

Jakość wyników finansowych spółek publicznych. Perspektywa inwestora

Dr Michał Comporek

Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny

Uniwersytet Łódzki

Łódź, 2025

Jakość wyników finansowych spółek publicznych.
Perspektywa inwestora
Dr Michał Comporek
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Recenzenci
dr hab. Piotr Wójtowicz
dr hab. Jan Michałak

Wydawca
Instytut Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi

Korekta
Małgorzata Dziegielewska

Opracowanie i przygotowanie do druku
Bogusław Janowski

Druk
Drukarnia Oltom Korościk Sp.K., Łódź
www.oltom.eu

ISBN 978-83-969212-4-6

ISBN 978-83-969212-4-6



Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział I	
Perspektywy badawcze i aplikacyjne wyniku finansowego spółek publicznych	13
1.1. Modele i narzędzia komunikacji spółek publicznych z inwestorami – zarys problematyki	13
1.2. Koncepcje postrzegania zysku w praktyce i teorii rachunkowości	23
1.3. Istota, obszary analityczne i systematyka mierników jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw	38
Rozdział II	
Dualny wymiar kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie	53
2.1. Kształtowanie wyniku finansowego typu rachunkowego i realnego – podstawowe zagadnienia	53
2.2. Metodologiczne dylematy oceny zakresu kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstw	67
2.3. Determinanty kształtowania wyniku finansowego na polskim rynku kapitałowym w świetle wybranych badań naukowych	81
Rozdział III	
Relacje między wybranymi miernikami jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych	89
3.1. Zakres kształtowania zysku (straty) netto a stabilność, przewidywalność i gładkość wyniku finansowego	89
3.2. Związki między rachunkowym a rzeczowym kształtowaniem wyniku finansowego w spółkach publicznych	96
3.3. Lepkość kosztów jako determinanta kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych	107
3.4. Dyskrecjonalne różnice memoriałowe a konserwatyzm rachunkowy	112
Rozdział IV	
Jakość wyniku finansowego a kreacja wartości dla właścicieli spółek publicznych	121
4.1. Jakość wyników finansowych w spółkach publicznych operujących i nieoperujących w ramach grup kapitałowych	121
4.2. Stopień rachunkowego kształtowania wyniku finansowego a obrotowość akcji spółek publicznych	126
4.3. Jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach niedowartościowanych i przewartościowanych – badanie diagnostyczne	131
4.4. Jakość wyniku finansowego a wypłata dywidendy na polskim rynku kapitałowym	138
4.5. Kształtowanie wyniku finansowego a całkowity zwrot dla akcjonariuszy spółek publicznych	144
Zakończenie	151
Bibliografia	159
Spis tabel	171
Spis rysunków	173

Wprowadzenie

Podczas podejmowania decyzji dotyczących alokacji kapitału na giełdzie inwestorzy dążący do pomnażania środków pieniężnych poprzez realizację przedsięwzięć o ponadprzeciętnych stopach zwrotu korzystają z różnorodnych źródeł informacji. Ze względu na fakt, że podejmowanie decyzji często następuje w natłoku wpływających zewsząd komunikatów pod presją czasu oraz w warunkach stresu i niepewności, niejednokrotnie podejmowanie racjonalnych wyborów w oparciu o umiejętność poprawnej kalkulacji prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń przegrywa z indywidualnymi preferencjami inwestora oraz manipulacją kontekstem informacji (Adamczyk-Kowalczyk, 2022, s. 71). Odstępstwa od założeń normatywnej teorii użyteczności stają się faktem, outsiderzy wykazują tendencję do asymetrycznego postrzegania doświadczeń pozytywnych i negatywnych (awersja do strat), postępują zgodnie z zasadą malejącej wrażliwości, zaś percepcja i rozwiązywanie ekonomicznych problemów w wielu przypadkach następuje u nich izolacyjnie, w oderwaniu od kontekstu (Kahneman, Lovallo, 1993, s. 19). Immanentną cechą rynków kapitałowych jest też asymetria informacji, rozumiana jako stan nierównowagi pod względem zasobów informacji o istotnych charakterystykach poszczególnych emitentów. Choć zjawisko to może być ograniczane m.in. poprzez przyznanie interesariuszom jednostki prawa do żądania od zarządu spółki przekazywania informacji w sposób i o treściach precyzyjnie określonych normami prawa oraz poprzez stwarzanie warunków minimalizujących bodźce do oportunistycznych zachowań kadry menedżerskiej, nigdy nie zostanie całkowicie zredukowane. Na finalny przebieg procesów decyzyjnych

wśród inwestorów wpływ będą miały zatem zarówno inklinacje behawioralne, wiedza, doświadczenie i preferencje odnośnie form i sposobów inwestowania, jak i kontekst komunikowania się, ze szczególnym uwzględnieniem zagrożeń wynikających z manipulowania przekazywanymi informacjami.

Zasadniczym celem monografii jest zbadanie wpływu procesów kształtowania wyniku finansowego na jakość raportowanych wyników oraz na kreację wartości dla właścicieli spółek giełdowych. W ramach szczegółowych celów badawczych wyróżniono trzy kluczowe obszary analizy. Po pierwsze, monografia bada komplementarny charakter działań wchodzących w skład dwóch głównych grup instrumentów oddziaływania na wynik finansowy jednostki, tj. praktyk kształtowania wyniku typu memoriałowego (opartego na przyjętych zasadach i szacunkach rachunkowości) oraz typu realnego (rzeczowego, poprzez transakcje). Po drugie, wypełniając istotną lukę badawczą w kontekście polskiego rynku kapitałowego, analizuje ona statystyczne związki między skalą rachunkowego i rzeczowego kształtowania wyniku finansowego a stabilnością, przewidywalnością i gładkością raportowanych wyników, asymetrycznością kosztów oraz zakresem implementowanego konserwatyzmu rachunkowego. Po trzecie, monografia koncentruje się na identyfikacji powiązań między jakością raportowanych wyników a całkowitym zwrotem dla akcjonariuszy spółek giełdowych, mierzonym stopą rentowności akcji oraz wdrażaną polityką wypłaty dywidendy. Opracowanie to nie tylko systematyzuje dotychczasową wiedzę na temat mechanizmów wpływających na jakość wyniku finansowego, ale także dostarcza cennych wskazówek dotyczących metodologii jej pomiaru.

Podejmowany temat badawczy wydaje się kluczowy z perspektywy uczestników rynku kapitałowego, ponieważ wiarygodność i przejrzystość raportowanych wyników integralnie wpływa na decyzje inwestorów, ich zdolność do oceny rzeczywistej kondycji finansowej spółek oraz efektywność alokacji kapitału. Lepsza jakość wyników finansowych może przyczyniać się do zmniejszenia asymetrii informacji, ograniczenia ryzyka inwestycyjnego i zwiększenia zaufania do rynku kapitałowego. W monografii podkreślono, że najważniejszym źródłem informacji dla inwestorów wciąż są bieżące i okresowe raporty spółek publicznych. Aby zawarte w nich dane były użyteczne i odpowiednio spełniały swoją rolę, muszą się one odznaczać fundamentalnymi cechami jakościowymi, takimi jak: przydatność decyzyjna i wierna prezentacja. Pierwsza ze wspomnianych kategorii będzie miała swoje odzwierciedlenie w sytuacji, gdy na jej podstawie użytkownik sprawozdania finansowego zdecyduje się zmienić swoją pierwotną decyzję lub też będzie przekonany o trafności wcześniejszych ustaleń. O przydatności

decyzyjnej informacji sprawozdawczej świadczą takie atrybuty, jak: wartość przewidująca, wartość potwierdzająca oraz istotność. Z kolei wierna prezentacja wiąże się z obiektywnym odzwierciedlaniem transakcji i zdarzeń gospodarczych zachodzących w przedsiębiorstwie. Jest ona kształtowana przez takie właściwości informacji sprawozdawczej, jak: kompletność, neutralność i bezbłądność. Nie trzeba nikogo przekonywać, że raportowanie rzetelnych i niezmanipulowanych danych jest warunkiem koniecznym do stworzenia możliwości dokonywania dalszych, trafnych analiz dotyczących oceny standingu majątkowo-finansowego emitenta, wskazywania przesłanek kontynuacji działalności, określania jego perspektyw rozwojowych oraz wyceny. Kształtowanie cen walorów giełdowych jest wszak pochodną wartości przedsiębiorstwa.

W szerokim spektrum informacji raportowanych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych na szczególną uwagę zasługuje wynik finansowy, będący prawdopodobnie najbardziej syntetycznym miernikiem oceny działalności jednostek gospodarczych, instytucji i organizacji pozarządowych. W przypadku przedsiębiorstwa, kategoria ta odzwierciedla nie tylko finansowe efekty realizowanej działalności gospodarczej, lecz wskazuje również na wartość podejmowanych i realizowanych przez nie poczynąń w sferze społecznej i kulturowej.

Znaczenie wyniku finansowego wiąże się z wypełnianiem przezeń różnych funkcji w podmiocie gospodarczym, takich jak: funkcja finansowa, motywacyjna, zabezpieczająca czy też funkcja celu (pośrednie umożliwianie osiągnięcia priorytetowego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja jego wartości). Jednakże, ze względu na swój memoriałowy charakter, wynik finansowy jest wielkością ekonomiczną wysoce podatną na intencjonalne kształtowanie, co może wpływać na jego cechy jakościowe. Choć jakość wyniku finansowego (ang. *earnings quality*) jest obszarem dociekań naukowych od dziewięćdziesięciu lat (Michalak, 2018, s. 109), nadal nie wykształciła się jedna i spójna koncepcja opisująca omawianą kategorię. Dechow i in. (2010), prezentując wielowymiarową perspektywę postrzegania jakości wyniku finansowego, definiują ją na podstawie trzech grup atrybutów. Pierwszą z nich stanowią cechy bezpośrednio określające jakość raportowanego zysku (straty) w przyjętym horyzoncie odniesienia, takie jak: stabilność, przewidywalność, gładkość czy istotność decyzyjna. Są one wypadkową przyjętej w jednostce zasady i polityki rachunkowości, a zarazem efektem subiektywnych wyborów księgowych w zakresie intencjonalnego wpływania na wartość raportowanego wyniku. Druga może być charakteryzowana w oparciu o reakcje inwestorów na poziom wykazywanych wyników przez podmiot sprawozdawczy oraz związków pomiędzy zyskami księgowymi

a kształtowaniem cen akcji czy stóp zwrotu. Z kolei trzecia grupa jest rezultatem dostrzeżenia przez outsiderów problemów z jakością udostępnianych danych sprawozdawczych w zakresie zniekształceń wyniku finansowego, przy czym, aby o niej można było mówić, najpierw wspomniane nieścisłości musiałyby zostać uchwycone i udokumentowane.

