

Marcin Piasecki

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów
Przedsiębiorstw
marcin.piasecki@ue.poznan.pl

JAKOŚĆ SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH A STRUKTURA WŁASNOŚCI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Streszczenie: Celem artykułu było zbadanie, czy istnieje zależność pomiędzy strukturą własności a jakością sprawozdań finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. W badaniu została przeprowadzona analiza regresji panelowej, obejmująca 88 spółek notowanych na GPW w Warszawie z uwzględnieniem danych finansowych z lat 2006–2012. Otrzymane wyniki wykazały, że wielkość spółki istotnie wpływa na zależność pomiędzy udziałem menedżerów w strukturze własności a jakością sprawozdań finansowych, przy czym zależność ta jest negatywna – wraz ze wzrostem rozmiarów spółki menedżerowie w mniejszym stopniu kształtują wyniki finansowe.

Słowa kluczowe: jakość sprawozdań finansowych, struktura własności, teoria agencji.

Klasyfikacja JEL: G32, G14.

FINANCIAL REPORTING QUALITY AND OWNERSHIP STRUCTURE IN COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: The article investigates whether there is a relationship between financial reporting quality and ownership structure in companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Panel regression including 88 companies with their financial data from 2006–2012 was conducted to examine the relationship. The results indicate that the size of a company has a considerable impact on the relationship between financial

reporting quality and ownership structure. This relationship is negative – as the size of a company increases, manager influence on financial statements tends to decrease.

Keywords: financial reporting quality, ownership structure, agency theory.

Wstęp

Współczesne teorie przedsiębiorstwa, w porównaniu z teorią neoklasyczną, dostrzegają problem niedoskonałości informacyjnej na rynku. Istotnym czynnikiem wpływającym na efektywność decyzji przedsiębiorstwa jest asymetria informacji. Jej istnienie, prócz niedoskonałości rynkowych, wynika również ze struktury i charakteru kontraktów zawieranych przez przedsiębiorstwo z otoczeniem oraz z separacji własności i kontroli (Gruszecki, 2002).

W literaturze przedmiotu coraz częściej są podejmowane badania z zakresu wpływu separacji własności i kontroli na jakość sprawozdań finansowych (Reyna, 2012; Alves, 2012; Cornett, Marcus i Tehranian, 2008). W ramach niniejszego artykułu jakość sprawozdań finansowych jest rozpatrywana poprzez pryzmat kształtowania wyników finansowych przez menedżerów (*earnings management*) (Wójtowicz, 2010).

W teorii agencji przedsiębiorstwo jest postrzegane jako sieć kontraktów zawartych pomiędzy różnymi grupami interesariuszy, przy czym każda z tych grup posiada rozbieżne, a nawet sprzeczne cele (Jensen i Meckling, 1976). Jedną z istotnych grup interesariuszy są akcjonariusze spółki. Akcjonariusze spółek giełdowych nie stanowią jednolitej grupy. Są zróżnicowani pod względem oczekiwań, postaw aktywności, udziału we własności kapitału spółki (Szewc-Rogalska, 2006).

W ramach wspomnianej wcześniej teorii agencji jednym z podstawowych konfliktów interesów, który został wyróżniony przez Jensen i Meckling (1976), jest konflikt pomiędzy właścicielami a menedżerami. Konflikt interesów pomiędzy właścicielem a menedżerem wynika z odmiennego sposobu pojmowania korzyści. Korzyści właściciela są utożsamiane z wartością przedsiębiorstwa, natomiast menedżerowie mogą podejmować niewidoczne z zewnątrz działania w swoim własnym interesie, nie kierując się maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy. Aby ograniczyć skutki konfliktu agencji, akcjonariusze ponoszą koszty agencji, które obejmują wszystkie koszty związane z motywowaniem menedżerów do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a nie do działania w swoim własnym interesie. Przyczyny powstawania tych kosztów należy upatrywać w asymetrii informacji (Kubiak, 2013). Negatywnym skutkiem

występowania konfliktu agencji można przeciwdziałać, stosując odpowiednie systemy zarządzania ułatwiające nadzór i kontrolę, systemy motywacyjne, a także przekazując części udziałów.

