

Michał COMPOREK  
Uniwersytet Łódzki  
Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa  
michal.comporek@uni.lodz.pl

## STRATEGIE ZARZĄDZANIA ZYSKIEM Z PERSPEKTYWY STRUKTURY WŁASNOŚCIOWEJ PRZEDSIĘBIORSTW PRZEMYSŁOWYCH

**Streszczenie.** Zasadniczym celem artykułu jest wyeksponowanie związków zachodzących między strukturą akcjonariatu a realizowanymi strategiami zarządzania zyskiem netto w przemysłowych spółkach kapitałowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016. Przeprowadzone badania empiryczne opierają się na analizie relacji występujących między stopniem koncentracji własności w jednostce gospodarczej i organizacyjno-prawnym charakterem akcjonariuszy większościowych a dwoma miernikami różnic memoriałowych, do których zaliczono: współczynnik urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa (*wrsf*) oraz wskaźnik intencjonalnych korekt zysku netto (*aacc*).

**Słowa kluczowe:** struktura akcjonariatu, teoria agencji, korekty zysku netto, zarządzanie zyskiem

## THE STRATEGIES OF EARNINGS MANAGEMENT FROM THE PERSPECTIVE OF OWNERSHIP STRUCTURE OF INDUSTRIAL COMPANIES

**Abstract.** The main objective of the article is to highlight the relationships between the ownership structure and the strategies of earnings management in industrial companies listed on the Warsaw Stock Exchange in 2012-2016. Empirical research is based on an analysis of the relationship between the degree of concentration of ownership in an entity and the organizational and legal nature of majority shareholders and the two measures of accruals, including: financial benefits realignment ratio (*wrsf*) and discretionary accruals ratio (*aacc*).

**Keywords:** ownership structure, Agency Theory, accruals, earnings management

## 1. Wprowadzenie

Wynik finansowy stanowi jeden z najważniejszych mierników efektywności ekonomicznej funkcjonowania podmiotów gospodarczych na rynku kapitałowym. Choć z perspektywy sprawozdawczości finansowej stanowi on jedynie rezultat różnicy zachodzącej między wygenerowanymi w danym okresie przychodami a odpowiadającymi im rodzajowo kosztami, to w szerszym ujęciu może być postrzegany jako miara obrazująca całkowity wzrost lub spadek bogactwa właścicieli podmiotu gospodarczego. Wyraża on bowiem wartość, jaka w określonym horyzoncie została przez przedsiębiorstwo wygenerowana lub utracona. Analiza wyniku finansowego stanowi przeto ważny punkt odniesienia w ocenie zasadności lokowania środków gospodarczych przez inwestorów. Wykazywana w rachunku zysków i strat wartość osiągniętego wyniku finansowego charakteryzuje bowiem stopień pomnożenia kapitału przez właścicieli podmiotu gospodarczego<sup>1</sup>, stanowiąc jednocześnie pozytywny lub negatywny bodziec do dalszego kapitałowego zaangażowania posiadanych zasobów pieniężnych.

Motywacyjna funkcja wyniku finansowego, mająca swój wydzźwięk z jednej strony w zachęcie (lub jej braku) do dalszego inwestowania i rozwijania przedsiębiorstwa, a z drugiej zaś we wskazaniu zakresu potencjalnych korzyści ekonomicznych możliwych do osiągnięcia przez inwestorów z tytułu zainwestowanego kapitału powoduje, że w praktyce gospodarczej coraz częściej spotkać się można ze zjawiskiem określanym mianem „zarządzania zyskiem”. Jest ono utożsamiane z implementowaniem w danym podmiocie zasad rachunkowości kreatywnej i/lub rachunkowości agresywnej, służącym sztucznemu zawyżaniu osiągniętego wyniku finansowego. Tym samym złamaniu ulega jedna z zasadniczych zasad rachunkowości, postulująca przestrzeganie wiernego i rzetelnego obrazu danych wykazywanych w sprawozdaniu finansowym przedsiębiorstwa.

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie strategii zarządzania zyskiem netto w przemysłowych spółkach kapitałowych, różnicujących się ze względu na posiadaną strukturę właścicielską. W opracowaniu przyjęto *a priori*, że głównymi przyczynami zarządzania wynikiem finansowym w spółkach giełdowych są oczekiwania rynków kapitałowych i możliwości zawierania kontraktów w warunkach zmiennych wielkości stóp procentowych, kursów walutowych oraz wartości bieżącej jednostki. Menedżerowie przedsiębiorstwa są zatem zainteresowani takim kształtowaniem wyniku finansowego, które ukaże sytuację finansową podmiotu w oczach jego interesariuszy w lepszym świetle, przez co pozytywnie wpłynie na krótkoterminowe ceny akcji przedsiębiorstwa i jednocześnie przyczyni się do wzrostu dochodów względem akcjonariuszy z tytułu posiadanych akcji<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Wędzki D.: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2009, s. 354.

<sup>2</sup> Smejda M.: *Determinanty zarządzania zyskami*. „Studia Ekonomiczne”, nr 125, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 176.

W artykule przyjęto, że wyodrębnienie wdrażanych strategii zarządzania zyskiem netto zostanie przedstawione za pomocą dwóch mierników, a mianowicie: współczynnika urealnionych korzyści finansowych (*wrsf*) oraz wskaźnika intencjonalnych korekt zysku netto (*aacc*). Wykorzystanie analizy różnic memoriałowych w określaniu skali zjawiska zarządzania zyskiem jest zbieżne z przytaczanym w literaturze przedmiotu stwierdzeniem, że im większa jest rozbieżność między zyskiem memoriałowym wygenerowanym w trakcie roku obrotowego a nadwyżką środków pieniężnych z działalności operacyjnej, tym mniejsza jest wiarygodność obrazu jednostki gospodarczej prezentowanego w sprawozdaniu finansowym<sup>3</sup>. Z kolei struktura właścicielska podmiotów gospodarczych została opisana za pomocą czterech zmiennych. Zaliczono do nich: liczbę inwestorów posiadających co najmniej 5% akcji danego podmiotu, odsetek akcji danej spółki znajdujący się w posiadaniu drobnych akcjonariuszy<sup>4</sup>, a także fakt występowania akcjonariusza większościowego w strukturze akcjonariatu ogółem badanej spółek oraz organizacyjno-prawny charakter tychże inwestorów. Dla operacjonalizacji postawionego celu badawczego sformułowano dwie hipotezy badawcze, twierdzące, że:

- HP1. W przemysłowych spółkach giełdowych stopień koncentracji struktury właścicielskiej jest - ze statystycznego punktu widzenia - istotną miarą kształtującą wartość intencjonalnych korekt zysku netto oraz
- HP2. W publicznych przemysłowych spółkach kapitałowych najniższe odchylenia wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa od jedności notuje się w tych przedsiębiorstwach, w których akcjonariuszem większościowym jest Skarb Państwa.