Jednym z najbardziej istotnych obszarów analitycznych w ocenie jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw jest problematyka estymacji skali i kierunków kształtowania wyników w przedsiębiorstwie (ang. *earnings management*). Zjawisko to może być opisane jako wdrażanie praktyk skutkujących brakiem wykazania takiego poziomu wyniku finansowego, jaki jest znany zarządowi, i który byłby wykazany w sprawozdaniu finansowym emitenta w normalnych okolicznościach (tj. w przypadku braku wcześniej zdefiniowanych i postawionych celów finansowych możliwych do osiągnięcia na gruncie twórczej interpretacji zasad rachunkowości, elastycznego podejścia do procesów rejestracji, ewidencji, przetwarzania i prezentacji zdarzeń gospodarczych oraz strukturalizacji operacji biznesowych). Ingerencja kadry zarządzającej w procesy przygotowania raportów finansowych ma zdywersyfikowane uwarunkowania i ścieżki realizacji. Działania te mogą być różnie interpretowane pod kątem kryteriów etycznych oraz obaw dotyczących naruszenia standardów rachunkowości. W monografii przyjęto, że zjawisko kształtowania wyników nie zawsze musi być postrzegane jako praktyka szkodliwa i oportunistyczna. W pewnych warunkach bowiem kształtowanie zysku (straty) może stać się mechanizmem wyrównującym niedoskonałości kontraktowe i niwelującym asymetrię informacji między interesariuszami przedsiębiorstwa (Arya i in., 1998). W realnych warunkach rynkowych, w których pełna transparentność nie zawsze jest możliwa do osiągnięcia, oddziaływanie na wynik finansowy ze strony menedżerów (np. poprzez stabilizację wyników lub działania na rzecz poprawy płynności finansowej) może okazać się korzystne z perspektywy realizacji celów podmiotu gospodarczego. Zauważa się również, że percepcja kształtowania wyników może zależeć od powszechnie uznanych społecznych wzorców zachowań (Sunder, 2005). Rachunkowość jako zbiór społecznych oczekiwań i norm ma ogromny wpływ na to, jakie techniki kształtowania będą uznawane za akceptowalne, a jakie nie. Co więcej, zmieniający się kontekst społeczny i rynkowy może powodować, że sposób widzenia działań z zakresu intencjonalnego kształtowania wyników będzie ewoluował.

Monografia ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z: wprowadzenia, czterech rozdziałów, zakończenia, spisów tabel i rysunków oraz bibliografii. W rozdziale pierwszym, zatytułowanym *Perspektywy badawcze i aplikacyjne*

wyniku finansowego spółek publicznych, znalazły się rozważania nad: modelami i instrumentami komunikacji marketingowej spółek publicznych z inwestorami, postrzeganiem zysku na gruncie praktyki oraz wybranych teorii rachunkowości czy też postrzeganiem kategorii wyniku finansowego z perspektywy syntaktycznej, semantycznej oraz pragmatycznej. Rozdział ten traktuje również o problematyce oceny cech jakościowych informacji sprawozdawczych, omawia główne obszary analityczne jakości wyniku finansowego oraz prezentuje systematykę mierników wykorzystywanych do pomiaru *earnings quality* w podmiocie gospodarczym.

Rozdział drugi, pt. *Dualny wymiar kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie*, zawiera szerszą charakterystykę zjawiska kształtowania zysku (straty) w jednostkach gospodarczych, prezentując jego wybrane ujęcia terminologiczne, wymiary, umiejscowienie względem praktyk rachunkowości kreatywnej oraz kryteria klasyfikacyjne metod i ścieżek rachunkowego i rzeczowego kształtowania wyniku finansowego. Ponadto rozdział ten podejmuje problematykę metodologicznych dylematów związanych z oceną skali kształtowania wyników, z którymi muszą zmierzyć się badacze podczas dokonywania estymacji procesów intencjonalnego oddziaływania na wynik finansowy. Prezentuje on również najciekawsze – zdaniem autora – wyniki dotychczasowych badań empirycznych nad zagadnieniem determinant kształtowania wyników finansowych na rynku kapitałowym w Polsce.

Rozdział trzeci, dotyczący *Relacji między wybranymi miernikami jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych*, opisuje związki dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyodrębnianych za pomocą modeli Jones (1991) oraz Dechow, Richardsona i Tuny (2003) z zagregowanymi wskaźnikami realnego kształtowania wyniku finansowego estymowanymi przy użyciu metodologii Roychowdhury’ego (2006). Przedstawia on także charakterystykę zależności zachodzących między zakresem kształtowania zysku (straty) netto w spółkach giełdowych a stabilnością, przewidywalnością i gładkością raportowanych wyników, konserwatyzmem rachunkowym oraz poziomem lepkości kosztów. Zwłaszcza dwie ostatnie z wymienionych perspektyw badawczych stanowią słabo dotąd rozpoznana przestrzeń naukową z perspektywy polskiego rynku kapitałowego.

Wreszcie rozdział czwarty, pt. *Jakość wyniku finansowego a kreacja wartości dla właścicieli spółek publicznych*, odnosi się do zagadnień związanych ze statystycznym zróżnicowaniem miar jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych funkcjonujących w ramach grup kapitałowych i pełniących role

jednostek dominujących oraz w pozostałych przedsiębiorstwach giełdowych. Prezentuje on również wyniki analiz empirycznych nad stopniem rachunkowego kształtowania wyników a obrotowością akcji oraz jakością wyników w spółkach niedowartościowanych i przewartościowanych. Rozdział ten daje odpowiedź na pytanie, czy spółki publiczne wypłacające dywidendę w latach 2014–2023 charakteryzowały się lepszą jakością raportowanych zysków (strat) netto od reszty jednostek biorących udział w badaniu oraz przedstawia relacje zachodzące między skalą, kierunkami i metodami kształtowania wyników a uzyskiwanym poziomem rocznego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy z tytułu inwestycji w akcje danego emitenta.

W zakończeniu pracy znalazły się spostrzeżenia oraz wnioski wywodzące się z wyników przedstawionych badań empirycznych.

Choć w pracy zastosowane zostały zróżnicowane metody statystyczne (tj. miary tendencji centralnej, zróżnicowania, zależności statystyczne, testy istotności statystycznej, regresja wieloraka), w możliwie szerokim stopniu używano metod charakterystycznych dla statystyki nieparametrycznej. Było to uwarunkowane przede wszystkim charakterem rozkładu zmiennych uwzględnionych w analizach empirycznych. Postawiony cel główny monografii oraz weryfikacja przyjętych perspektyw badawczych zdeterminowały potrzebę przywołania i zarazem wyselekcjonowania bogatej literatury przedmiotu. Badania empiryczne zrealizowane zostały na podstawie danych 217 spółek publicznych notowanych na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2014–2023, których akcje były przedmiotem obrotu przez wszystkie lata przyjętego horyzontu odniesienia. Ze względu na różnice w zakresie prezentacji danych finansowych, z próby badawczej wykluczono podmioty należące do sektora banków i ubezpieczeń. Dodatkowym kryterium wyboru przedsiębiorstw do badań była dostępność rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych, raportowanie rachunku zysków i strat w wariantach kalkulacyjnym oraz wykazywanie wszystkich danych liczbowych niezbędnych do dalszych kalkulacji.

Podczas pisania pracy pojawiły się dylematy natury metodologicznej związane z wykorzystywanymi sposobami estymacji jakości raportowanych wyników w spółkach publicznych. Dotyczyły one głównie doboru odpowiednich narzędzi badawczych, jak i sposobów estymacji współczynników charakteryzujących zakres kształtowania wyników w testowanych przedsiębiorstwach. Finalnie zdecydowano, że analizy empiryczne zostaną zrealizowane na poziomie poszczególnych przedsiębiorstw, a nie zaś w ujęciu przekrojowym. Argumentem skłaniającym ku wyborze takiego rozwiązania były wcześniejsze doświadczenia

innych autorów, mówiące, że wzorce kształtowania wyników są specyficzne dla każdej firmy, a w obrębie spółek prowadzących działalność gospodarczą w tych samych sektorach procesy gospodarcze wcale nie muszą charakteryzować się podobieństwem (zob. np. Hambrick, Mason, 1984; Srivastava, 2019). Podobnie jak w większości porównywalnych analiz dotyczących problematyki jakości wyniku finansowego na mniejszych rynkach, próba badawcza objęła wszystkie przedsiębiorstwa (obserwacje) dostępne w bazie. Ma to swoją wadę, ponieważ badania przeprowadzone dla populacji mówią jedynie o niej samej, natomiast dla próby (losowej) mogą objaśniać zależności dla całej populacji, a nie tylko dla spółek znajdujących się w próbie (Gruszczyński, 2013, s. 167).

Odpowiedzialność za przedstawione w monografii wyniki badań oraz wyciągnięte na ich podstawie wnioski ponosi wyłącznie autor opracowania. Wydaje się, że rozpatrywana w pracy sfera badawcza nie stanowi zamkniętej przestrzeni i tym samym należy traktować ją jako podłoże do podejmowania i rozwijania dalszych prac teoretyczno-empirycznych nad zagadnieniami jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych.

Autor chciałby serdecznie podziękować Panu Profesorowi Janowi Michalakowi z Katedry Rachunkowości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego oraz Panu Profesorowi Piotrowi Wójtowiczowi z Katedry Rachunkowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie za cenne i konstruktywne uwagi i sugestie, które wpłynęły na ostateczny kształt monografii.

Przedstawione opracowanie zostało sfinansowane przez Instytut Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi w ramach projektu badawczego pt. *Użyteczność wybranych miar predykcji jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw – perspektywa inwestora*.