Szeroko rozumiana struktura własności decyduje o formie kontroli nad przedsiębiorstwem. W ramach analizy formy kontroli nad przedsiębiorstwem następuje identyfikacja rodzajów i rozmiarów konfliktów między grupami akcjonariuszy. Struktura własności przedsiębiorstw nie jest jednolita, zależy od wielu czynników, takich jak wielkość, forma organizacyjna oraz obowiązujące przepisy prawne. Przez strukturę własności rozumie się charakterystykę wysokości udziałów skupionych w rękach określonych grup akcjonariuszy.

Dotychczasowe badania nad wpływem struktury własności na jakość sprawozdań finansowych nie dają jednoznacznych rezultatów. Jedno z podejść zakłada, że pomiędzy udziałem menedżerów w strukturze własności a jakością sprawozdań finansowych zachodzi pozytywna relacja (Warfield, Wild J. i Wild K., 1995; Alves, 2012). Badania Alves (2012) na próbie 34 niefinansowych portugalskich spółek, będących przedmiotem badań w latach 2002–2007, dowiodły, że wzrost udziału menedżerów w strukturze własności oraz koncentracja własności zwiększają jakość sprawozdań finansowych. Natomiast inni badacze wskazują, że wraz ze wzrostem udziału menedżerów w strukturze własności spada jakość sprawozdań finansowych (Reyna, 2012; Al-Fayoumi, Abuzayed i Alexander, 2010; Yeo, Tan, Ho i Chen, 2002). Menedżerowie posiadający udziały w spółce nadal mogą przedkładać własne cele nad bogactwo akcjonariuszy. Badania przeprowadzone przez Reyna (2012) na 90 meksykańskich spółkach w latach 2005–2009, potwierdzają występowanie istotnej zależności pomiędzy strukturą własności, jakością sprawozdań finansowych oraz szansami rozwoju spółki. Badania wykazały, że spółki rodzinne, cechujące się dużym potencjałem wzrostu, kształtują wyniki finansowe. Al-Fayoumi i in. (2010) również wskazują, na podstawie badań przeprowadzonych na danych finansowych jordańskich spółek z okresu 2001–2005, że wraz ze wzrostem udziału menedżerów w strukturze własności spada jakość sprawozdań finansowych.

Jakość sprawozdań finansowych jest również rozpatrywana w kontekście udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności. W literaturze przedmiotu można wyróżnić dwie hipotezy odnoszące się do wspomnianego zagadnienia. Pierwsza zakłada, że udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności hamuje działania menedżerów w zakresie kształtowania wyników finansowych (Cornett i in., 2008; Almazan, Hartzell i Starks, 2005). Cornett i in. (2008) na próbie 100 spółek z indeksu S&P 100, analizując

dane z lat 1994–2003, dowodzą, że istnieje pozytywna relacja pomiędzy jakością sprawozdania finansowego a udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności. Natomiast druga z hipotez dowodzi, że inwestorzy instytucjonalni nie biorą aktywnej roli w monitorowaniu działalności menedżerów ze względu na traktowanie udziałów w spółce jako inwestycji, z której w każdym momencie można się wycofać (Claessens i Fan, 2002). Badacze wspierający tę hipotezę argumentują, że inwestorzy instytucjonalni koncentrują się na krótkoterminowych wynikach spółek i mogą wywierać nacisk na menedżerów w celu realizacji oczekiwań akcjonariuszy. Może to skutkować pewnym przyzwoleniem inwestorów instytucjonalnych na kształtowanie wyników finansowych przez menedżerów (Porter, 1992; Koh, 2003).

