osobami), kdy jedna či více osob najímají (pověřují, zmocňují) jinou osobu či jiné osoby k určité činnosti, přináší sebou možnost konfliktu. Teoretickým rozbořením daného problému můžeme identifikovat příčiny konfliktu, navrhnout řešení, zefektivnit jednání principála a zvýšit jeho užitek. A právě proto je teorii zastoupení věnována tak silná pozornost v odborné literatuře.

Literatura

- [1] Akerlof, G. A. (1970): *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, roč. 84, č. 3, s. 488-500.
- [2] Basu, A. K. – Lal, R. – Srinivasan, V. – Staelin, R. (1985): *Salesforce Compensation Plans: An Agency Theoretic Perspective*. Marketing Science, 1985, roč. 4, č. 4, s. 267-291.
- [3] Coase, R. H. (1937): *The Nature of the Firm*. Economica, 1937, roč. 4, č. 16, s. 386-405.
- [4] Daňhel, J. (2002): *K problému asymetrie informací v pojišťovnictví*. Politická ekonomie, 2002, roč. 50, č. 6, s. 809-813.
- [5] Demski, J. S. – Feltham, G. A. (1978): *Economic Incentives in Budgetary Control Systems*. The Accounting Review, 1978, roč. 53, č. 2, s. 336-359.
- [6] Easterbrook, F. (1984): *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*. American Economic Review, 1984, roč. 74, č. 4 s. 650-659.
- [7] Eccles, R. (1985): *Transfer pricing as a problem of agency*. In Pratt, J. – Zeckhauser, R. (eds.): *Principals and agents: The structure of business*. Boston, Harvard Business School Press, 1985, s. 151-186.
- [8] Eisenhardt, K. M. (1985): *Control: Organizational and Economic Approaches*. Management Science, 1985, roč. 31, č. 2, s. 134-139.
- [9] Eisenhardt, K. M. (1989): *Agency Theory: An Assessment and Review*. The Academy of Management Review, 1989, roč. 14, č. 1, s. 57-74.
- [10] Fama, E. F. (1980): *Agency Problems and the Theory of the Firm*. The Journal of Political Economy, 1980, roč. 88, č. 2, s. 288-307.
- [11] Frait, J. (2002): *Morální hazard a výstup z bankovního sektoru*. Finance a úvěr, 2002, roč. 52, č. 2, pp. 102-104.