Rozdział I

Perspektywy badawcze i aplikacyjne wyniku finansowego spółek publicznych

1.1. Modele i narzędzia komunikacji spółek publicznych z inwestorami – zarys problematyki

Czynne uczestnictwo w grze giełdowej oferuje inwestorom możliwość szybkiego pomnażania środków pieniężnych poprzez realizację inwestycji o ponadprzeciętnych stopach zwrotu. Podstawową zasadą podejmowania decyzji finansowych przez osoby lokujące kapitał na giełdzie jest bowiem maksymalizowanie wartości całkowitych dochodów z funduszy zainwestowanych w walory określonego emitenta. Ryzyko inwestycyjne związane z zakupem instrumentów własnościowych uwarunkowane jest m.in. dostępem do informacji o emitentach papierów wartościowych. Cechą rynków kapitałowych jest fakt, iż jego uczestnicy są w różny sposób informowani o istotnych okolicznościach, od których zależy zarówno cena dobra będącego przedmiotem obrotu (Mamcarz, 2012, s. 50), jak i standing finansowy podmiotu gospodarczego, jego pozycja rynkowa, kwalifikacje kadry zarządzającej itp. Jak zauważają Franke i Hax (1994, s. 413), asymetria informacji na rynku kapitałowym, rozumiana jako stan nierównowagi pod względem zasobów informacji o istotnych charakterystykach emitenta, niwelowana jest w dwojaki sposób. Pierwszym z nich jest stwarzanie warunków zapewniających

szerszy dostęp do informacji poprzez przyznanie interesariuszom prawa do żądania od zarządu spółki przekazywania informacji w sposobie i treści precyzyjnie określonych normami prawa. Przykładem może być obowiązek składania sprawozdań finansowych w ustrukturyzowanej formie na mocy przepisów Ustawy o rachunkowości (UoR) czy Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF). W drugim przypadku uwaga koncentruje się wokół zapewnienia warunków ograniczających bodźce do oportunistycznych zachowań kadry menedżerskiej, plasujących osiąganie prywatnych korzyści ponad interesy właścicieli przedsiębiorstwa. Zastosowanie obu ścieżek redukcji asymetrii informacji wydaje się konieczne w celu wypełnienia obowiązującego w dobie globalizacji paradygmatu komunikacji, opierającego się na komunikowaniu wartości (Mamcarz, 2012, s. 62). Zakłada on, że podstawowym celem komunikowania się spółki publicznej z jej interesariuszami jest dążenie do pozytywnego kształtowania wizerunku i reputacji firmy, bliższe powiązanie inwestorów z przedsiębiorstwem, wzrost zaufania poprzez poprawę stopnia znajomości spółki, a w konsekwencji – kreacja jej wartości rynkowej (Kirchhoff, 2005, s. 31) (rys. 1).

Rys. 1. Wpływ jakości dostarczanych informacji na asymetrię informacji, koszt kapitału i giełdową wycenę spółki.



Źródło: opracowanie własne na podst. Niedziółka (2008, s. 34).

Jak podkreśla Mamcarz (2012, s. 74), *ujawnianie informacji jest najważniejszym, lecz stosunkowo trudnym komponentem komunikacji z inwestorami*. W tym miejscu należy zauważyć, że dominujący w ostatnich latach w literaturze przedmiotu pogląd nakazuje nie rozpatrywać kategorii przekazywania informacji oraz komunikowania jako bezpośrednich synonimów (zob. Wendland, 2012). Może bowiem okazać się, że nie wszystkie działania komunikacyjne będą *stricto* procesami transmisji informacji, zaś nie każde przekazywanie informacji będzie działaniem komunikacyjnym. Zdaniem Masztalerza (2018, s. 52), komunikacja wiąże się z dostarczaniem informacji oraz towarzyszącemu im znaczenia zawartego w komunikacie.

Komunikacja jest bez wątpienia pojęciem złożonym i wielowymiarowym, co najlepiej oddaje spostrzeżenie Goban-Klasa (2009, s. 33), iż nie ma uniwersalnej „nauki o komunikowaniu”, lecz występują różne płaszczyzny i sposoby jej uprawiania. W ten sposób komunikacja może być postrzegana jako: transmisja informacji, percepcja przekazu, oddziaływanie, łączenie, interakcja czy

element procesu społecznego (Wiktor, 2013, s. 14). Dobek-Ostrowska (2002, s. 14) wyróżniła takie cechy komunikacji, jak: charakter społeczny, kontekst społeczny, kreatywność, dynamika, celowość i świadomość, interakcyjność, symbolika, złożoność, nieuchronność, nieodwracalność i ciągłość. Społeczny charakter komunikacji wynika z faktu, że jest ona procesem wiążącym co najmniej dwie jednostki i przebiegającym w środowisku społecznym. Kontekst społeczny komunikacji jest wyrażony liczbą i charakterem uczestników procesu komunikowania się (np. kontekst interpersonalny, grupowy, publiczny, masowy itp.). Cecha kreatywności przypisywana komunikacji odnosi się do możliwości budowania nowych pojęć oraz przyswajania informacji (wiedzy) o otaczającym świecie. Dynamika jako atrybut procesu komunikowania się ma swój wyraz w przyjmowaniu, rozumieniu czy interpretowaniu transmitowanych informacji. Cechy celowości i świadomości odnoszą się do motywacji przypisywanych poszczególnym uczestnikom procesu komunikowania się. Interakcyjność komunikacji manifestowana jest poprzez charakter stosunków występujących między jej uczestnikami (np. stosunki partnerskie lub opierające się na dominacji i podporządkowaniu). Symbolika opiera się na konieczności operowania przez uczestników procesu komunikacji tymi samymi symbolami, które stanowią słowa, dźwięki, obrazy, gesty, mimika i inne formy komunikacji niewerbalnej. Złożoność wiąże się ze zróżnicowaniem możliwych form komunikowania się oraz organizacji przekazu. Komunikacja jest nieodwracalna, bowiem nie da się cofnąć procesu komunikacji, powtórzyć oraz zmienić jego przebiegu. Wreszcie komunikacja jest procesem ciągłym, gdyż trwa przez całe życie człowieka (Masztalerz, 2018, s. 50).

W niniejszym podrozdziale komunikacja spółek publicznych z inwestorami rozpatrywana jest w dwojaki sposób. Pierwszym z nich jest próba spojrzenia na komunikację w sposób holistyczny, jako na jeden z elementów tworzących kompozycję marketingową przedsiębiorstwa i stanowiących część integralnie połączonych ze sobą komponentów, za pomocą których spółka oddziałuje na otoczenie. W tym kontekście komunikacja postrzegana jest nie tylko jako zestaw instrumentów i działań pozwalających emitentowi na przekazywanie stosownych komunikatów inwestorom, lecz również umożliwiających pozyskiwanie informacji istotnych z punktu widzenia celów ogólnych i szczegółowych przedsiębiorstwa z zewnątrz. Drugie ujęcie koncentruje się na zobrazowaniu procesu komunikacji na linii emitent – inwestor w odniesieniu do systemu rachunkowości finansowej. Optyka ta bazuje na przekonaniu, że podstawowym elementem polityki informacyjnej przedsiębiorstw działających w globalnej gospodarce jest ich sprawozdawczość (Walińska, Gad, 2017, s. 208).

Mamcarz (2012, s. 62), prezentując zgeneralizowany model komunikacji spółek publicznych ze społecznością finansową, wykorzystuje do tego celu model aktu perswazyjnego Lasswella (1948) (rys. 2). Model ten ujmuje proces komunikacji w ujęciu transmisyjnym; uwzględnia masowy charakter komunikacji i ogranicza ją do jednokierunkowego przepływu informacji. Model aktu perswazyjnego Lasswella nakazuje rozpatrzenie pięciu pytań, a mianowicie: kto mówi? (1), co mówi? (2), przy użyciu jakiego kanału? (3), do kogo skierowany jest komunikat? (4), jaki jest skutek procesu komunikowania? (5). Szczególnie istotnym elementem modelu jest ostatnie z zawartych pytań, odnoszące się do rezultatów komunikowania, a ściślej – w jakim stopniu zostały osiągnięte pierwotne cele i zamierzenia nadawcy (Wiktor, 2013, s. 28). Przykładowe ujęcie wykorzystania modelu aktu perswazyjnego Lasswella w komunikacji spółki publicznej z inwestorami zaprezentowano na rys. 2. Sprowadza się ono do osoby księgowego (1), który raportuje informacje o sytuacji majątkowo-finansowej spółki (2) w rocznym sprawozdaniu finansowym (3) kierowanym do właścicieli podmiotu oraz innych użytkowników tychże sprawozdań (4), przy czym skutkiem komunikatu może być zapewnienie interesariuszy o wypełnieniu prognoz rynkowych, co w konsekwencji pozytywnie wpłynie na kurs akcji (5).

Rys. 2. Zgeneralizowany obraz komunikacji spółki publicznej z inwestorami.

Kto mówi? (who)	Co mówi? (says what)	Jakim kanałem? (in which channel)	Do kogo? (to whom)	Z jakim skutkiem? (with what effect)
NADAWCA (communicator)	KOMUNIKAT (message)	MEDIUM (medium)	ODBIORCA (audience)	SKUTEK (effect)
KSIĘGOWY	STANDING FINANOWY	RAPORT ROCZNY	INWESTOR	REAKCJA RYNKU AKCJI

Źródło: opracowanie własne na podst. Lasswell (1948, s. 37-51).

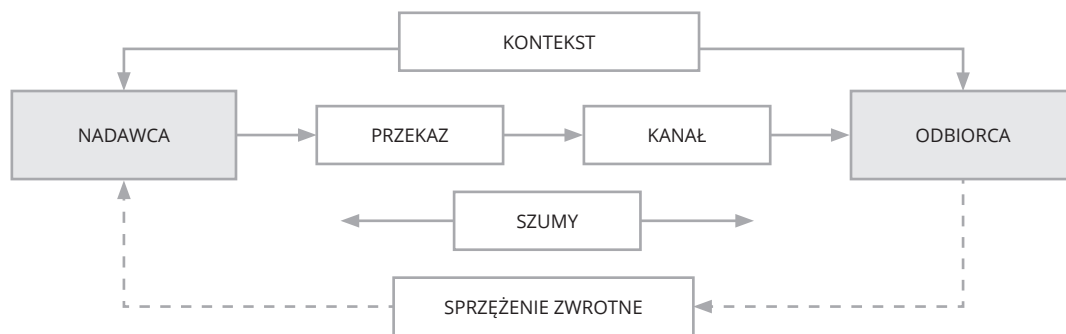
Mamcarz (2012) podkreśla, iż z instrumentalnego punktu widzenia komunikacja spółek publicznych ze społecznością finansową odbywa się przy wykorzystaniu instrumentów komunikacji marketingowej oraz instrumentów sygnalizacji. Pierwsze z nich autorka umiejscawia głównie w obszarze kreacji relacji inwestorskich oraz doboru instrumentów promocji, podczas gdy drugie lokuje w sferze polityki kondycyjno-cenowej spółki (emisji akcji, podziału akcji, strategii redystrybucji zysku netto).