Literatura przedmiotu wskazuje, że decyzje menedżerów odnośnie do kształtowania wyników finansowych są również uzależnione od wielkości spółki. Al-Fayoumi i in. (2010) oraz Ali, Salleh i Hassan (2008) dowodzą, że menedżerowie dużych spółek, które cieszą się zainteresowaniem inwestorów, mają skłonności do kształtowania wyników finansowych. Z drugiej strony Ashari, Koh, Tan i Wong (1994) sugerują, że większe spółki są zazwyczaj bardziej szczegółowo analizowane przez analityków giełdowych oraz inwestorów, w związku z tym menedżerowie mają mniejszą pokusę kształtowania wyników.

Na podstawie przeprowadzonych studiów literatury zbadano zależność pomiędzy strukturą własności a jakością sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Podstawowym celem niniejszego opracowania jest określenie, czy, a jeśli tak, to w jaki sposób struktura własności wpływa na jakość sprawozdań finansowych. Jednocześnie wspomnianą relację zbadano z perspektywy wielkości spółki. Na potrzeby niniejszego artykułu sformułowano cztery hipotezy:

1. H1: Przedsiębiorstwa o wyższym udziale insiderów w strukturze własności cechują się niższą jakością sprawozdań finansowych.
2. H2: Przedsiębiorstwa o wyższym udziale inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności cechują się wyższą jakością sprawozdań finansowych.
3. H3: Relacja pomiędzy udziałem insiderów w strukturze własności a jakością sprawozdań finansowych jest uzależniona od wielkości spółki.
4. H4: Relacja pomiędzy udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności a jakością sprawozdań finansowych jest uzależniona od wielkości spółki.

W celu pomiaru jakości sprawozdań finansowych posłużono się miernikiem wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (*discretionary*

accruals). W ramach przeprowadzanego badania do szacowania wielkości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych wykorzystano zmodyfikowany model Jones (Dechow, Sloan i Sweeney, 1995).

1. Źródła danych i metody badawcze

Próba badawcza obejmowała spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które posiadały główną siedzibę na terenie Polski. Badaniem objęto lata 2006–2012. Źródłem danych była baza danych Notoria Serwis, Amadeus oraz Capital IQ firmy Standard&Poors.

W celu weryfikacji przyjętych czterech hipotez wykorzystano modele regresji panelowej z efektami stałymi:

$$\text{H1:} \quad \text{FRQ}_{DA_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSIDER}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,p} \quad (1)$$

$$\text{H2:} \quad \text{FRQ}_{DA_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,p} \quad (2)$$

$$\text{H3:} \quad \text{FRQ}_{DA_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSIDER}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} \times \text{INSIDER}_{i,t} + \varepsilon_{i,p} \quad (3)$$

$$\text{H4:} \quad \text{FRQ}_{DA_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} \times \text{INST}_{i,t} + \varepsilon_{i,p} \quad (4)$$

gdzie:

- $\text{FRQ}_{DA_{i,t}}$ – jakość sprawozdania finansowego mierzona jako wartość bezwzględna zmiennej *DA* spółki w danym roku,
- $\text{INSIDER}_{i,t}$ – udział menedżerów w strukturze własności spółki w danym roku,
- $\text{INST}_{i,t}$ – udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności spółki w danym roku,
- $\text{SIZE}_{i,t}$ – logarytm naturalny z wartości aktywów całkowitych spółki w danym roku,
- $\text{LEV}_{i,t}$ – udział zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych w aktywach całkowitych spółki w danym roku,

$ROE_{i,t}$ – relacja zysku/straty netto do wartości kapitałów własnych spółki w danym roku,

$GROWTH_{i,t}$ – zmiana przychodów netto ze sprzedaży spółki rok do roku.

Jak wspomniano wcześniej, jakość sprawozdań finansowych jest rozpatrywana poprzez pryzmat kształtowania wyników finansowych przez menedżerów. Wójtowicz (2010) wyróżnia dwa typy kształtowania wyników: realne (*real earnings management*) oraz memoriałowe (*accrual-based earnings management*). W literaturze przedmiotu nie ma powszechnie akceptowanej miary pozwalającej w dokładny sposób oszacować wartość poszczególnych pozycji sprawozdania ukształtowanych w sposób zamierzony przez menedżerów. Znaczna część dotychczasowych badań nad kształtowaniem wyników opierała się na podejściu memoriałowym. Można wyróżnić kilka najczęściej stosowanych mierników w ramach podejścia memoriałowego zaproponowanych przez Jones (1991), DeFond i Jiambalvo (1994), Dechow i in. (1995), Kothari, Leone i Wasley (2005).