Dla porządku zaznaczyć należy, że badania empiryczne zostały zrealizowane wśród spółek publicznych przynależących do sektora przemysłu, które były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2012-2016. Dodatkowym kryterium wyboru przedsiębiorstw do badań była dostępność rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych, zaczerpniętych z bazy danych *Notoria Serwis SA*.

## **2. Uwarunkowania teoretyczne dotyczące wpływu struktury właścicielskiej na realizowane strategie zarządzania zyskiem**

W ekonomii i naukach o zarządzaniu spotkać się można z szerokim spektrum uwarunkowań teoretycznych odnoszących się do umiejscowienia poszczególnych grup

---

<sup>3</sup> Cieślak R.: *Jakość zysku spółek IPO na przykładzie GPW w Warszawie*. „Studia Ekonomiczne”, nr 201, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 71.

<sup>4</sup> W opracowaniu przyjęto, że za drobnego akcjonariusza uważać się będzie tego inwestora, który z racji wielkości posiadanego pakietu akcji danej spółki nie podlega obowiązkowi ujawnienia stanu posiadania (zgodnie z art. 69 *Ustawy o ofercie publicznej*).

interesariuszy w systemie wypełniania wiązki celów przedsiębiorstwa. Prawdopodobnie najczęściej przytaczaną w literaturze przedmiotu teorią stanowiącą podstawę analiz wpływu struktury akcjonariatu na realizację celów przedsiębiorstwa stanowi teoria agencji. Zgodnie z jej założeniami, w podmiocie gospodarczym pojawiać się mogą liczne konflikty interesu związane z rozdzieleniem własności i zarządzania. Podkreśla się bowiem fakt, iż menedżerowie (agenci) posiadają szerszą wiedzę na temat jednostki, którą kierują, aniżeli jej właściciele i mogą ją wykorzystać w dążeniu do realizacji własnych celów, niejednokrotnie sprzecznych z interesami swoich pryncypałów<sup>5</sup>.

Zagrożenia agencyjne mogą zmieniać swoją formę i charakter w zależności od struktury własnościowej jednostki. W spółkach posiadających akcjonariusza większościowego, dysponującego szerokim wachlarzem narzędzi służących do monitorowania działań menadżerów, problemy agencyjne ogniskują się bowiem wokół niedostatecznej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, słabszej rynkowej weryfikacji błędnych decyzji zarządu, czy też tunelowania zysków. Z kolei w spółkach z rozproszonym akcjonariatem częściej spotkać się można z oportunistycznymi zachowaniami menadżerów, generowaniem przez nich nieuzasadnionych kosztów oraz nieracjonalnie wysokimi wynagrodzeniami agentów<sup>6</sup>. W generalnym ujęciu wskazać należy, że pozycja poszczególnych akcjonariuszy w spółkach kapitałowych jest mocno uzależniona od charakteru występujących relacji agencyjnych. W przypadku własności rozproszonej istotne są głównie relacje między silnym menedżerem a rozproszonymi akcjonariuszami. Natomiast w przypadku własności skoncentrowanej relacje agencyjne występują głównie między dominującym akcjonariuszem i akcjonariuszem mniejszościowym<sup>7</sup>. Słusznym wydaje się być stwierdzenie, że przyjęte relacje agencyjne mogą determinować wdrażany sposób zarządzania zyskiem. W przypadku spółek z akcjonariuszem większościowym teoretycznie występuje większe prawdopodobieństwo do korzystania przez niego z posiadanych praw w celu zwiększenia wartości spółki oraz znacznej partycypacji w generowanych zyskach. Akcjonariuszowi temu zależeć może na wykazywaniu wysokiego poziomu wyniku finansowego netto w celu realizacji określonej polityki wypłaty dywidendy, choć może on też zrezygnować z dywidendy na rzecz potencjalnego wzrostu cen akcji w przyszłości. Natomiast w przypadku znacznego rozproszenia akcjonariatu intencją menedżerów przedsiębiorstw giełdowych będzie przede wszystkim takie kształtowanie wyniku finansowego, które pozytywnie wpłynie na krótkoterminowe ceny akcji danego podmiotu. Postępowanie to będzie umotywowane z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, ochroną własnych interesów (wyższe wynagrodzenie za lepszy wynik), po drugie

---

<sup>5</sup> Jensen M., Meckling W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, No. 4, 1976, p. 305-360.

<sup>6</sup> Klepczarek E.: *Nadzór korporacyjny a wyniki przedsiębiorstw: problem metodologii badań*. „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, nr 4 (55), Wydział Ekonomii i Zarządzania Uczelni Łazarskiego, Warszawa 2016, s. 87-116.

<sup>7</sup> Szewc-Rogalska A.: *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „Gospodarka Narodowa” nr 10/2006, Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH, Warszawa 2006, s. 50.

zaś faktem, iż akcjonariusze mniejszościowi zazwyczaj nie traktują swoich inwestycji długoterminowo.

W literaturze przedmiotu dość powszechnie podchodzi się również do zagadnienia wpływu formy organizacyjno-prawnej akcjonariuszy większościowych oraz przyjętego przez nich sposobu sprawowania władzy w spółce na generowaną zyskowość podmiotu. Przeprowadzone badania empiryczne wykazały bowiem, że podmioty stanowiące własność państwową osiągają zwykle gorsze wyniki finansowe nie tylko od jednostek będących w posiadaniu osób prywatnych, ale także od spółek zarządzanych przez inwestorów instytucjonalnych, dokonujących wtórnej koncentracji kapitału<sup>8</sup>. Powstaje zatem pytanie, czy w spółkach państwowych istnieją silne przesłanki skłaniające menadżerów tych jednostek do wdrażania praktyk z zakresu zarządzania zyskiem?

Problematykę umiejscowienia struktury akcjonariatu w systemie determinant zarządzania zyskiem odnaleźć można również w analizach dotyczących m.in.: zagadnienia moralnego hazardu (pokusy nadużycia), czy też zjawiska negatywnej selekcji. Jest ona także rozpatrywana z perspektywy teorii praw własności, która koncentruje swoją uwagę na konieczności delegacji uprawnień akcjonariuszy na rzecz menadżerów w przedsiębiorstwie, co w praktyce sprowadza jego akcjonariuszy do pozycji swoistych dawców kapitału (pomimo, że mają oni realny wpływ na wybór osób zarządzających)<sup>9</sup>.