Zgodnie z założeniami teorii komunikacji społecznej, istota komunikacji marketingowej sprowadza się do systemu czy procesu przekazywania informacji (treści symbolicznych) między przedsiębiorstwem (nadawcą) a jego otoczeniem (odbiorcami, interesariuszami) (Wiktor, 2013, s. 15). Proces ten obejmuje sześć

podstawowych elementów, tj. uczestnicy komunikacji, przekaz (komunikat), kanał transmisji przekazu, szумы, sprzężenie zwrotne i kontekst komunikacji (rys. 3). Uczestnicy procesu komunikacji połączeni są pewną wspólnotą interesów i potrzeb, która przyczynia się do jego zawiązania. W przypadku spółek publicznych oraz inwestorów sferą wiążącą obie strony jest kapitał. Rynki finansowe oferują z jednej strony możliwość jego lokowania przez nabywców instrumentów finansowych, a następnie pomnażania (poprzez maksymalizację stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału przy akceptowalnym poziomie ryzyka). Z drugiej zaś strony dają szanse emitentom na pozyskiwanie kapitału po jak najniższym koszcie. Mianem przekazu (komunikatu) określa się centralny element procesu komunikowania, obejmujący jego znaczenie (cele, zamiary i intencje nadawcy), wykorzystywane symbole (czyli semantyczne środki stylistyczne wykorzystywane podczas komunikacji), kodowanie i dekodowanie (przełożenie znaczeń na symbole i ich późniejsze rozszyfrowanie) oraz stosowane formy i organizację przekazu. Kanał przekazu stanowi sposób i środek dotarcia z komunikatem do odbiorcy. Szумы wskazują na możliwość wystąpienia zróżnicowanych zakłóceń w procesie komunikacji o charakterze semantycznym (rozumianych jako niewłaściwe wyrażenie przez nadawcę znaczenia przekazu za pomocą nieadekwatnego symbolu lub formy, co utrudnia percepcję i odbiór komunikatu przez adresata), wewnętrznym (są to zakłócenia leżące po stronie osobowościowych cech uczestników komunikacji) lub zewnętrznym (zakłócenia wynikające ze źródeł leżących po stronie otoczenia uczestników procesu komunikacji). Zakłócenia w procesie komunikacji spółki publicznej z inwestorami mogą wynikać m.in. z dużej ilości informacji dostarczanych interesariuszom podmiotów gospodarczych, którzy muszą dokonywać ich selekcji, a następnie opierać swoje prognozy na wcześniej wybranych i przeanalizowanych komunikatach. Co więcej, w wielu przypadkach poprawny odbiór informacji warunkowany jest koniecznością posiadania odpowiedniej wiedzy dotyczącej funkcjonowania spółek na rynku kapitałowym. Potencjalne zakłócenia w komunikacji na linii spółka publiczna – inwestor mogą być również następstwem niskiej jakości raportowanych danych (co będzie szerzej omówione w kolejnych rozdziałach monografii), wpływającej m.in. na ich niewielką użyteczność w wycenie i wyjaśnieniu kształtowania cen akcji na rynku kapitałowym. Występujące w modelu komunikacji marketingowej sprzężenie zwrotne odzwierciedla odpowiedź odbiorcy na przesłany komunikat. Może być ono spowodowane choćby do efektów realizacji transakcji giełdowych po określonym komunikacie, które będą wpływać na kształtowanie kursu akcji danej spółki. Im wyższy będzie stopień efektywności informacyjnej rynku, tym szybciej

nastąpi dopasowanie ceny akcji do zmieniającego się poziomu informacji (Fama, 1970, s. 383). Kontekst komunikacyjny tworzy zaś zespół warunków społeczno-ekonomicznych, w jakich omawiana komunikacja się odbywa (szerzej: Wiktor, 2013, s. 20-21; Dobek-Ostrowska, 2002, s. 15-17).

Rys. 3. Model komunikacji marketingowej.



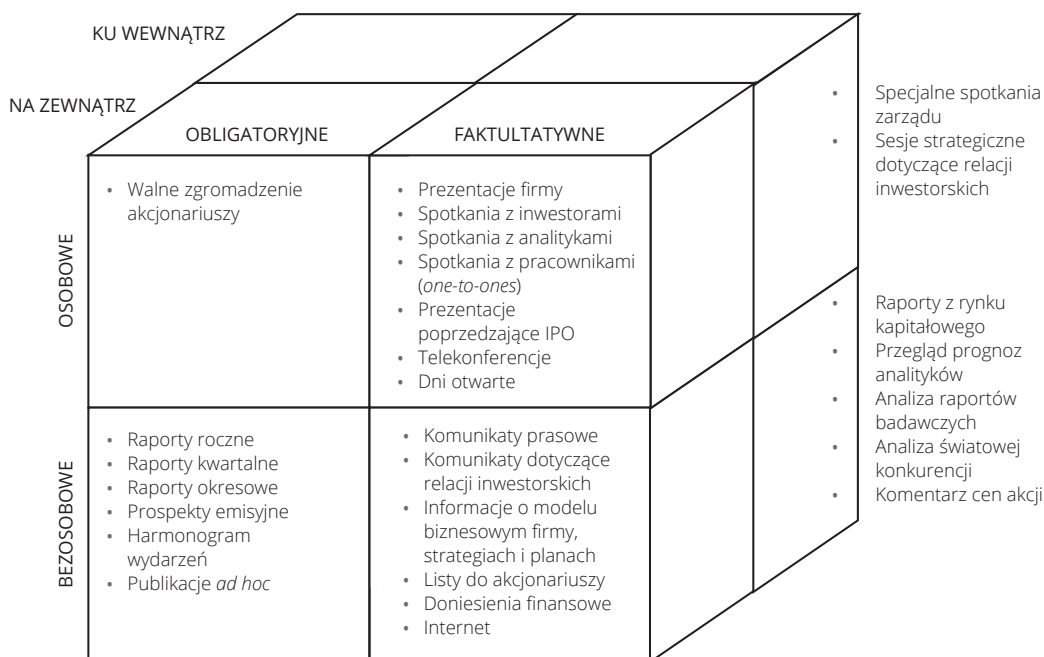
Źródło: opracowanie własne na podst. Wiktor (2013, s. 16).

Próbie usystematyzowania dostępnych instrumentów komunikacji marketingowej z inwestorami, będących do dyspozycji spółek publicznych, podjęli Achleitner i Wichels (2003, s. 61). Podzielili oni narzędzia komunikacji marketingowej ze względu na ich: obligatoryjny lub fakultatywny charakter, osobowy bądź bezosobowy wymiar, jak również zewnętrzne lub wewnętrzne ukierunkowanie z perspektywy organizacji (rys. 4). Dobór poszczególnych instrumentów powinien być dostosowany do profilu adresata przekazu. Poszczególne grupy inwestorów dywersyfikują się bowiem ze względu na oczekiwany stopień szczegółowości dostarczanych informacji, „profesjonalizm” przetwarzania obligatoryjnych i dobrowolnych ujawnień, posiadany zakres wiedzy o funkcjonowaniu rynków finansowych, lojalność, czy czasowy horyzont inwestowania (Niedziółka, 2008, s. 46).

Pod pojęciem sygnalizowania Mamcarz (2012, s. 75) rozumie narzędzia działania zarządu w finansowych obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa, które wiążą się z ujawnianiem i przekazywaniem dodatkowych informacji o jakości kierowanej przez niego spółki. Stanowią one alternatywę dla bezosobowych instrumentów komunikacji marketingowej i są dedykowane przede wszystkim inwestorom „profesjonalnym” (tj. inwestorom instytucjonalnym i dużym inwestorom indywidualnym), którzy są w stanie prawidłowo zinterpretować przekazywane komunikaty i odpowiednio na nie zareagować. Jak podkreśla Seifert (2006, s. 70), sygnalizowanie nie wymaga od spółki konieczności przygotowywania kompleksowej informacji o wielu obszarach funkcjonowania

przedsiębiorstwa, lecz o pojedynczym wymiarze działalności spółki (np. polityce dywidendowej, strategiach wykupu akcji własnych, struktury finansowania itp.). Ponadto z instrumentami sygnalizacji wiąże się mniejsza odpowiedzialność zarządu za potencjalne szkody mogące powstać na skutek opublikowania nieprawdziwych bądź błędnych informacji (Krasodomska, 2010, s. 55). Zakres ujawnień zawartych w przekazywanych sygnałach jest uzależniony od zamierzeń kierownictwa jednostki – zarząd powinien mieć motywację do przekazywania pozytywnych informacji i odnoszenia z tego określonych korzyści. Koszt tego typu działań musi być na tyle wysoki, aby spółka nie rozpowszechniła informacji, gdyby nie miała szans na osiągnięcie zakładanych rezultatów (Welti, 2001, s. 43). Z drugiej strony należy wskazać, że choć dobrowolne ujawnienia na ogół zwiększają wiarygodność emitenta, a ich duża liczba jest pozytywnie postrzegana przez graczy giełdowych, to działania sygnalizacyjne mogą nieść pewnego rodzaju zagrożenia dla spółki publicznej. Dotyczą one głównie ujawniania tych informacji, które mogą być w konsekwencji wykorzystane przez rynkowych konkurentów. Pewne ograniczenia w zakresie opisywanych ujawnień stanowić może nienajlepsza reputacja zarządu, zwłaszcza w momencie, gdy emitowane sygnały nie zostały poddane rewizji (Kędzior, 2014, s. 185).

Rys. 4. Klasyfikacja instrumentów komunikacji marketingowej spółek publicznych z inwestorami.



Źródło: opracowanie własne na podst. Achleitner, Wichels (2003, s. 61).

Według Palepu i in. (2007, s. 514-518) najistotniejszą formą komunikacji między kadrami zarządzającą a inwestorami w dalszym ciągu stanowi sprawozdawczość finansowa, stanowiąca „produkt” systemu rachunkowości (Gos, 2014, s. 29). Zgodnie z zasadami *sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*, celem takiego sprawozdania jest dostarczanie danych, które będą użyteczne dla wielu grup ich użytkowników. Jednocześnie za użyteczną uznawać można taką informację, która charakteryzować się będzie określonymi właściwościami jakościowymi (Natkaniec, 2021, s. 203). W literaturze przedmiotu podkreśla się, iż w wielu przypadkach raportowane dane finansowe mogą być przydatne, lecz ze względu na swoją niewiarygodność w sposobie prezentowania lub charakterze ich ujawniania może potencjalnie wprowadzać w błąd (Micherda, 2006, s. 15). Ponadto, bez względu na efektywność pomiaru wartości w rachunkowości, uzyskane informacje nie będą miały znamion użyteczności, jeśli nie będą odpowiednio komunikowane (Mazurowska, Płoska, 2022, s. 65).