Przy wyznaczaniu jakości sprawozdania finansowego (FRQ_DA) posłużono się miernikiem opartym na badaniach Jones (1991), w których szacowano uznaniowe rozliczenia międzyokresowe (*discretionary accruals*). Jest to jedna z dostępnych w literaturze prób oszacowania wielkości, na które menedżer potencjalnie może wpływać w celu uzyskania określonego wyniku działalności spółki. Nie należy jednak w tym przypadku rozumieć rozliczeń międzyokresowych jako odrębnej pozycji faktycznie prezentowanej w bilansie spółki. Uznaniowe rozliczenia międzyokresowe, w rozumieniu przeprowadzanego badania, są traktowane jako przyrost lub spadek wartości aktywów i pasywów spółki wynikający z (celowego) kształtowania jej wyniku finansowego.

W modelach pozwalających określić wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych analizie poddaje się przyrost lub spadek następujących grup aktywów i pasywów: zmianę wartości aktywów obrotowych (pomniejszoną o wartość amortyzacji), zmianę wartości środków pieniężnych oraz zmianę wartości zobowiązań krótkoterminowych z wyłączeniem kredytów i pożyczek (Dechow i in., 1995):

$$TACC_{i,t} = \Delta ACT_{i,t} - \Delta CHE_{i,t} - \Delta LCT_{i,t} - DP_{i,t} \quad (5)$$

gdzie:

$TACC_{i,t}$ – wartość rozliczeń międzyokresowych spółki w danym roku,

$\Delta ACT_{i,t}$ – zmiana wartości aktywów obrotowych spółki w danym roku,

$\Delta CHE_{i,t}$ – zmiana wartości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów spółki w danym roku,

$\Delta LCT_{i,t}$ – zmiana wartości zobowiązań krótkoterminowych, z wyłączeniem kredytów i pożyczek spółki w danym roku,

$DP_{i,t}$ – amortyzacja spółki w danym roku.

Zmodyfikowany model Jones (Dechow i in., 1995) oszacowano przy wykorzystaniu regresji liniowej, stosując metodę najmniejszych kwadratów. Model ten przedstawia się następująco:

$$\frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

gdzie:

$TACC_{i,t}$ – wartość rozliczeń międzyokresowych spółki w danym roku obliczona na podstawie równania 5¹,

$TA_{i,t}$ – wartość aktywów całkowitych spółki w danym roku,

$\Delta Sales_{i,t}$ – zmiana wartości przychodów ze sprzedaży spółki w danym roku,

$\Delta AR_{i,t}$ – zmiana wartości należności spółki w danym roku,

$PPE_{i,t}$ – wartość rzeczowych aktywów trwałych spółki w danym roku.

Zgodnie z podejściem Dechow i in. (1995) parametry zmodyfikowanego modelu Jones ($\beta_0, \beta_1, \beta_2$) oszacowano dla spółek w ramach danego sektora za pomocą metody najmniejszych kwadratów. Wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (DA) obliczono jako nadwyżkę zmiany wartości objętych analizą aktywów i pasywów ($TACC$) danej spółki ponad zmianę wartości tych aktywów i pasywów wynikającą z równania regresji (6).

$$DA_{it} = \frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \left[b_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + b_1 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{TA_{i,t-1}} + b_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right], \quad (7)$$

gdzie: b_0, b_1 oraz b_2 to parametry zmiennych oszacowane w ujęciu przekrojowym metodą najmniejszych kwadratów dla danego sektora zgodnie z równaniem 6².

Podziału sektorowego dokonano według numeracji wynikającej ze Statystycznej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej

¹ Rozliczenie międzyokresowe w niniejszym artykule nie są traktowane jako odrębna pozycja faktycznie prezentowana w bilansie spółki.