### **3. Rola memoriałowych korekt zysku netto w estymacji zjawiska zarządzania zyskiem**

W ogólnym znaczeniu zjawisko zarządzania zyskiem należy kojarzyć z zabiegami celowo fałszującymi dane rachunkowości tak, aby spowodować określony skutek w zewnętrznej alokacji zasobów, przy czym zabiegi te cechuje celowość, jaką jest interes ekonomiczny polegający na przyplywie gotówki<sup>10</sup>. P.M. Healy and J.M. Wahlen stoją na stanowisku, iż zarządzanie zyskiem sprowadza się *stricte* do manipulowania wartością wykazywanego wyniku finansowego w celu odpowiedniego dostosowania sprawozdania finansowego do potrzeb określonej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa, z jednoczesną możliwością wprowadzenia w błąd pozostałych<sup>11</sup>. Działania te nie zawsze mogą być postrzegane jako symptom implementowania w jednostce zasad rachunkowości agresywnej (zazwyczaj

---

<sup>8</sup> Zob. m.in.: Megginson W.L., Netter J.M.: *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 39, No. 2, 2001, p. 321-389.

<sup>9</sup> Wilczyński R., *Struktura właścicielska a efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw*. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 67, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, s. 164.

<sup>10</sup> Smejda M.: *Determinanty zarządzania zyskami*. „Studia Ekonomiczne”, nr 125, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 175.

<sup>11</sup> Healy P.M., Wahlen J.M.: *A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting*. „Accounting Horizons”, No. 13, 1999, p. 365–383.

przybierają one postać zgodnego z prawem wyniku twórczego i niestandardowego dostosowania istniejących przepisów dotyczących raportowania do potrzeb sprawozdawczych jednostki), lecz zwykle są oceniane negatywnie, jako wynik subiektywnych wyborów księgowych<sup>12</sup>.

Zarządzanie wynikiem finansowym w jednostce gospodarczej może przybierać różnorodne formy, począwszy od wadliwego aktywowania kosztów, nieprawidłowego ujmowania kosztów zakończonych prac rozwojowych, manipulowania odpisami amortyzacyjnymi oraz tworzonymi rezerwami, a skończywszy na przyspieszonym fakturowaniu (przed rzeczywistym zrealizowaniem przychodu) czy też sprzedażą z klauzulą odkupu<sup>13</sup>. W ujęciu węższym można zaś wskazać, że charakter implementowanych form zarządzania zyskiem może sprowadzać się bądź do zabiegów związanych z modyfikacją przyjętych schematów realizowanych procesów gospodarczych w celu zwiększenia wartości raportowanych przychodów ze sprzedaży, bądź też do dostosowania wartości poszczególnych pozycji korekt zysku netto w celu „wygenerowania” odpowiedniego poziomu zysku netto<sup>14</sup>. W pierwszym z opisywanych przykładów mamy do czynienia z tzw. realnym zarządzaniem zyskiem (ang. *real earnings management*), w drugim zaś z tzw. zarządzaniem zyskiem w oparciu o różnice memoriałowe (ang. *accrual-based earnings management*).

Poznanie i ocena zmian poszczególnych pozycji tworzących podstawowe korekty zysku netto w istotny sposób wzmocniają wartość predykcyjną rachunku operacyjnych przepływów pieniężnych. Korekty te bowiem powstają wskutek memoriałowej ewidencji wszystkich zdarzeń gospodarczych o charakterze niegotówkowym i gotówkowym, co pozwala przedsiębiorstwom na pewien stopień swobody w intencjonalnym kreowaniu obrazu wyników finansowych przedsiębiorstwa. Zdarzenia gospodarcze o niegotówkowym charakterze, mające wymiar memoriałowy, z natury posiadają charakter uznaniowy i ustalane są na zasadzie wyceny bilansowej, pozwalającej przedsiębiorstwom wybrać alternatywne sposoby postępowania w ramach określonych praw wyboru oraz obszarów swobody<sup>15</sup>.

Jak już wcześniej wspomniano, w opracowaniu do oceny wielkości wykazywanych różnic memoriałowych wykorzystano dwa współczynniki. Pierwszy z nich stanowi tzw. współczynnik urealnionych korzyści finansowych (*wrsf*), przyjmujący następującą formułę:

$$wrsf = \frac{EAT_t}{OCF_t} \quad (1)$$

gdzie:

*wrsf* – współczynnik urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa,

*EAT<sub>t</sub>* – wynik finansowy netto w roku *t*,

*OCF<sub>t</sub>* – wartość operacyjnych przepływów pieniężnych w roku *t*.

<sup>12</sup> Richardson S., *Earnings Quality and Short Sellers*. “Accounting Horizons”, No. 17, 2003, p. 41–69.

<sup>13</sup> Stochniałek-Mulas K., Fita K.: *Sprawozdanie finansowe w krzywym zwierciadle*. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, tom 64(120). Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011, s. 130-137.

<sup>14</sup> Roychowdhury, S.: *Earnings Management through Real Activities Manipulation*. “Journal of Accounting and Economics”, No. 42 (3), 2006, p. 335–370.

<sup>15</sup> Comporek M., *Determinanty efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych przemysłowych spółek giełdowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 139-140.

O skali memoriałowych korekt zysku netto, zobrazowanych za pomocą współczynnika  $wrsf$ , świadczyć będą odchylenia *in plus* i *in minus* wartości tegoż współczynnika od jedności. W sytuacji, gdy jednostka gospodarcza nie będzie wykazywać różnic między wypracowanym zyskiem netto a wygenerowanymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, wówczas wartość obu kategorii stanowiących licznik i mianownik ułamka będzie taka sama, zaś wartość zaś współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa wyniesie jeden ( $wrsf=1$ ). Natomiast im bardziej wartość współczynnika urealnionych korzyści finansowych będzie się „oddalać” od jedności, tym większy będzie poziom wykazywanych różnic memoriałowych zysku netto. Zaproponowana formuła obliczeniowa różnic memoriałowych charakteryzuje się swego rodzaju użytecznością, gdyż pozwala wyeliminować ewentualne dysproporcje związane z kształtowaniem całkowitej wartości korekt zysku netto w poszczególnych podmiotach, wynikające ze skali prowadzonej działalności gospodarczej.