Masztalerz (2018), prezentując szerokie studium postrzegania relacji między rachunkowością a komunikacją, dowodzi, że choć w rozważaniach naukowych nad istotą komunikacji w rachunkowości dominuje podejście transmisyjne, wedle którego komunikacja wiąże się z przekazywaniem informacji, to nie należy abstrahować od założeń teorii społecznego konstrukttywizmu, postulujących postrzeganie komunikacji w rachunkowości jako procesu tworzenia i podtrzymywania znaczeń (zob. Hines, 1988; Rudkin, 2007). Autor ten zauważa również, że rachunkowość z jednej strony może być rozumiana jako proces lub system komunikacji, w którym żadna z tych kategorii nie będzie nadrzędna względem drugiej. Z drugiej zaś strony między rachunkowością a komunikacją mogą występować relacje nad- i podrzędności (przy czym zarówno jedna kategoria, jak i druga, może w danych warunkach wypełniać rolę „bytu” pierwszoplanowego). Zróżnicowany charakter percepcji i interpretacji komunikacji w rachunkowości jest związany z faktem, że inaczej należy postrzegać komunikację zachodzącą między podmiotami tworzącymi tzw. środowisko rachunkowości, która nakierowana jest głównie na transfer wiedzy i doświadczeń w zakresie teorii i praktyki rachunkowości, zaś inaczej komunikację między twórcami sprawozdań finansowych i zewnętrznymi użytkownikami tychże raportów (zob. Masztalerz, 2018).

Z „modelowego” punktu widzenia wzorzec komunikacji w rachunkowości zobrazować można za pomocą modelu komunikacji językowej Jakobsona (1960). Zgodnie z jego założeniami, komunikacja wymaga uwzględnienia sześciu czynników, a mianowicie: nadawcy (1) kierującego komunikat (2) do odbiorcy (3) przy wykorzystaniu fizycznego kanału komunikacji umożliwiającego kontakt (4) za

pomocą ustrukturyzowanego i wspólnego dla obu stron przekazu kodu (5) oraz w ramach określonego kontekstu (6) uchwytne dla odbiorcy i stanowiącego efekt zaszłych zdarzeń gospodarczych (rys. 5). Model Jakobsona różni się od pozostałych modeli transmisyjnych brakiem jednoznacznego wskazywania kierunku przepływu przekazu. Ponadto uwzględnia on dwa elementy kluczowe dla podejścia semiotycznego, którymi są kod oraz kontekst. Według Kasperowicz (2015, s. 107-122), kontekst rozumiany jest jako zbiór zdarzeń gospodarczych, których rezultaty zostają zakodowane przez twórcę informacji na podstawie dokumentu księgowego. Dane zostają zakodowane przy wykorzystaniu zakładowego planu kont i w oparciu o stosowane polityki rachunkowości dotyczące zasad wyceny i rejestracji operacji gospodarczych. Ich późniejsze odkodowanie pozwala na ustalenie stanów i zmian stanów składników aktywów i pasywów, zaś odkodowane dane sprawozdawcze stanowią podstawę informacji raportowanych w sprawozdaniu finansowym. Masztalerz (2018, s. 78) zauważa jednak, że nieuzasadnionym jest ograniczanie kontekstu komunikacji w rachunkowości wyłącznie do sfery rzeczywistości gospodarczej. Autor ten utrzymuje, że kontekst stanowi całokształt zdarzeń i zjawisk, które są przedmiotem kwantyfikacji, pomiaru i prezentacji. Mogą one dotyczyć wszystkich warstw tworzących otoczenie organizacji i uwzględniać również determinanty polityczne, demograficzne, kulturowe, techniczne, instytucjonalne itd. Z kolei kod może być rozumiany jako osobliwy dla rachunkowości system znaków, począwszy od języka naturalnego, a skończywszy na terminach specyficznych dla „języka rachunkowości”.

Rys. 5. Model komunikacji w rachunkowości bazujący na koncepcji komunikacji językowej Jakobsona.



Źródło: opracowanie własne na podst. Jakobson (1989, s. 81–88); Kasperowicz (2015, s. 107-12); Masztalerz (2015, s. 347).

Rozwój, postępująca globalizacja oraz internacjonalizacja rynków kapitałowych w połączeniu z ciągłym udoskonalaniem metod, form i technik prezentacji danych sprawozdawczych przyczyniają się do widocznej ewolucji modeli

i instrumentów komunikacji zewnętrznej spółek publicznych. Wykorzystanie hipermedialnego środowiska komputerowego w procesie komunikowania się z inwestorami daje możliwość przekazu informacji w skali międzynarodowej, wprowadzając przy tym nowy typ relacji między nadawcą a odbiorcą przekazu, opartych na aktywnym podejściu i szybkiej interakcji (Riedl, Busch, 1997, s. 163-176). Wspomniana hipermedialność komunikacyjna oferuje możliwość dostępu i transmisji treści poprzez skomputeryzowany system informacyjno-wyszukiwawczy, z jednoczesnym zapewnieniem osobowej formy komunikacji przez medium. Również multimodalność komunikacyjna, opierająca się na łączeniu w jednym przekazie rozmaitych urządzeń, środków materialnych i technik komunikacji (Maćkiewicz, 2016, s. 19) jest coraz częściej widoczna we współczesnej rachunkowości. Niektórzy autorzy (zob. Śnieżek, Wiatr, 2017, s. 114-126) postulują wręcz redefiniowanie często krytykowanych, obecnych „jednowymiarowych” form sprawozdawczości finansowej do postaci wielopłaszczyznowych sprawozdań finansowych wzbogacanych formami wizualizacji i dostosowywanych do indywidualnych potrzeb odbiorców informacji księgowej. Wreszcie w panoramie badań nad komunikacją w rachunkowości coraz większy nacisk kładzie się na sferę tzw. zarządzania wrażeniem (Parker, 2013, s. 8–19), czyli zarządzania prezentacją danych zawartych w raportach spółek giełdowych oraz ich dalszą interpretacją przez użytkowników sprawozdań finansowych. Nadawca przekazu wywiera w ten sposób wpływ na sposób postrzegania opisywanej rzeczywistości przez odbiorcę komunikatu oraz zaburza percepcję czytelnika raportu (Artienwicz i in., 2020, s. 63). Poddane procesowi atrybucji komunikaty kierowane na rynek służą wyeksponowaniu sytuacji finansowo-majątkowej podmiotu w korzystniejszym świetle w oczach jego interesariuszy poprzez przypisywanie korzystnych efektów zdarzeń, które jeszcze nie zaszły, a prawdopodobnie zajdą w najbliższej przyszłości, i powiązanie ich z kierownictwem jednostki. Z kolei komunikaty poddane procesowi ukrywania mają utrudniać dostrzeżenie i ocenę zjawisk oraz procesów odzwierciedlających potencjalne słabości przedsiębiorstwa (Merkl-Davis, Brennan, 2007, s. 1-17). Jak łatwo zauważyć, działania tego typu integralnie wpisują się w nurt rozważań nad jakością raportowanych danych, stanowiących główny punkt zainteresowania w niniejszej pracy.

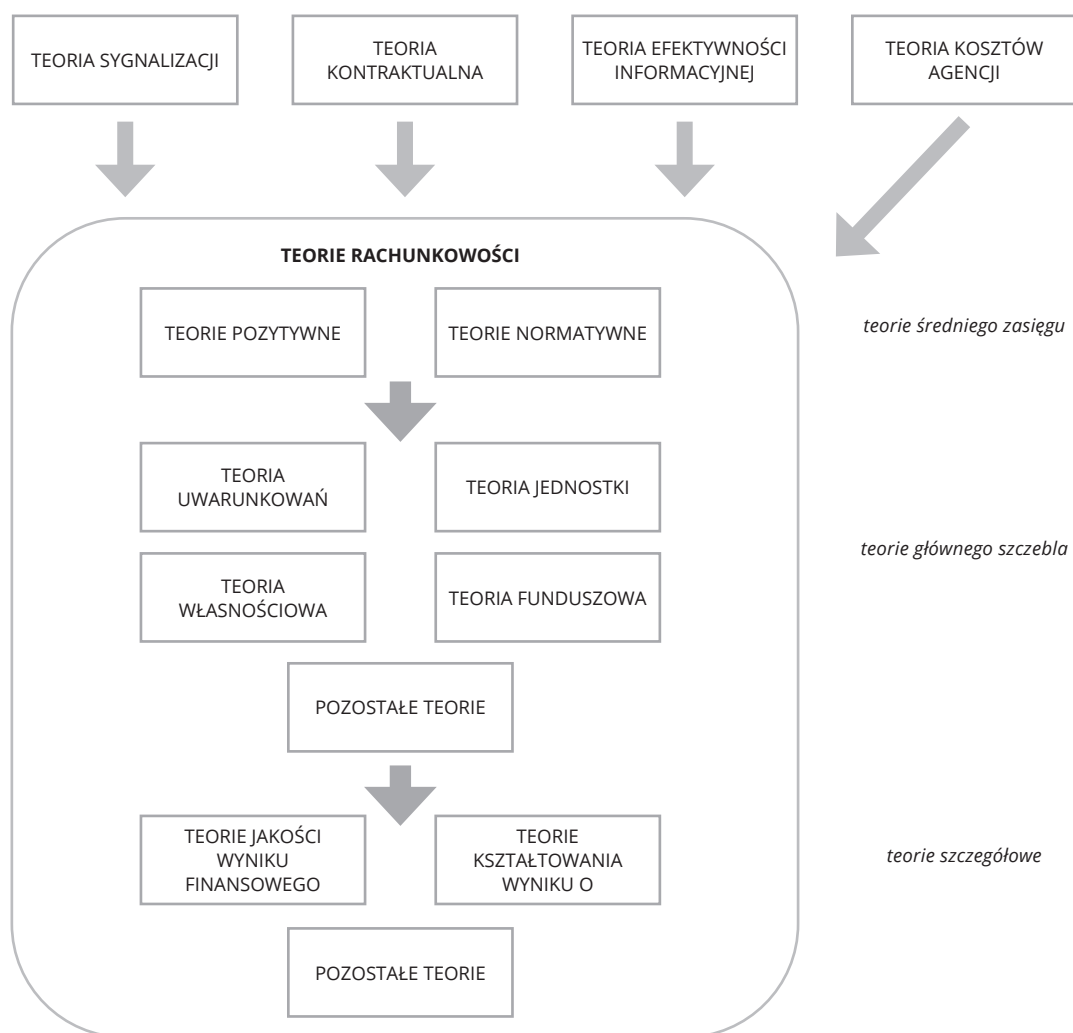
1.2. Koncepcje postrzegania zysku w praktyce i teorii rachunkowości

Rachunkowość jako nauka (choć nie odrębna dyscyplina naukowa) cechuje się znaczną różnorodnością tematyczną i dywersyfikacją perspektyw badawczych, z przewagą badań pozytywistycznych (ilościowych) (Szychta, 2015, s. 19). Posiada ona własną metodę poznawczą (którą jest metoda bilansowa) oraz wypracowała własne teorie, koncepcje i zasady pomiaru rzeczywistości gospodarczej (sprowadzanej do kategorii transakcji i zdarzeń gospodarczych w przedsiębiorstwie) (Walińska, 2014, s. 512). Teoria rachunkowości to zbiór podstawowych pojęć, koncepcji, założeń i zasad, wraz ze sposobem, w jaki zostały one sformułowane, dzięki którym możliwe jest przedstawienie fragmentu rzeczywistości gospodarczej oraz zbadanie związków przyczynowych i wzajemnych zależności zjawisk gospodarczych składających się na byt i działalność przedsiębiorstw (Niemirski, 1948, s. 12-13). Zdaniem Hendriksena i van Bredy (2002, s. 43), teoria rachunkowości stanowi spójny, konsekwentny i wewnętrznie logiczny zbiór hipotetycznych, koncepcyjnych i pragmatycznych zasad zapewniających ramy odniesienia dla oceny i zrozumienia praktyki rachunkowości oraz wskazujących kierunki tworzenia nowych metod i procedur w rachunkowości. Z kolei Imke (1966, s. 318) definiuje teorię rachunkowości jako dział nauki zajmujący się sposobami porządkowania, przyczynowością, powiązaniem, metodami i celami wykorzystywanymi w praktyce rachunkowości. Grabiński (2016, s. 17), odnosząc się do praktyki rachunkowości jako centralnego punktu definiowania teorii rachunkowości, zauważa, że choć początkowo teoria rachunkowości powstała w celu wspierania i ujednolicania praktyki, to dziś jest w stanie potrzeby praktyki wyprzedzać.