² Dla danej spółki przyjmowano parametry oszacowane dla sektora, do którego spółka została przyporządkowana.

skiej (NACE Rev. 2). W związku z przyjętym sposobem szacowania wartości zmiennej DA analizą objęto spółki należące do sektorów, w ramach których możliwe było wyróżnienie co najmniej 11 spółek w danym roku (tj. minimum 10 innych spółek poza spółką uwzględnianą w badaniu). Ostatecznie próba badawcza obejmowała 88 spółek.

Zmienna FRQ_DA użyta w modelach służących weryfikacji przyjętych hipotez badawczych odzwierciedla wartość bezwzględną zmiennej DA obliczonej przy wykorzystaniu równania 7 $FRQ_{DA_i,t} = |DA_{i,t}|$. W związku z tym, im wyższa wartość zmiennej FRQ_DA tym mniejsza jakość sprawozdania finansowego.

2. Wyniki badań empirycznych

W pierwszej kolejności obliczono wartości rozliczeń międzyokresowych (TACC) spółek objętych badaniem, dla których możliwe było pozyskanie niezbędnych danych. Następnie wspomniana wartość stanowiła podstawę do wyznaczenia parametrów (b_0 , b_1 oraz b_2), które zostały oszacowano dla spółek w ramach danego sektora za pomocą metody najmniejszych kwadratów, przy wykorzystaniu równania 6.

Tabela 1. Statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych do szacowania zmiennej FRQ_DA

Zmienna	N	Średnia	Mediana	Dolny kwartył	Górny kwartył	Odchylenie standardowe
TACC	742	-22 316	-4 806	-27 972	8 401	104 895
ΔACT	742	29 433	6 108	-11 753	42 665	156 747
ΔCHE	742	8 050	193	-5 768	8 941	86 570
ΔLCT	742	17 198	3 000	-6 944	21 278	107 037
DP	742	26 501	5 204	1 990	17 736	69 631
TA	742	956 225	358 176	127 727	1 050 200	1 720 652
$\Delta Sales$	742	87 955	11 600	-11 888	86 369	453 162
ΔAR	742	9 117	1 266	-6 332	17 584	74 170
PPE	742	272 382	60 114	14 334	228 373	920 456

W tabeli 2 zaprezentowano statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w ramach weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. Jakość sprawozdania finansowego (FRQ_DA) jest mierzona przy wykorzystaniu wartości bezwzględnej uznaniowych rozliczeń międzyokresowych ($|DA|$) oszacowanej

Tabela 2. Statystyki opisowe próby badawczej

Zmienna	N	Średnia	Mediana	Dolny kwartył	Górny kwartył	Odchylenie standardowe
<i>FRQ_DA</i>	337	0,07	0,00	0,00	0,02	0,24
<i>INSIDER</i>	277	0,33	0,28	0,10	0,54	0,26
<i>INST</i>	313	0,28	0,25	0,10	0,41	0,21
<i>SIZE</i>	337	5,63	5,65	5,17	6,10	0,60
<i>ROE</i>	337	0,04	0,07	0,00	0,12	0,83
<i>LEV</i>	337	0,53	0,52	0,38	0,64	0,24
<i>GROWTH</i>	337	2,05	1,10	0,93	1,25	12,97

dla danej spółki, zgodnie z równaniem 7. W dalszej części przeprowadzanych badań zbadano korelację Pearsona pomiędzy zmiennymi wykorzystywanymi w ramach weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. Następnie zbudowano modele regresji panelowej z efektami stałymi.

Analiza korelacji wskazuje na istnienie istotnej zależności pomiędzy zmienną przyjętą jako miara jakości sprawozdania finansowego (*FRQ_DA*) a udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (*INST*). Nie zaobserwowano natomiast istotnej korelacji pomiędzy jakością sprawozdania finansowego (*FRQ_DA*) a udziałem menedżerów w strukturze własności (*INSIDER*).