Należy pamiętać, że wszystkie korekty odzwierciedlające wartość różnic memoriałowych między zyskiem netto i operacyjnymi przepływami pieniężnymi netto można podzielić na dwie kategorie. Pierwszą z nich są tzw. różnice memoriałowe nieuznaniowe (ang. *normal accruals*), których wielkość jest zależna od charakteru i rozmiaru prowadzonej działalności. Drugą zaś stanowią tzw. intencjonalne różnice memoriałowe (ang. *abnormal accruals* – *aacc*), które wynikają wprost z realizowanych praktyk zarządzania zyskiem. W wykorzystanym do badań empirycznych modelu intencjonalnych korekt zysku netto Healy przyjmuje się, że gdy wartość oczekiwana intencjonalnych różnic memoriałowych jest równa zero ( $dacc=0$ ), wówczas przedsiębiorstwo nie implementuje kreatywnej/agresywnej rachunkowości; jej odzwierciedleniem są przeto różne od zera wartości całkowitych korekt zysku<sup>16</sup>. Wartość intencjonalnych korekt zysku netto jest równa relacji wartości całkowitych korekt zysku netto z badanego roku oraz wartości aktywów ogółem przedsiębiorstwa z roku poprzedniego. Model ten posiada następującą postać:

$$aacc_t = \frac{TACC_t}{TA_{t-1}} \quad (2)$$

gdzie:

$aacc_t$  – współczynnik intencjonalnych korekt zysku netto w okresie  $t$ ,

$TACC_t$  – całkowita wartość korekt zysku netto w roku  $t$ ,

$TA_{t-1}$  – średnia wartość aktywów ogółem w roku poprzedzającym.

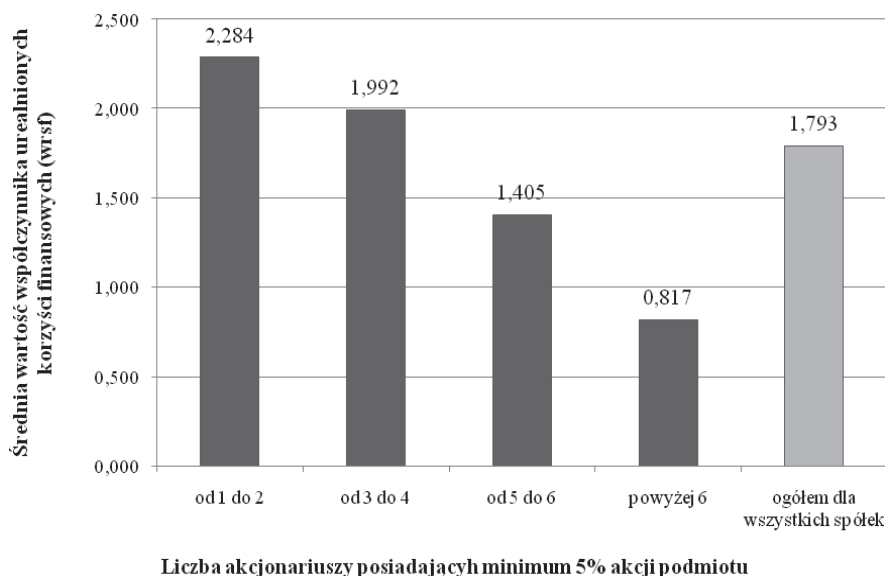
<sup>16</sup> Chen T., *Analysis on Accrual-based Models in Detecting Earnings Management*. “Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics”, No. 2, 2010/2011, p. 58.

#### 4. Wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu struktury własnościowej na realizowane strategie zarządzania zyskiem

Realizowane badania empiryczne w pierwszej kolejności nakierowane zostały na sprawdzenie, czy koncentracja akcjonariatu publicznych przemysłowych spółek akcyjnych może być postrzegana jako zasadniczy czynnik kształtujący wdrażane strategie zarządzania zyskiem netto.

Na podstawie analizy 5-letnich średnich wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa można stwierdzić, że w spółkach przemysłowych posiadających nie więcej niż czterech akcjonariuszy dysponujących minimum 5% akcji danego podmiotu zrealizowane zostały ponadprzeciętne średnie 5-letnie wartości tych współczynników (zob. rys. 1). W generalnym ujęciu, przeciętna przemysłowa spółka giełdowa każdego roku wykazywała dodatnią wartość współczynnika *wrsf* na poziomie około 1,8 (notowano zatem średnie odchylenie wartości omawianej miary od jedności o 0,8 *in plus*). Przeciętne odchylenia poniżej średniej sektorowej zaobserwowano w tych spółkach, w których liczba akcjonariuszy posiadających minimum 5% akcji stanowiła 5 i więcej.

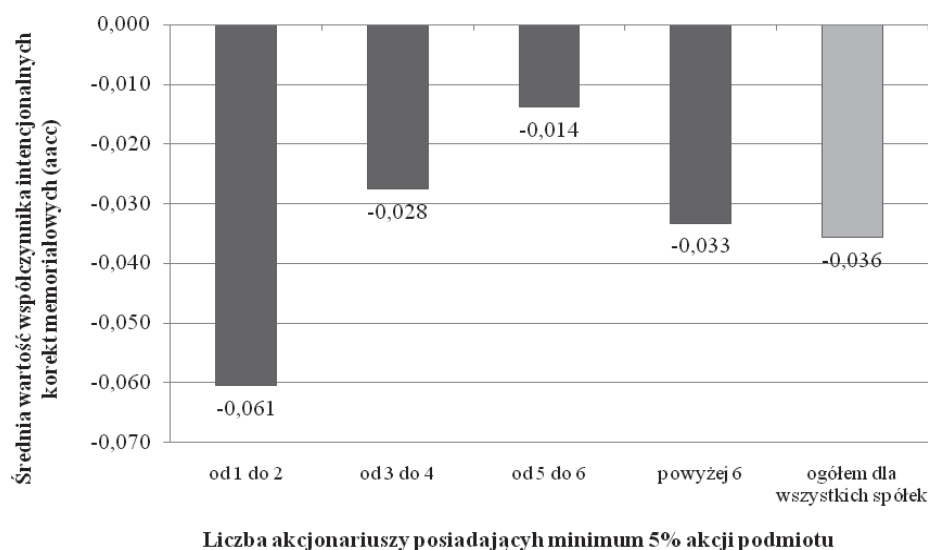
Z kolei na podstawie analizy 5-letnich średnich wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc* wynika, że zjawisko zarządzania zyskiem największe rozmiary przybrało w spółkach posiadających maksymalnie dwóch akcjonariuszy posiadających w swojej dyspozycji co najmniej 5% akcji danej jednostki (zob. rys. 2). W pozostałych podmiotach zrealizowane zostały strategie wykazywania przeciętnych wartości intencjonalnych różnic memoriałowych poniżej średniej sektorowej.



Rys. 1. Średnie 5-letnie wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa *wrsf* w zależności od liczby akcjonariuszy dysponujących co najmniej 5% akcji przemysłowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.





Rys. 2. Średnie 5-letnie wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc* w zależności od liczby akcjonariuszy dysponujących co najmniej 5% akcji przemysłowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.

Pogłębione badania empiryczne, przeprowadzone w oparciu o test ANOVA lub (w przypadku stwierdzenia braku homogeniczności wariancji) o test równości średnich Browna-Forsythe'a<sup>17</sup> wykazały, że liczba akcjonariuszy posiadających minimum 5% akcji danego podmiotu nie determinowała w sposób istotny statystycznie generowanych wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych *wrsf* (zob. tab. 1). Jednakże była ona tym czynnikiem, który w sposób istotny statystycznie wpływał na wartość współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc*.