Kreacja teorii rachunkowości wiąże się z dokonywaniem badań, obserwacji oraz prób zrozumienia zachowań podmiotów gospodarczych, kroków przedsięwziętych w ich obrębie przez kadre zarządzającą, jak również zachowań i decyzji podejmowanych przez różne grupy zewnętrznych użytkowników sprawozdań finansowych (Rankin i in., 2012, s. 133). Płynące z badań wnioski stanowią podstawę do tworzenia, rekomendacji i wdrażania w życie nowych regulacji, które będą oddziaływać na zachowania przedsiębiorstw w praktyce gospodarczej. Powszechnie przytaczana w literaturze przedmiotu klasyfikacja teorii rachunkowości uwzględnia podział na normatywną i pozytywną teorię rachunkowości. Jak zauważa Grabiński (2016, s. 19), na pograniczu obu funkcjonują dodatkowe teorie przypisywane do szeroko pojmowanych nauk ekonomiczno-społecznych,

mające duży wpływ na rozwój głównego nurtu w rachunkowości (autor zalicza do nich: teorię kontraktualną, teorię kosztów agencji, teorię sygnalizacji i teorię efektywności informacyjnej rynków kapitałowych), a także kilkanaście teorii średniego zasięgu, fragmentarycznie tłumaczących część zjawisk z obszaru rachunkowości. Rozwiązania przyjmowane na poziomie teorii normatywnych, pozytywnych oraz średniego szczebla mają wpływ na kształtowanie wyniku finansowego w przedsiębiorstwie, przy czym same teorie dotyczące jakości raportowanego wyniku finansowego oraz jego intencjonalnego kształtowania znajdują się w grupie licznych tzw. szczegółowych teorii rachunkowości (rys. 6).

Rys. 6. Zarys struktury teorii rachunkowości.



Źródło: opracowanie własne na podst. Grabiński (2016, s. 20).

Teoria sygnalizacji, wywodząca się z ekonomii informacji, sugeruje, że sygnały reprezentujące działania i zapowiedzi firmy niosą za sobą ważne informacje o intencjach i możliwościach jej wzrostu. W ten sposób możliwe staje się wpływanie na zmianę oczekiwań inwestorów co do poziomu generowanych wyników w kolejnych okresach. W sytuacji, gdy zarząd spółki publicznej posiada informacje upoważniające do stawiania optymistycznych perspektyw rozwoju organizacji, będzie miał silną motywację do ich prezentowania w sprawozdaniu finansowym. Natomiast, gdy przyszłość spółki kształtuje się w sposób pesymistyczny, kierownictwo będzie nastawione na zasygnalizowanie swoich obaw. Warto nadmienić, że teoria sygnalizacji może być wykorzystywana do tłumaczenia praktyk aktywnego kształtowania wyniku na rynku kapitałowym, np. nakierowanych na zaakcentowanie możliwości inwestycyjnych podmiotu gospodarczego (Fields i in., 2001, s. 260). Działania określane mianem sygnalizacji bazują w większej mierze na dobrowolnym ujawnianiu informacji, aniżeli ich obowiązkowym przekazywaniu. Mogą być one również uwidocznione za pomocą realizowanej polityki wypłaty dywidendy. Teoria sygnalizacji może mieć swoje odzwierciedlenie w konfliktach interesów zachodzących między akcjonariuszami większościowymi, którzy kontrolują decyzje kierownictwa, a akcjonariuszami mniejszościowymi. Konflikt ten owocować może dążeniami do celowego obniżania wyniku finansowego, mającymi na celu: zmniejszenie wypłaty dywidendy w spółce, zwiększenie samofinansowania działalności oraz ograniczenie zewnętrznego finansowania kapitałem własnym, co mogłoby osłabić kontrolę nad spółką dotychczasowych akcjonariuszy większościowych (zgodnie z zasadami teorii hierarchii źródeł finansowania) (Achleitner i in., 2014, s. 431-461). Natomiast w sytuacji, gdy kadra kierownicza rozważać będzie tzw. wykup menedżerski, może dochodzić do implementacji praktyk z zakresu obniżania raportowanych wyników w celu obniżania kwoty wykupu udziałów lub aktywów jednostki (Xie i in., 2003, s. 295-316).

Teoria kosztów agencji, wprowadzona przez Jensena i Mecklinga (1976), zakłada, iż zależności, na mocy których właściciel (pryncypał) deleguje obowiązki podejmowania decyzji na drugą stronę (agenta, menedżera), określane są mianem kontraktu. W sytuacji, gdy obie strony kontraktu nastawione są na maksymalizację swojej użyteczności należy domniemywać, że agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała (Gad, 2014, s. 91). Pojawiające się problemy agencyjne wynikają zatem z rozbieżności interesów pryncypała i agenta, występowania niepewności i ryzyka, czy braku możliwości ciągłego obserwowania agenta przez pryncypała itd. (Gorynia, 2000, s. 40). Oddzielenie funkcji własności i kontroli w podmiocie gospodarczym kształtuje również asymetrię informacji,

która jest charakterystyczna dla każdego nawiązanego stosunku agencyjnego i może przejawiać się w: podejmowaniu przez agenta działań niemonitorowanych przez pryncypała (tzw. hazard moralny), posiadaniu przez agenta wiedzy na temat ponoszonych przez siebie kosztów, pomijanej przez pryncypała (tzw. zjawisko negatywnej selekcji), posiadaniu przez strony relacji agencji wiedzy niedostępnej dla stron trzecich (tzw. przypadek nieweryfikowalności) (Turzyński, 2011, s. 54-57). W momencie, gdy przewaga informacyjna agenta nad właścicielem jest duża, bądź też interesariusze przedsiębiorstwa nie posiadają wystarczających zasobów lub nie odczuwają dostatecznych bodźców, aby monitorować działania agenta, wśród zarządu rodzić się może pokusa do manipulacji raportowanymi danymi dla własnych korzyści (Beatty, Harris, 1999, s. 299-326). Aby skłonić agenta do realizacji działań zbieżnych z celami zwierzchnika, należy podjąć kroki o charakterze wiążącym obie strony, które oznaczają dodatkowe wynagrodzenie dla agenta w celu „zagwarantowania” jego odpowiedniej motywacji bądź też obejmują zapisy dotyczące potencjalnej rekompensaty za straty płynące dla właściciela na skutek nieefektywnych działań zarządu. Innymi słowy ujmując, rozbieżności interesów między pryncypałem i agentem mogą być niwelowane za pomocą zróżnicowanej palety zachęt dla agenta, np. możliwości uzyskania opcji na zakup akcji po cenach preferencyjnych czy wprowadzeniem kontraktów opierających się na wynikach. Ponadto występowanie relacji agencyjnych w organizacji implikuje konieczność wprowadzenia mechanizmu kontrolnego, nakierowanego na monitoring, obserwację i kontrolę poczynań agenta. Działania mające na celu ograniczenie nieprawidłowych zachowań obarczone są więc koniecznością ponoszenia kosztów związanych z teorią agencji, takich jak: koszty konstrukcji kontraktu między zainteresowanymi stronami, koszty monitorowania agenta ponoszone przez zwierzchnika, koszty wiążące ponoszone w finalnym rozrachunku czy straty rezydualne (Jensen, Meckling, 1976, s. 168; Aluchna, 2002, s. 79-80). Te ostatnie dotyczą negatywnych konsekwencji wynikających z rozdzwieku między decyzjami agenta a interesem mocodawcy, które zachodzą nawet w sytuacji ponoszenia znacznych kosztów agencyjnych mających ograniczać wspomniane rozbieżności (Grabiński, 2016, s. 22).

Przenosząc ramy teorii agencji na nurt badań dotyczących jakości raportowanych danych finansowych odnotować należy, że część badaczy przedmiotu uważa wspomnianą koncepcję za nadrzędną w wyjaśnianiu praktyk z zakresu manipulowania wynikiem finansowym przedsiębiorstwa (Artienwicz i in., 2020, s. 67; Wójtowicz, 2012, s. 111-129). Różne motywacje, które prowadzą do intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego, wynikają z różnych rodzajów konfliktów

agencyjnych w organizacji. Pierwszy z nich opiera się na wcześniej wspomnianym oddzieleniu funkcji własności i kontroli w firmie, co powoduje asymetrię informacji między właścicielem a zarządem i przyczynia się do podejmowania przez agenta działań, efektem których może być wystąpienie zjawiska negatywnej selekcji i pokusy nadużycia (Hölmstrom, 1979, s. 74-91). Wszystko to może skutkować dążeniami do sztucznego zawyżania wyników w celu osiągnięcia takiego pułapu, na którym oparte są zachęty menedżerskie, bądź też działaniami odwrotnymi – na rzecz jego obniżenia – gdy wynik ekonomiczny za dany rok wyraźnie przekracza satysfakcjonujący poziom, lecz przyszłe wyniki są niepewne. Drugi rodzaj konfliktu agencyjnego związany jest z koncentracją własności i polega na sprzeczności interesów pomiędzy poszczególnymi grupami akcjonariuszy, co zostało już zasygnalizowane wcześniej, w odniesieniu do teorii sygnalizacji. Trzeci wariant konfliktu agencyjnego dotyczy relacji między akcjonariuszami a kredytodawcami. Opiera się on na fakcie, że wierzyciele często nakładają ograniczenia w zakresie wypłaty dywidend, wykupu akcji własnych i pozyskiwania dodatkowego kapitału obcego, aby zapewnić spłatę pożyczek udzielonych przez siebie. Stąd też w przedsiębiorstwach, które mają stosunkowo duży poziom zadłużenia, pojawia się motywacja do takiego kształtowania raportowanego wyniku, by wartości wskaźników ekonomicznych obliczanych na jego podstawie mieściły się w żądanych przez wierzycieli bezpiecznych przedziałach. Można zatem stwierdzić, że w takim przypadku głównym źródłem konfliktu jest ryzyko transferu majątku poprzez nadmierne wypłaty dywidend, wzrost zadłużenia, substytucję aktywów i niedoinwestowanie. Wreszcie czwarty typ konfliktu agencyjnego występuje pomiędzy państwem (zleceniodawcą) a przedsiębiorstwem (agentem). Państwo wymaga od przedsiębiorstw zaspokojenia potrzeb i aspiracji obywateli w sposób bezpośredni (poprzez produkcję towarów i świadczenie usług) oraz pośredni (przez redystrybucję dochodów). Zleceniodawca i agent mają przeciwstawne interesy w odniesieniu do wielkości odprowadzanych podatków. Konflikt ten generuje praktyki kształtowania wyniku finansowego w dół, w celu zmniejszenia obciążeń podatkowych, które firma będzie musiała zapłacić za wytworzony w danym roku obrotowym dochód.