Z przeprowadzonej analizy korelacji wynika, że zmiennymi istotnie skorelowanymi ze zmienną przyjętą jako miara jakości sprawozdania finansowego (*FRQ_DA*) są zmienne obrazujące wielkość spółki (*SIZE*), udział zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych w aktywach całkowitych (*LEV*) oraz zmianę wartości przychodów netto ze sprzedaży rok do roku (*GROWTH*).

Analiza korelacji wskazuje również na istnienie istotnej zależności pomiędzy wielkością spółki (*SIZE*) a udziałem menedżerów w strukturze własności

Tabela 3. Analiza korelacji zmiennych wykorzystanych w badaniu

	<i>FRQ_DA</i>	<i>INSIDER</i>	<i>INST</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROE</i>	<i>GROWTH</i>
<i>FRQ_DA</i>	1,00	-0,07	-0,21***	-0,33***	-0,14**	0,00	0,44***
<i>INSIDER</i>		1,00	-0,37***	-0,19***	0,05	0,00	0,00
<i>INST</i>			1,00	0,39***	-0,10	0,00	-0,07
<i>SIZE</i>				1,00	0,14**	-0,01	-0,03
<i>LEV</i>					1,00	0,14**	-0,10
<i>ROE</i>						1,00	-0,01
<i>GROWTH</i>							1,00

* Istotność na poziomie 10%. ** Istotność na poziomie 5%. *** Istotność na poziomie 1%.

(*INSIDER*) oraz udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (*INST*).

Analiza wyników oszacowań regresji w modelu 1 oraz 2 nie potwierdza występowania istotnej zależności pomiędzy – odpowiednio – udziałem menedżerów w strukturze własności (*INSIDER*) oraz udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (*INST*) a jakością sprawozdań finansowych (*FRQ_DA*). Występowanie zależności pomiędzy zmiennymi *INST* oraz *FRQ_DA* nie jest także uzależnione od wielkości spółki, co wynika z oszacowania modelu 4. Wyniki oszacowań modelu 3 wskazują natomiast, że wielkość spółki ma znaczenie w przypadku rozpatrywania zależności pomiędzy zmienną *INSIDER* a zmienną *FRQ_DA*. Menedżerowie, którzy posiadają udziały w małych spółkach, w większym stopniu kształtują wyniki finansowe niż menedżerowie w dużych spółkach. Opierając się na wynikach analizy oszacowań regresji panelowej nie ma podstaw do przyjęcia postawionej hipotezy H1, H2 oraz H4. Natomiast nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy H3.

Dodatkowo w ramach przeprowadzonej analizy we wszystkich modelach wskazano na istnienie istotnej zależności pomiędzy zmianą wartości przychodów netto ze sprzedaży (*GROWTH*) a jakością sprawozdań finansowych. W modelu 1 oraz 3 istotnie pozytywny wpływ na jakość sprawozdań finansowych miała wielkość spółki (*SIZE*).

Tabela 4. Wyniki estymacji modeli regresji panelowej

Modele panelowe	$Y = FRQ_DA$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
const	-2,444***	0,8847	-2,928***	1,176
<i>INSIDER</i>	-0,008	-	2,097*	-
<i>INST</i>	-	0,0436	-	-1,038
<i>SIZE</i>	0,433***	-0,1403	0,520***	-0,190
<i>LEV</i>	0,103	-0,0542	0,100	-0,058
<i>ROE</i>	0,016	0,0003	0,015	-0,001
<i>GROWTH</i>	0,002**	0,0236***	0,00**	0,023***
<i>SIZE*INSIDER</i>	-	-	-0,378**	-
<i>SIZE*INST</i>	-	-	-	0,189
<i>DUALNA ZMIENNA CZASOWA</i>	TAK	TAK	TAK	TAK
<i>DUALNA ZMIENNA SEKTOROWA</i>	NIE	NIE	NIE	NIE
<i>N</i>	277	313	377	313
<i>R2</i>	0,70	0,76	0,71	0,76

* Istotność na poziomie 10%. ** Istotność na poziomie 5%. *** Istotność na poziomie 1%.