Tabela 1

Wyniki testów statystycznych opisujących zależności między liczbą akcjonariuszy posiadających min. 5% akcji przemysłowych spółek akcyjnych a wybranymi współczynnikami obrazującymi zarządzaniem zyskiem w tychże podmiotach

Rodzaj testu	Rodzaj zależności	
	liczba akcjonariuszy posiadających min. 5% akcji podmiotu a wartość współczynnika <i>wrsf</i>	liczba akcjonariuszy posiadających min. 5% akcji podmiotu a wartość współczynnika <i>aacc</i>
	Wartość testu <sup>18</sup>	
Test Levene'a	0,476	0,495
Jednoczynnikowa Anova	0,954	0,011
Test Browna-Forsythe'a	0,900	0,008
Eta-kwadrat	0,000	0,016

Źródło: Opracowanie własne.

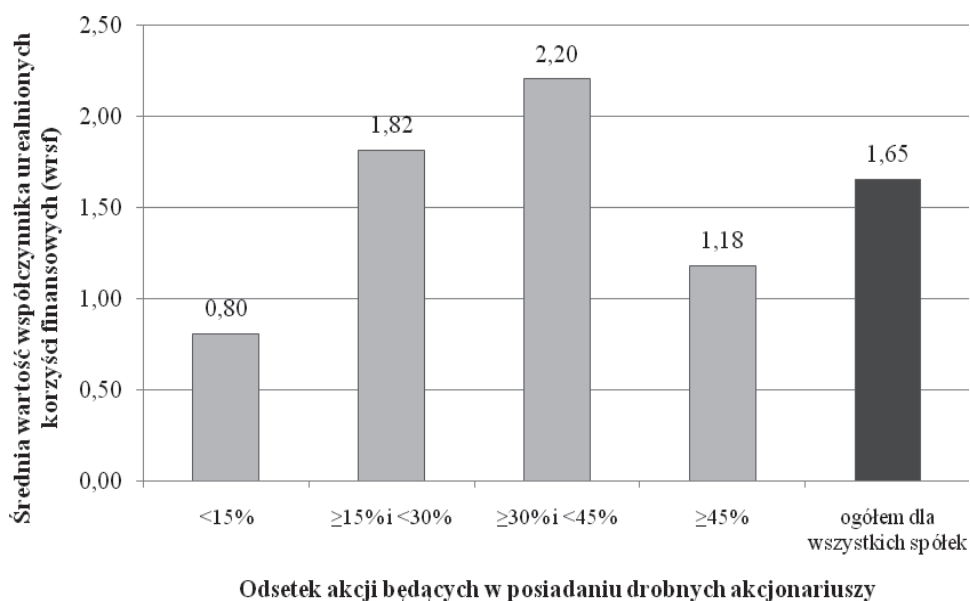
<sup>17</sup> Na mocy centralnych twierdzeń granicznych przyjęto, że rozkład zmiennej zależnej ma charakter rozkładu normalnego w poszczególnych podpopulacjach. Badanie jednorodności wariancji przeprowadzono na podstawie testu Levene'a. Badania realizowano przy przyjętym poziomie istotności równym  $\alpha = 0,05$ .

<sup>18</sup> Czcionką pogrubioną oznaczono testy istotne statystycznie przy przyjętym poziomie istotności  $\alpha=0,05$ .

Przeprowadzone badania wykazały ponadto, że średnie wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa wyraźnie różnicowały się ze względu na odsetek akcji przemysłowych spółek akcyjnych, należących do portfela drobnych akcjonariuszy (zob. rys. 3). Strategie wykazywania ponadprzeciętnych wartości współczynnika *wrsf* były charakterystyczne dla podmiotów, dla których odsetek akcji będących w dyspozycji drobnych właścicieli mieścił się w przedziale 15-45%.

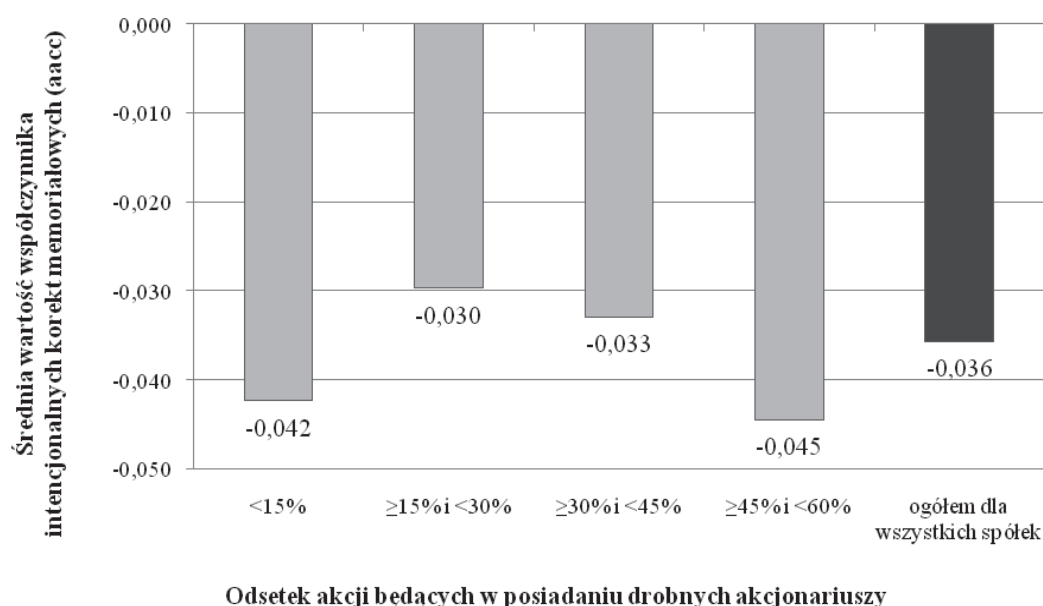
Nieco mniejsze dysproporcje odnośnie kształtowania miar obrazujących zjawisko zarządzania zyskiem odnotowano w przypadku odnotowanych wartości współczynnika intencjonalnych różnic memoriałowych, które - w zależności od udziału procentowego akcji będących w posiadaniu drobnych akcjonariuszy – przybierały średnie roczne wartości w przedziale od -0,03 do -0,045 (zob. rys. 4).

Wyniki badań empirycznych, zawierające wartości obliczonych współczynników korelacji rang Spearmana, wskazały jednoznacznie na występowanie bardzo słabych związków między analizowanymi zmiennymi (zob. tab. 2). Można zatem orzec, iż odsetek akcji będących w posiadaniu drobnych akcjonariuszy nie był statystycznie istotną determinantą kształtującą wartości współczynników: *wrsf* i *aacc*.