Teoria kontraktualna zakłada, że przedsiębiorstwo stanowi splot kontraktów zawieranych przez organizatora (pracodawcę, kontraktora) w celu efektywnej koordynacji działalności gospodarczej. Wiązka kontraktów dotyczy praktycznie wszystkich elementów funkcjonowania podmiotu gospodarczego, stanowiąc zakres praw i obowiązków zaangażowanych stron i determinując podział wspólnie wypracowanych dochodów. Rolą kontraktora jest kreacja możliwie optymalnych kontraktów, co jest utrudnione ze względu na ujawnianie przez partnerów

tendencji do zachowań oportunistycznych. Przedsiębiorstwo jawi się tu jako byt pozwalający na lepsze wykorzystanie zasobów i osiągnięcie korzystniejszych rezultatów, aniżeli stanowiłaby suma efektów indywidulanych prac poszczególnych interesariuszy (zaangażowanych stron), lecz efekt synergii płynący z pracy zespołowej powoduje konieczność ponoszenia przez podmiot kosztów organizowania i nadzoru (Gruszecki, 2002, s. 216-217). Teoria kontraktualna zwraca szczególną uwagę na zagadnienie sprawiedliwego i adekwatnego wynagrodzenia pracowników w zależności od wkładu ich pracy w organizacji. Jej założenia mają swoje odzwierciedlenie w problematyce jakości wyniku finansowego: hipoteza planu premiovania oznacza, że menedżerowie przedsiębiorstwa, wynagradzani na podstawie planów premiovania, są bardziej skłonni do wyboru takiej palety działań, która przesuwając raportowane zyski z przyszłych okresów na bieżący okres. Najczęściej stosowanymi wskaźnikami, na podstawie których wynagradza się menedżerów, są bowiem wskaźniki rentowności (Bareja, Giedroyc, 2016, s. 15). Z drugiej zaś strony, motywami intencjonalnego kształtowania wyniku bilansowego mogą być także czynniki pozapieniężne, takie jak: dbałość o reputację, próba utrzymania miejsca w zarządzaniu spółki itp. Teoria kontraktów nie ogranicza się jedynie do umów menedżerskich. Kształtowanie wyniku finansowego może być również warunkowane wcześniej omówionymi kontraktami zawieranymi na linii przedsiębiorstwo – wierzyciele.

Teoretyczne podstawy rynku efektywnego zawierają się w trzech założeniach, a mianowicie: inwestorzy rynkowi podejmują racjonalne decyzje i poprawnie wyceniają walory (1); inwestorzy nieracjonalni zachowują się chaotycznie, zaś ich działania nie wywierają wpływu na rynek i wzajemnie się eliminują (2); inwestorzy nieracjonalni, niepoprawnie wyceniający papiery wartościowe, są eliminowani z rynku przez arbitrażystów (3) (Kalinowski, 2011, s. 37). Pojęcie efektywności informacyjnej rynku kapitałowego Fama (1970, s. 383) definiuje jako szybkość i poprawność odzwierciedlenia informacji pojawiającej się na rynku w cenie danego waloru (instrumentu finansowego). Jak podkreślają Malkiel i Saha (2005, s. 83), pełna efektywność rynku (stanowiąca w rzeczywistości jedynie teoretyczne założenie) oznacza brak możliwości osiągnięcia zysków z inwestycji jedynie w oparciu o zbiór informacji udostępniony wszystkim osobom zainteresowanym. Z drugiej zaś strony, pełna efektywność rynku zakłada brak konieczności zdobywania informacji przez inwestorów, bowiem te są ujawnione w postaci ceny aktywów finansowych (Burda, Wypłosz, 2000, s. 568). Racjonalny inwestor nie będzie skłonny ponosić kosztów analizy informacji, bowiem nie uzyska rekompensaty w postaci wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Osiągnięcie

satysfakcjonujących stóp zwrotu będzie możliwe w sytuacji wystąpienia asymetrii informacji, gdy poinformowani inwestorzy będą mieć przewagę konkurencyjną nad niepoinformowanymi. Przy czym wspomniana asymetria może być wynikiem braku przekazywania stosownych informacji, jak i transferu informacji niepełnych lub zmanipulowanych. Zjawisko asymetrii informacyjnej może być ograniczane lub – jak określił Grabiński (2016, s. 25) – utrzymywane na akceptowalnym dla dostarczycieli kapitału poziomie przez wiarygodnie działające systemy sprawozdawczości finansowej oraz audytu (Białas-Szymańska, 2018, s. 71).

Jak wcześniej wskazano, teorie rachunkowości utrzymywane w badaniach głównego nurtu (opartego na założeniach ekonomii neoklasycznej), można podzielić na normatywne i pozytywne. Teorie normatywne koncentrują się na uzyskaniu odpowiedzi na pytanie, jak powinna wyglądać praktyka rachunkowości oraz co należy zrobić, aby pożądaný stan uzyskać. Stąd też teorie normatywne zawierają zarówno krytyczne oceny i sądy wartościujące, jak i rekomendacje, postulaty i zalecenia nowych koncepcji oraz rozwiązań przydatnych dla praktyki i istotnych z perspektywy osiągania założonych celów rachunkowości. Opierają się one na założeniu, że obecnie stosowana praktyka księgowa wymaga poprawy, co jest możliwe dzięki zmianom regulacji prawnych. Jednakże, jak wskazuje Grabiński (2016, s. 26), postulaty wysuwane w ich obrębie rzadko są poddawane empirycznej weryfikacji. Niektórzy badacze utrzymują nawet, że teorie te w ogóle nie powinny być uznawane za teorie rachunkowości w znaczeniu naukowym, gdyż w większym stopniu służą do wywierania politycznego nacisku na implementację poświadanych rozwiązań regulacyjnych oraz usprawiedliwianiu politycznej ingerencji w prawo bilansowe, aniżeli służą naukowemu rozwojowi rachunkowości (Watts, Zimmerman, 1979, s. 273). Godfrey i in. (2010, s. 25) zaznaczają, że teorie normatywne są w swej naturze teoriami pomiaru wartości w rachunkowości. Przyjmują one bowiem, że rachunkowość powinna być rozumiana jako system pomiaru efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, a sprawozdania finansowe eksponują informacje użyteczne przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych. Jednocześnie zakładają, że wynik finansowy jednostki może być precyzyjnie określony (przy czym nie istnieje jedna uniwersalna, „najlepsza” miara wyniku finansowego dla wszystkich grup użytkowników raportów finansowych), choć uczestnicy nieefektywnego informacyjnie rynku finansowego mogą być wprowadzani w błąd w zakresie jego pomiaru poprzez kreatywną rachunkowość. Przykładami teorii normatywnych w rachunkowości są m.in. teoria własnościowa, teoria jednostki, teoria funduszowa, teoria użyteczności decyzyjnej itd. (Kabir, 2005, s. 87-123). Wszystkie one tworzą określony obraz

rzeczywistości ekonomicznej przedsiębiorstwa i ponoszą odpowiedzialność za skutki społeczne, które wywołują (Sawicki, 2013, s. 2019). Ma to swoje odzwierciedlenie m.in. w ramach konceptualnych sprawozdawczości finansowych opracowanych przez Radę Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB) i Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB), które są efektem prowadzonych badań na gruncie normatywnych teorii rachunkowości.

Pozytywne teorie rachunkowości są z kolei zorientowane na opis i objaśnienie stanu faktycznego, tłumaczenie i prognozowanie zachowań i decyzji osób sporządzających, transferujących oraz odbierających dane sprawozdawcze, jak również uogólniające, przyczynowe wyjaśnianie zjawisk mających związek z praktyką rachunkowości. Opierają się one w dużej mierze na badaniach empirycznych, stanowiąc obecnie dominujący wymiar badań naukowych z zakresu rachunkowości na świecie. Jedną z najbardziej rozpoznawalnych odmian pozytywnych teorii rachunkowości jest koncepcja *positive accounting theory*, tłumaczona na język polski wprost jako „pozytywna teoria rachunkowości” (Watts, Zimmerman, 1978, s. 112-134), przy czym określenie „pozytywna” wiąże się ze swoistym charakterem tej koncepcji, nastawionej na antycypację i tłumaczenie praktyki rachunkowości. Jak wskazuje Szychta (2015, s. 182), dziś pod szyldem teorii pozytywnych, wymienia się zbiór zdywersyfikowanych tematów objętych badaniami empirycznymi, takich jak: wygładzanie zysków, lobbowanie na rzecz standardów rachunkowości, ujawnianie skutków zmiany poziomu cen, ocena dokonań podmiotu gospodarczego itd. Zasadnicze różnice między normatywnymi a pozytywnymi teoriami rachunkowości zobrazowano na rys. 7.

Rys. 7. Różnice między normatywnymi a pozytywnymi teoriami rachunkowości.

	TEORIE POZYTYWNE	TEORIE NORMATYWNE
<i>cel dominujący</i>	Dążenie do zrozumienia ekonomicznych konsekwencji informacji dostarczanych z sytemu rachunkowości	Wskazanie norm dla praktyki rachunkowości
<i>typ pytań naukowych</i>	Jak jest? Dlaczego tak jest? Co się wydarzyło? Co się wydarzy?	Jak powinno być? Co powinno być? Co należy zastosować?
<i>rodzaj badań naukowych</i>	Empiryczne	Aprioryczne
<i>metody badań naukowych</i>	Wnioskowanie indukcyjne	Wnioskowanie dedukcyjne
<i>przeznaczenie badań i teorii</i>	Wyjaśnienie stanu faktycznego i przewidywanie przyszłego postępowania lub zachowania (predykcja)	Nakazanie, zalecenie zastosowania w praktyce (preskrypcja)

Źródło: opracowanie własne na podst. Szychta (2015, s. 182).