Przeprowadzone badania wykazały, że wielkość spółki ma istotne znaczenie przy badaniu relacji pomiędzy udziałem menedżerów w strukturze własności a jakością sprawozdań finansowych. Otrzymane wyniki sugerują, że menedżerowie posiadający udziały w małych spółkach nie działają w pełni w interesie właścicieli, co jest zbieżne z wynikami badań Al-Fayoumi i in. (2010). Jednocześnie wraz ze wzrostem rozmiarów spółki menedżerowie w mniejszym stopniu kształtują wyniki finansowe, co stanowi potwierdzenie sugestii Ashari i in. (1994). W przypadku badania udziału inwestorów instytucjonalnych, również w kontekście wielkości spółki, nie odnotowano istotnej zależności z jakością sprawozdań finansowych. Wyniki mogą potwierdzać wnioski Koh (2003), mianowicie że inwestorzy instytucjonalni są bardziej zorientowani na wyniki spółki, niż na jakość sporządzanych sprawozdań.

Zakończenie

Otrzymane wyniki badań wskazują na konieczność przeprowadzenia pogłębionych analiz zwłaszcza w odniesieniu do koncentracji własności polskich spółek giełdowych. Struktura własności spółek publicznych w Polsce w dużym stopniu została zdeterminowana przemianami ustrojowymi od 1989 roku, zwłaszcza procesem prywatyzacji, napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz reformą emerytalną (Paterna, 2008). Dotychczasowe badania wskazują, że na rynku polskim występuje wysoki stopień koncentracji własności (Aluchna i Tomczyk, 2016). Mały udział akcjonariuszy mniejszościowych w kapitale spółki nie pozwala im na wywieranie znaczącego wpływu na sprawy spółki. Wyjaśnienie pozycji akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach jest możliwe na gruncie teorii agencji. W przypadku własności skoncentrowanej, z którą mamy do czynienia na rynku polskim, relacje agencyjne występują głównie między dominującym akcjonariuszem a akcjonariuszem mniejszościowym (Popławski, 2003). Akcjonariusz dominujący ma znacznie lepszy niż inni akcjonariusze dostęp do informacji oraz możliwość obsadzenia kluczowych stanowisk, co sprzyja czerpaniu tzw. prywatnych korzyści z kontroli (Zingales, 1994). Może to prowadzić do nierównowagi, przez co pozycja akcjonariuszy mniejszościowych będzie zagrożona. Niedostateczny poziom ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych może prowadzić do transferu wartości ze spółek przez akcjonariuszy dominujących, co w konsekwencji powoduje obniżenie wskaźników efektywności i wartości rynkowej takich spółek (Szewc-Rogalska, 2006).

Należy jednak pamiętać, że w ramach niniejszego artykułu przyjęto określone założenia, których modyfikacja może stanowić wartościowy kierunek dalszych badań. Jednym z kluczowych założeń jest przyjęta miara odzwierciedlająca jakość sprawozdania finansowego. Model wykorzystany w niniejszym artykule został opracowany na podstawie badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim, który zasadniczo różni się od rynku polskiego, m.in. pod względem jego stopnia rozwoju. Jednocześnie sprawozdawczość finansowa spółek amerykańskich różni się od sprawozdawczości spółek funkcjonujących na rynku polskim. Jednym z głównych problemów związanych z badaniami nad kształtowaniem wyników jest określenie, jakie informacje zostały zmanipulowane przez menedżerów spółek, ponieważ ewentualna manipulacja trzymana jest w ścisłej tajemnicy.

Modele wykorzystywane w ramach podejścia memoriałowego do określania poziomu kształtowanych wyników przez menedżerów były krytykowane za małą dokładność szacowania uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (Stubben, 2010). Jednym z najczęściej wykorzystywanych modeli w literaturze przedmiotu jest zmodyfikowany model Jones (Dechow i in., 1995), przy czym badacze wskazują na różną efektywność jego wykorzystania w zależności od kraju. Wspomniany model wydaje się najbardziej efektywny w mierzeniu poziomu kształtowania wyników w wielu krajach rozwiniętych: USA, Wielkiej Brytanii, Malezji, Tajwanie, Indiach itp. (Islam, Ali i Ahmed, 2011). Natomiast Matis, Beatrice, Negrea i Sucala (2010) za najefektywniejszy uznali model Jones, badając 36 spółek notowanych na giełdzie w Bukareszcie. Konieczne wydaje się zatem zbadanie efektywności poszczególnych modeli w odniesieniu do rynku polskiego. W literaturze zagranicznej można spotkać jeszcze szereg innych miar wykorzystywanych do pomiaru jakości sprawozdań finansowych (McNichols i Stubben, 2008; Kasznik, 1999; Dechow i Dichev, 2002).