Rys. 3. Średnie 5-letnie wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa *wrsf* w zależności od odsetka akcji znajdujących się w portfelu drobnych akcjonariuszy w przemysłowych spółkach giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.



Rys. 4. Średnie 5-letnie wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc* w zależności od odsetka akcji znajdujących się w portfelu drobnych akcjonariuszy w przemysłowych spółkach giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.

Tabela 2

Charakter relacji zachodzących między wybranymi miarami obrazującymi zarządzanie zyskiem a odsetkiem akcji przemysłowych spółek akcyjnych znajdujących się w portfelu drobnych akcjonariuszy

Miara korelacji	Rodzaj zależności	
	odsetek akcji będących w dyspozycji drobnych akcjonariuszy a wartość współczynnika <i>wrsf</i>	odsetek akcji będących w dyspozycji drobnych akcjonariuszy a wartość współczynnika <i>aacc</i>
Współczynnik korelacji rang Spearmana	0,028	-0,019
Istotność asymptotyczna	0,459	0,814

Źródło: Opracowanie własne.

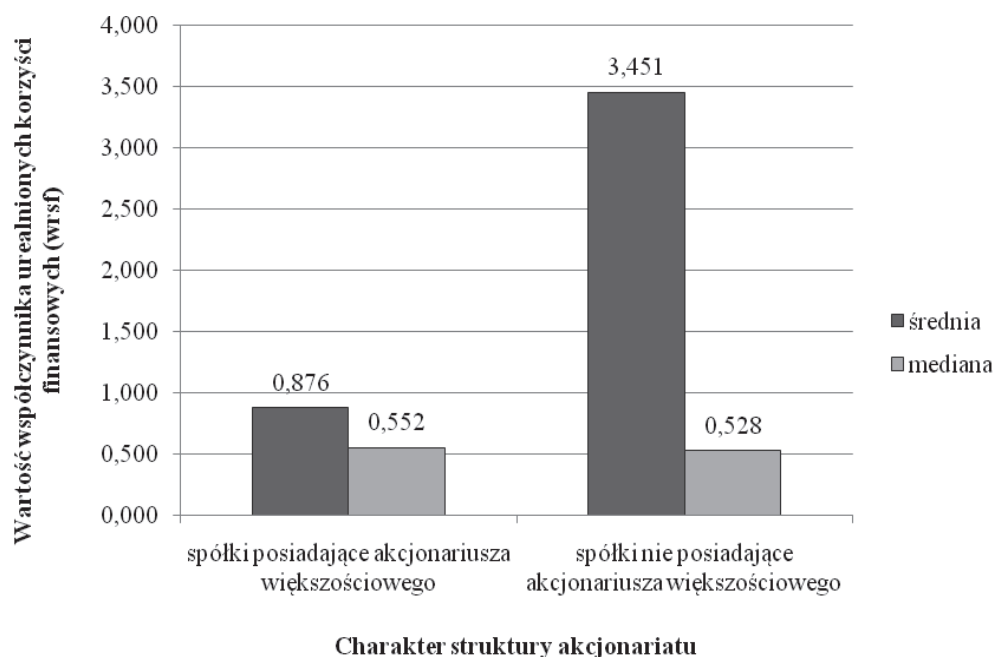
Dalsze badania empiryczne nakierowane zostały na uzyskanie odpowiedzi na dwa pytania, a mianowicie: czy wielkość i charakter wykazywanych korekt zysku netto różnicuje się ze względu na fakt występowania akcjonariuszy większościowych w strukturze właścicielskiej publicznych przemysłowych spółkach akcyjnych? A także, czy rodzaj akcjonariusza dysponującego większością pakietem akcji wpływa na przyjęty sposób zarządzania zyskiem w tychże podmiotach?

Z wyników przeprowadzonych badań empirycznych wynika, że średnie odchylenia współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa *wrsf* od jedności były zdecydowanie wyższe w tych przedsiębiorstwach wytwórczych, które nie posiadały

akcjonariusza większościowego (zob. rys. 5). Bazując na 5-letnich przeciętnych wartościach omawianej miary można orzec, że w przyjętym horyzoncie badawczym podmioty te charakteryzowały się średnią wartością współczynnika urealnionych korzyści finansowych na poziomie równym 3,45. Z kolei przemysłowe spółki kapitałowe, których co najmniej połowa akcji należała do jednego akcjonariusza, w przyjętym okresie generowały średnie wartości współczynnika *wrsf* wynoszące zaledwie 0,88. Bardzo duża rozbieżność w zakresie kształtowania średnich i środkowych wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa w grupie spółek charakteryzujących się brakiem akcjonariuszy większościowych świadczy o wyraźnie prawostronnej asymetrii rozkładu badanej zmiennej.

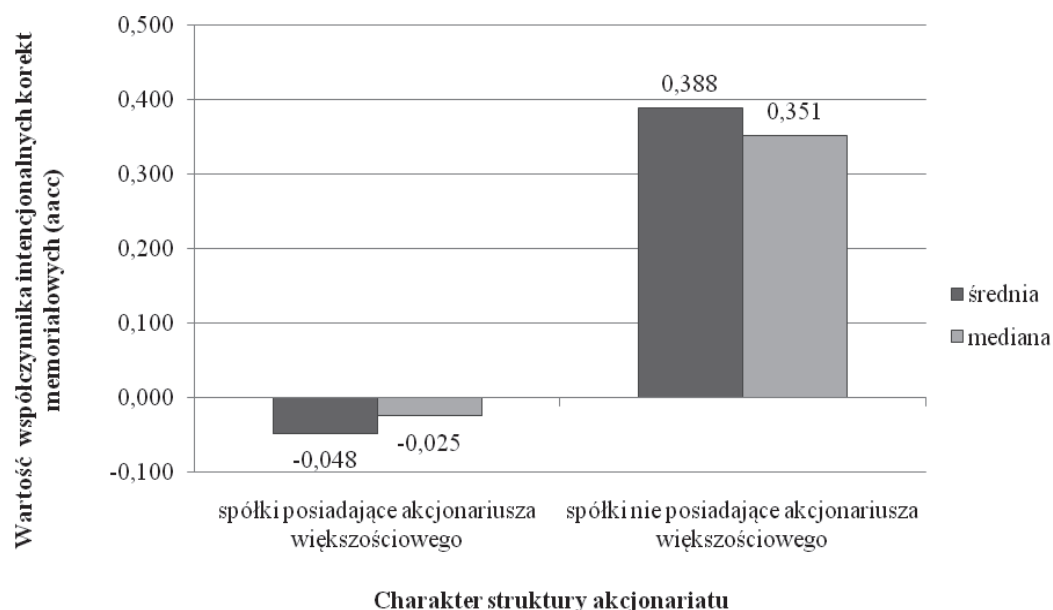
Podobne wnioski dotyczące skali implementowanych praktyk z zakresu zarządzania zyskiem można wysunąć na podstawie kształtowania średnich i środkowych 5-letnich wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc*. Były one zdecydowanie wyższe w tych spółkach przemysłowych, które nie posiadały akcjonariusza większościowego (zob. rys. 6).