- [12] Hlaváček, J. – Hlaváček, M. (2004) *Ekonomická iracionalita donátora plynoucí z nedůvěry k příjemci dotace*. Finance a úvěr, 2004, roč. 54, č. 2, s. 138-154.
- [13] Hlaváček, J. – Hlaváček, M. (2006): *“Principal – Agent” Problem in the Context of the Economic Survival*. Acta Oeconomica Pragensia, 2006, roč. 14, č. 3, s. 18-33.
- [14] Janda, K. (2003): *Credit guarantees in a credit market with adverse selection*. Prague Economic Papers, 2003, roč. 12, č. 4, s. 331-349.
- [15] Janda, K. (2006): *Agency Theory Approach to the Contracting between Lender and Borrower*. Acta Oeconomica Pragensia, 2006, roč. 14, č. 3, s. 34-47.
- [16] Jensen, M. (1986): *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. American Economic Review, 1986, roč. 76, č. 2, s. 323-329.
- [17] Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 1976, roč. 3, č. 4, s. 305-360.
- [18] Kaiser, L. (2004): *Problém nákladů zastoupení z pohledu minoritního akcionáře* Acta Oeconomica Pragensia, 2004, roč. 12, č. 6, s. 56-65.
- [19] Kapička, M. (2000): *Jaké jsou náklady a výnosy privatizace?* Politická ekonomie, 2002, roč. 48, č. 2, s. 201-214.
- [20] Keech, W. R. (1994): *Economic politics: The costs of democracy*. Cambridge, Cambridge University Press, 1994.
- [21] Klazar, S. (2006): *Tax revenue prediction under condition of imperfect control over tax-collecting authority*. Acta Oeconomica Pragensia, 2006, roč. 14, č. 3, s. 48-62.
- [22] Krabec, T. (2005): *Institucionální pohled na systémy zdravotní péče*. Politická ekonomie, 2005, roč. 53, č. 5, s. 609-616.
- [23] Kraus, P. (2006): *Impact of Taxes and Agency Costs on Dividend Policy*. Acta Oeconomica Pragensia, 2006, roč. 14, č. 3, s. 63-72.
- [24] Lang, L. H. P. – Ofek, E. – Stulz, R. M. (1996): *Leverage, Investment and Firm Growth*. Journal of Financial Economics, 1996, roč. 40, č. 1, s. 3-29.
- [25] Marek, P. (2000): *Rozdělování hospodářského výsledku a dividendová politika*. Praha, Ekopress, 2000.
- [26] Marek, P. (2004): *Corporate Governance and Agency Theory*. Acta Oeconomica Pragensia, 2004, roč. 12, č. 5, s. 9-18.
- [27] McColgan, P. (2002): *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. [on-line], University of Strathclyde, Working Paper, c2002. [cit. 30. 4. 2007], <<http://accfinweb.account.strath.ac.uk/wps/journal.pdf>>.
- [28] Perrow, C. B. (1986): *Complex Organizations*. New York, Random House, 1986.
- [29] Procházka, D. (2007): *Účetnictví pohledem institucionální ekonomie*. Český finanční a účetní časopis, 2007, roč. 2, č. 1, s. 11-29.
- [30] Ross, S. A. (1973): *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. The American Economic Review, 1973, roč. 63, č. 2, s. 134-139.
- [31] Rozeff, M. (1982): *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*. Journal of Financial Research, 1982, roč. 5, č. 3, s. 249-259.

- [32] Solomon, J. – Solomon, A. (2004): *Corporate Governance and Accountability*. New York, Wiley, 2004.
- [33] Spence, M. – Zeckhauser, R. (1971): *Insurance, Information, and Individual Action*. The American Economic Review, 1971, roč. 61, č. 2, s. 380-387.
- [34] Turnovec, F. (2000): *Who Are the Principals and Who Are the Agents? A Leontief – type Model of Ownership Structures*. Finance a úvěr, 2000, roč. 50, č. 11, s. 648-650.
- [35] Williamson, O. E. (1988): *Corporate Finance and Corporate Governance*. The Journal of Finance, 1988, roč. 43, č. 3, s. 567-591.

Vliv teorie zastoupení na teorii podnikových financí.

Petr Marek

ABSTRAKT

Teorie zastoupení se v literatuře poprvé objevila v 70. letech v dílech Rosse (1973) a Jensena s Mecklingem (1976). Jejimi východisky byly transakční náklady, asymetrické informace, morální hazard a nepříznivý výběr. Postupně se tato teorie prosadila nejen v ekonomických vědeckých disciplínách, ale např. i v sociologii a politologii. Z hlediska financí podniku se jako nejdůležitější pro rozvoj této disciplíny jeví vliv nákladů zastoupení na tržní hodnotu firmy. Významné místo má tato teorie i při vysvětlování optimální kapitálové struktury a dividendové politiky. Rovněž v české odborné literatuře se objevuje stále více zastánců této teorie.

Klíčová slova: Teorie zastoupení; Teorie podnikových financí; Náklady zastoupení.

Agency theory and Its Impact on Corporate Finance Theory

ABSTRACT

Agency theory for the first time appeared in literature in 70s years at the works of Ross (1973), Jensen and Meckling (1976). Their starting points were transaction costs, asymmetric information, moral hazard and adverse selection. This theory gradually enforced not only in economic scientific disciplines but even in sociology and politics. From point of the view of corporate finance is the most important for the development of the discipline impact of agency costs on market value of firm. The theory has significant place in the explanation of optimal capital structure and dividend policy. Increasingly more and more representatives is appearing in the Czech scientific literature as well.

Key words: Agency theory; Corporate finance theory; Agency costs.

JEL classification: G30.