Zdaniem autora, otrzymane wyniki badań stanowią podstawę do dalszych rozważań nad jakością sprawozdań finansowych w odniesieniu do struktury własności spółek. Należy wskazać, że obecnie podstawowym źródłem informacji gospodarczej są sprawozdania finansowe przedsiębiorstw, które mogą być narażone na zniekształcenia wynikające z kształtowania wyników przez menedżerów. Zniekształcone informacje pochodzące ze sprawozdań finansowych zaburzają rachunek ekonomiczny i powodują zakłócenia w funkcjonowaniu mechanizmów rynkowych (Hulicka, 2008). Prowadzi to do podejmowania niewłaściwych decyzji, a także do nieefektywnej alokacji kapitału.

Bibliografia

- Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B. i Alexander, D. (2010). Ownership structure and earnings management in emerging markets: The case of Jordan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 38, 28–47.
- Ali, S. M., Salleh, N. M. i Hassan, M. S. (2008). Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 89–116.
- Almazan, A., Hartzell, J. C. i Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: evidence from executive compensation. *Financial Management*, 34(4), 5–34.
- Aluchna, M. i Tomczyk, E., 2016, Dynamika struktury własności. Przypadek spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Management Forum*, 4(4), 26–32.
- Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: evidence from Portugal, Australasian accounting. *Business and Finance Journal*, 6(1), 57–74.
- Ashari, N., Koh, H., Tan, S. i Wong, W. (1994). Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore. *Accounting and Business Research*, 24(96), 291–301.
- Claessens, S. i Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: a survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71–103.
- Cornett, M. M., Marcus, A. i Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay for performance: the impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 357–373.
- Dechow, P. i Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35–59.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. i Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- DeFond, M. L. i Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145–176.
- Gruszecki, T. (2002). *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Hulicka, M. (2008). *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Islam, M., Ali, R. i Ahmed, Z. (2011). Is modified Jones model effective in detecting earnings management? Evidence from a developing economy. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 116–125.
- Jensen, M. i Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 305–360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Kaszniak, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57–81.

- Koh, P. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35(2), 105–128.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. i Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Kubiak, J. (2013). *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Matis, D., Beatrice, V. A., Negrea, L. i Sucala, L. (2010). Jones, Dechow and Kasznik models significance in the Romanian economic environment. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 12(1), 253–266.
- McNichols, M. i Stubben S. (2008). Does earnings management affect firms investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571–1603.
- Patena, W. (2008). Koncentracja własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia* 14, 325–337.
- Popławski, W. (2003). Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym. *Organizacja i Kierowanie*, 1.
- Porter, M. E. (1992). Capital choices: changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2), 4–16.
- Reyna, J. M. S. M. (2012). An empirical examination of ownership structure, earnings management and growth opportunities in Mexican market. *International Journal of Business and Social Research*, 2(7), 103–123.
- Stubben, S. R. (2010). Discretionary revenues as a measure of earnings management. *The Accounting Review*, 85(2), 695–717.
- Szewc-Rogalska, A. (2006). *Efektywność restrukturyzacji własnościowej przedsiębiorstw w Polsce. Ujęcie sektorowe*. Rzeszów: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego.
- Warfield, T., Wild, J. i Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61–91.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Yeo, G., Tan, P., Ho, K. i Chen, S. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7), 1023–1046.
- Zingales, L. (1994). The value of the voting right. A study of the Milan Stock Exchange experience. *The Review of Financial Studies*, 7.