Należy przede wszystkim zaznaczyć, że na podstawie wyników przeprowadzonego testu t-studenta udowodniono, że fakt występowania akcjonariusza większościowego w strukturze własnościowej badanych podmiotów można traktować jako istotną statystycznie determinantę kształtującą wartość współczynnika *dacc* (zob. tab. 3).



Rys. 5. Średnie i środkowe 5-letnie wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa *wrsf* w przemysłowych spółkach giełdowych posiadających lub nie posiadających akcjonariusza większościowego w strukturze własnościowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.



Rys. 6. Średnie i środkowe 5-letnie wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto *aacc* w przemysłowych spółkach giełdowych posiadających lub nie posiadających akcjonariusza większościowego w strukturze własnościowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*

Tabela 3

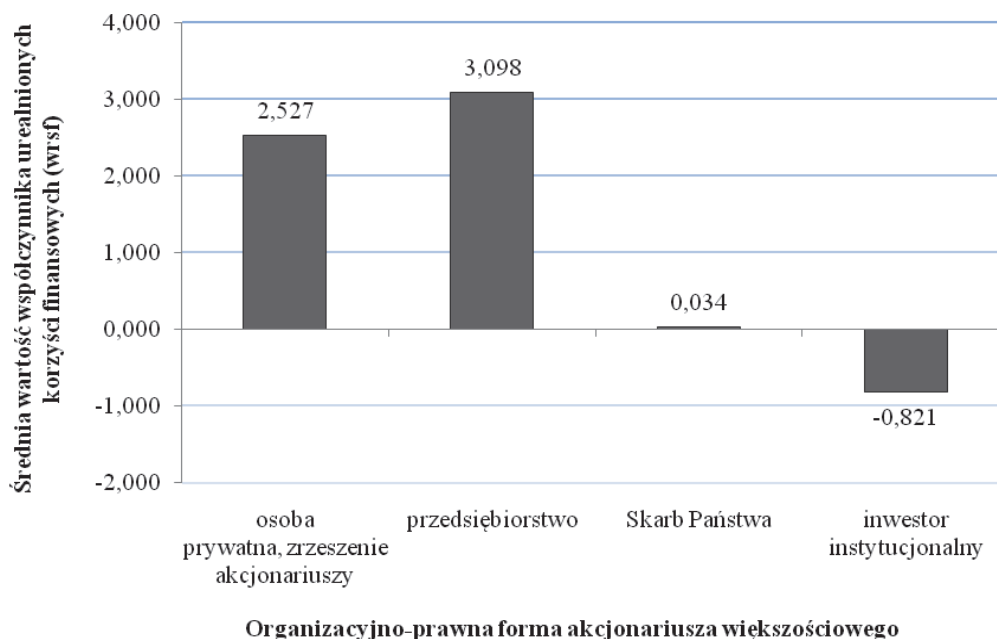
Wyniki testów statystycznych opisujących zależności między występowaniem akcjonariuszy większościowych a wybranymi współczynnikami obrazującymi strategie zarządzaniem zyskiem w przemysłowych spółkach giełdowych

Rodzaj testu	Rodzaj zależności	
	występowanie akcjonariusza większościowego a wartość współczynnika <i>wrsf</i>	występowanie akcjonariusza większościowego a wartość współczynnika <i>aacc</i>
	Wartość testu	
Test Levene'a	0,004	0,987
Test t-Studenta (założono równość wariancji)	0,060	0,048
Test t-Studenta (nie założono równości wariancji)	0,088	0,048
Eta-kwadrat	0,005	0,006

Źródło: Opracowanie własne.

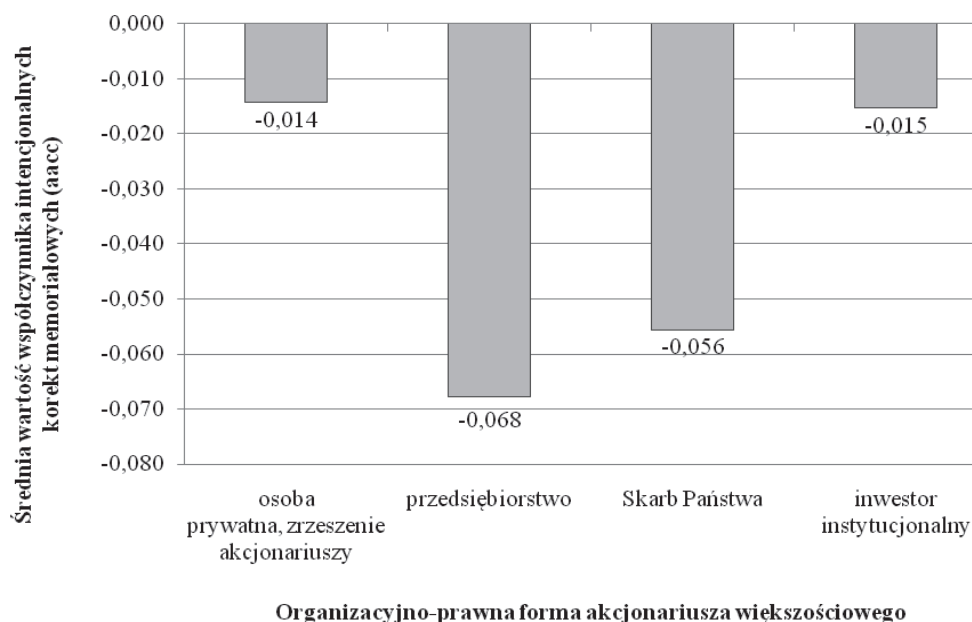
Na podstawie średnich 5-letnich wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych oraz ich przeciętnych odchylen od jedności można zauważyć, że skala zjawiska zarządzania zyskiem wyraźnie różnicowała się ze względu na organizacyjno-prawną formę akcjonariusza większościowego (zob. rys. 7). Była ona największa wśród spółek, których akcje stanowiły własność przedsiębiorstw komercyjnych (w tej grupie podmiotów

zanotowano najwyższe przeciętne wartości tej miary  $wrsf=3,1$ ) lub przedsiębiorstw kontrolowanych przez osoby prywatne bądź zrzeszenia akcjonariuszy ( $wrsf=2,5$ ).



Rys. 7. Średnie 5-letnie wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa  $wrsf$  w zależności od formy organizacyjno-prawnej przemysłowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.



Rys. 8. Średnie 5-letnie wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto  $aacc$  w zależności od formy organizacyjno-prawnej przemysłowych spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012-2016

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych giełdowych spółek akcyjnych zamieszczonych w *Notoria Serwis SA*.

Nieco odmienne wnioski odnośnie realizowanych praktyk zarządzania wynikiem finansowym netto wysunąć można na podstawie kształtowania średnich 5-letnich wartości współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto. Z ich analizy wynika bowiem, że zarządzanie zyskiem największe rozmiary przybierało wśród publicznych spółek wytwórczych, których akcjonariuszami większościowymi byli: Skarb Państwa ( $aacc=-0,056$ ) oraz przedsiębiorstwa rynkowe ( $aacc=-0,068$ ) (zob. rys. 8).

Dla porządku zaznaczyć należy, że wyniki przeprowadzonych testów: Anova i Browna-Forsythe'a jednoznacznie wskazały, że charakter akcjonariusza większościowego nie determinuje w sposób istotny statystycznie wartości współczynnika  $wrsf$  (zob. tab. 4). Stanowi on jednak istotny ze statystycznego punktu widzenia czynnik wpływający na wartość współczynnika  $aacc$ . Testy efektów międzyobiektowych *post-hoc* obrazowały dodatkowo, iż istotne różnice w zakresie kształtowania współczynnika intencjonalnych korekt zysku netto zachodziły wyłącznie pomiędzy spółkami, których większościowych akcjonariuszy stanowili: osoby prywatne/zrzeszenia akcjonariuszy oraz przedsiębiorstwa komercyjne.

Tabela 4

Wyniki testów statystycznych opisujących zależności między organizacyjno-prawną formą akcjonariuszy większościowych a wybranymi współczynnikami obrazującymi zarządzaniem zyskiem publicznych przemysłowych spółkach akcyjnych

Rodzaj testu	Rodzaj zależności	
	forma organizacyjno-prawna akcjonariusza większościowego a wartość współczynnika $wrsf$	forma organizacyjno-prawna akcjonariusza większościowego a wartość współczynnika $aacc$
	Wartość testu	
Test Levene'a	0,066	0,101
Jednoczynnikowa Anova	0,667	0,032
Test Browna-Forsythe'a	0,556	0,005
Eta-kwadrat	0,006	0,031

Źródło: Opracowanie własne.

## 5. Zakończenie

Praktyki związane z zarządzaniem zyskiem w spółkach kapitałowych koncentrują się wokół dążenia do wykazywania stabilnie rosnącego z okresu na okres poziomu wyniku finansowego oraz przedstawiania ogólnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w korzystniejszym świetle, aniżeli ona faktycznie stanowi. W systemie determinant zarządzania zyskiem na szczególną uwagę zasługuje struktura własnościowa podmiotu gospodarczego, będąca swoistym odzwierciedleniem zróżnicowanych postaw, oczekiwań i motywów działań interesariuszy przedsiębiorstwa.

Przedstawione w artykule wyniki badań empirycznych pozwoliły na dokonanie pozytywnej weryfikacji przyjętej pierwszej hipotezy badawczej (HP1.), twierdzącej, że w przemysłowych spółkach giełdowych stopień koncentracji struktury właścicielskiej jest statystycznie istotną miarą kształtującą wartość współczynnika intencjonalnych korekt zysku *aacc*. Z analizy uzyskanych wyników okazało się bowiem, że wartość tego współczynnika w sposób istotny statystycznie była determinowana przez: liczbę akcjonariuszy posiadających w swoim portfelu co najmniej 5% akcji danego podmiotu, fakt występowania akcjonariusza większościowego (lub jego braku) w spółce, a częściowo także przez organizacyjno-prawną formę akcjonariuszy większościowych. Podobnie, w sposób pozytywny zweryfikowana została druga hipoteza badawcza (HP2.), uznająca, iż najniższe odchylenia wartości współczynnika urealnionych korzyści finansowych przedsiębiorstwa od jedności notuje się w tych przedsiębiorstwach przemysłowych, w których akcjonariuszem większościowym jest Skarb Państwa. Średnie 5-letnie wartości współczynnika *wrsf*, kształtujące się na poziomie równym 0,034, świadczą o najmniejszej skali praktyk z zakresu zarządzania zyskiem w tychże podmiotach.

Należy wskazać, że przedstawione wyniki badań nie mogą zostać zgeneralizowane z uwagi na fakt, iż zawierają one cząstkowe rezultaty. Wpisują się one jednak w popularny nurt dociekań naukowych dotyczących związków pomiędzy strukturą akcjonariatu podmiotów gospodarczych a osiąganą ekonomiczną efektywnością ich funkcjonowania. Stanowią także przyczynek do dalszych badań w tym zakresie, uwzględniających potrzebę formułowania i realizacji nowych paradygmatów zarządzania przedsiębiorstwami przemysłowymi i zwracających uwagę na konieczność pełniejszej analizy zróżnicowania branżowego techniczno – technologicznych procesów produkcji przemysłowej oraz rynkowych warunków działania podmiotów prowadzących działalność wytwórczą.

## Bibliografia

1. Wędzki D.: Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2009.
2. Smejda M.: Determinanty zarządzania zyskami. „Studia Ekonomiczne”, nr 125, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012.
3. Cieślak R.: Jakość zysku spółek IPO na przykładzie GPW w Warszawie. „Studia Ekonomiczne”, nr 201, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.
4. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).



5. Jensen M., Meckling W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, No. 4, 1976.
6. Klepczarek E.: Nadzór korporacyjny a wyniki przedsiębiorstw: problem metodologii badań. „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, nr 4 (55), Wydział Ekonomii i Zarządzania Uczelni Łazarskiego, Warszawa 2016.
7. Szewc-Rogalska A.: Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych, „Gospodarka Narodowa” nr 10/2006, Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH, Warszawa 2006.
8. Megginson W. L., Netter J. M.: From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization, „Journal of Economic Literature”, Vol. 39, No. 2., 2001.
9. Wilczyński R., Struktura właścicielska a efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 67, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014.
10. Healy P.M., Wahlen J.M.: A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. “Accounting Horizons”, No. 13, 1999.
11. Richardson S., Earnings Quality and Short Sellers. “Accounting Horizons”, No. 17, 2003.
12. Stochniałek-Mulas K., Fita K.: Sprawozdanie finansowe w krzywym zwierciadle. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, tom 64(120). Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
13. Roychowdhury, S.: Earnings Management through Real Activities Manipulation. “Journal of Accounting and Economics”, No. 42 (3), 2006.
14. Comporek M., Determinanty efektywności ekonomicznej aktywów obrotowych przemysłowych spółek giełdowych. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
15. Chen T., Analysis on Accrual-based Models in Detecting Earnings Management. “Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics”, No. 2, 2010/2011.