Postępujący proces ekonomizacji prawa, mający swój wydzźwięk m.in. w bezpośrednim wkraczaniu regulacji prawnych w sferę działalności gospodarczej, powoduje, że terminologiczne ujęcia wyniku finansowego ogniskują się zwykle wokół aparatu pojęciowego stosowanego w przepisach prawa bilansowego, handlowego oraz podatkowego. Do głównych źródeł prawa określających standardy raportowania finansowego oraz cele, zakres informacyjny i zasady sporządzania sprawozdań finansowych dla polskich przedsiębiorstw należą:

- Ustawa z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości (UoR), tekst jednolity Dz. U. z 2023 r. poz. 120 ze zm.;
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF; ang. *International Financial Reporting Standards*), zawarte w Rozporządzeniu Komisji (UE) 2023/1803 z dnia 13 sierpnia 2023 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz. Urz. UE L z 2008 r. nr 320/1);
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG, Dz. U. L. 82 z 29.06.2013.

Wynik finansowy jest wielowymiarową kategorią o podstawowym znaczeniu dla kontynuacji i rozwoju działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Z rachunkowego punktu widzenia przyjmuje się, iż wynik finansowy to wyrażona w jednostkach pieniężnych różnica pomiędzy przychodami i kosztami o określonym charakterze, wygenerowanymi przez podmiot gospodarczy w danym horyzoncie odniesienia, obliczona z zachowaniem zasad memoriału i współmierności. Bliższe spojrzenie na problematykę pomiaru i interpretowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie pozwala na stwierdzenie, że ze względu na wieloaspektowy charakter wielkości te mogą być odmiennie postrzegane, zaś występujące w tym zakresie różnice wynikają zwykle z rozbieżności w stosowaniu określonych koncepcji sporządzania sprawozdań finansowych, terminologicznego ujmowania strumieni kształtujących wynik finansowy, bądź też z przyjętej teorii zachowania kapitału.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2023 r. poz. 120 ze zm.) podkreśla, że wielkościami determinującymi poziom wyniku finansowego w jednostce gospodarczej są: przychody i zyski oraz koszty i straty, przy czym:

- przychody i zyski to uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zwiększenia wartości aktywów albo zmniejszenia wartości zobowiązań, które doprowadzą do wzrostu kapitału własnego lub zmniejszenia jego niedoboru w inny sposób niż wniesienie środków przez udziałowców lub właścicieli, z kolei
- koszty i straty są rozumiane jako uprawdopodobnione zmniejszenia w okresie sprawozdawczym korzyści ekonomicznych, o wiarygodnie określonej wartości, w formie zmniejszenia wartości aktywów albo zwiększenia wartości zobowiązań i rezerw, które doprowadzą do zmniejszenia kapitału własnego lub zwiększenia jego niedoboru w inny sposób niż wycofanie środków przez udziałowców lub właścicieli.

Przedstawiony w UoR kontekst interpretacyjny wyniku finansowego jest wyrazem przyjętego w ustawie o rachunkowości podejścia bilansowego, zgodnie z którym sprawozdawczość finansowa nastawiona jest przede wszystkim na prawidłowe ujmowanie i wycenę aktywów i zobowiązań, natomiast kategorie wynikowe są efektem zmian stanu i wartości pozycji bilansowych (zob. Walińska, 2013). Wśród zdywersyfikowanych pod względem charakteru kategorii transakcji (zdarzeń) gospodarczych determinujących wynik finansowy w przedsiębiorstwie wydziela się:

- transakcje ciągłe, realizowane regularnie i powtarzalnie w ramach podstawowej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa;
- transakcje jednorazowe, pojawiające się nieregularnie, sporadycznie (wraz ze skutkami zdarzeń nadzwyczajnych);
- zdarzenia zachodzące w otoczeniu przedsiębiorstwa lub w jego obrębie, wpływające na bilansowe wyceny aktywów i zobowiązań oraz
- korekty błędów lat ubiegłych oraz skutki zmian zasad (polityki) rachunkowości (Gierusz, Gawrońska, 2012, s. 31).

Zgodnie z założeniami UoR, do głównych elementów kształtujących poziom wyniku finansowego zalicza się przychody uzyskane i koszty poniesione w związku z transakcjami (zdarzeniami) zrealizowanymi w danym okresie obrachunkowym, jak również przychody i koszty będące skutkiem dokonanej wyceny bilansowej (z uwzględnieniem różnych modeli wyceny). Jak zauważa Rowińska (2016, s. 119), w strukturze sprawozdania z wyniku finansowego (zarówno rachunku zysków i strat, jak i sprawozdania z całkowitych dochodów) sporządzanego zgodnie z krajowymi regulacjami nie ma wyraźnego wskazania, które przychody i koszty wynikają ze zrealizowanych transakcji, a które

stanowią skutek dokonanej wyceny bilansowej. Brak takich uregulowań stanowić może zasadniczą przesłankę ku implementacji zróżnicowanych rozwiązań rachunkowych nakierowanych na intencjonalne zawyżanie (zaniżanie) wartości wykazywanego wyniku finansowego w jednostce gospodarczej.

Procedura poprawnego wyznaczania poziomu wyniku finansowego na każdym ze szczebli działalności podmiotu gospodarczego wymusza konieczność oszacowania jednorodnych strumieni wynikowych o charakterze przychodów i ich zmniejszeń, ich dalszego podporządkowania do odpowiadających segmentów wynikowych oraz obliczenia pośrednich kategorii wynikowych. Zgodnie z UoR (art. 42-45 i art. 47) podział wyniku finansowego ujmowany w rachunku zysków i strat obejmuje różnorodne poziomy związane z:

- działalnością podstawową przedsiębiorstwa (czego efektem jest wyeksponowanie wyniku ze sprzedaży oraz dodatkowo wyniku ze sprzedaży brutto, gdy jednostka gospodarcza sporządza wariant kalkulacyjny rachunku zysków i strat);
- działalnością pomocniczą lub pochodną jednostki (czego wyrazem jest wynik finansowy z działalności operacyjnej, wartościowo równy wynikowi ze sprzedaży skorygowanemu o pozostałe przychody i koszty operacyjne, które nie wynikały z podstawowej działalności przedsiębiorstwa);
- działalnością finansową przedsiębiorstwa (czego skutkiem jest uwzględnienie w wyniku finansowym z działalności operacyjnej skutków operacji finansowych jednostki gospodarczej odzwierciedlonych w przychodach i kosztach finansowych).

Otrzymany w ten sposób wynik finansowy brutto w dalszej kolejności ulega podziałowi na obciążenia podatkowe i pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia strat), pozwalając w efekcie na wyeksponowanie wyniku finansowego netto – podstawowej kategorii zysku (straty) w sprawozdawczości opartej na prawie bilansowym (rys. 8).

Rys. 8. Poziomy wyniku finansowego wydzielane w rachunku zysków i strat sporządzanym na podstawie UoR.

Rachunek zysków i strat		
<i>Wariant kalkulacyjny</i>	<i>Wariant porównawczy</i>	
Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów – koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów = zysk (strata) brutto ze sprzedaży – koszty sprzedaży – koszty ogólnego zarządu = zysk (strata) ze sprzedaży	Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi – koszty działalności operacyjnej = zysk (strata) ze sprzedaży	
+ pozostałe przychody operacyjne – pozostałe koszty operacyjne = zysk (strata) z działalności operacyjnej	+ przychody finansowe – koszty finansowe = zysk (strata) brutto	– podatek dochodowy – pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku = zysk (strata) netto

Źródło: opracowanie własne na podst. ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości.

W teorii i praktyce rachunkowości odnaleźć można koncepcje ekonomiczne stanowiące punkt wyjścia w definiowaniu zysku podlegającego pomiarowi oraz jego przedstawianiu w sprawozdaniu finansowym jako wynik działalności podmiotu gospodarczego. Zdaniem Szychty (2011, s. 82-83) koncepcje te nawiązują do pojmowania zysku jako:

- przyrostu dobrobytu (bogactwa, wartości) właścicieli lub
- miary dokonań przedsiębiorstwa i jego zarządu w danym okresie, skłaniającej do maksymalizacji zysku w określonych warunkach struktury rynku, przy określonym popycie na oferowane produkty oraz usługi i generowanym poziomie kosztów.

W pierwszej z wymienionych koncepcji ustalenie kwoty zysku oznaczającej wzrost bogactwa (wartości) dla właścicieli podmiotu gospodarczego wymaga uwzględnienia określonej koncepcji zachowania kapitału. W krajowym ustawodawstwie dotyczącym rachunkowości dominuje koncepcja wyceny nominalnej, która uznaje, iż kapitał to odzwierciedlenie aktywów netto. W ten sposób zysk osiągany będzie w sytuacji, gdy wartość aktywów netto na koniec okresu będzie wyższa od analogicznej wartości na początku rozpatrywanego okresu, po wyłączeniu wkładów od właścicieli oraz środków rozdzielanych między nich w trakcie całego okresu obrachunkowego (Buk, 2012, s. 83). Inny wymiar teorii zachowania kapitału obejmuje koncepcję rzeczową, która wyraża kapitał jako możliwości operacyjne jednostki wyrażone przez jej zdolność produkcyjną. W tym ujęciu zysk odnotowany zostanie wówczas, gdy fizyczne zdolności produkcyjne (możliwości operacyjne, zasoby potrzebne do osiągnięcia tych zdolności) na koniec okresu obrachunkowego przewyższą fizyczne zdolności produkcyjne z początku okresu odniesienia, po wyłączeniu wkładów właścicieli oraz środków rozdzielonych między nich w trakcie całego okresu obrachunkowego (Buk, 2012, s. 83).

Z kolei postrzeganie wyniku finansowego jako wyrazu dokonań przedsiębiorstwa pozwala traktować go jako główny miernik efektywności finansowej podmiotu gospodarczego, mierzony przyrostem produkcji, sprzedaży i przychodów (przy jednoczesnym dążeniu do minimalizacji kosztów własnych), a także świadectwo korzystnych relacji pomiędzy poniesionymi nakładami a uzyskanymi efektami prowadzonej działalności gospodarczej. Generowany zysk postrzegany jest zatem jako korzystny rezultat podejmowanych decyzji przez kierownictwo oraz skutek realizowanych procesów wewnątrz przedsiębiorstwa. Stanowi on zarówno podstawę oceny dotychczasowych dokonań przedsiębiorstwa w rozpatrywanym okresie, jak i istotną przesłankę do prognozowania przez inwestorów przyszłych korzyści płynących z zainwestowanego kapitału (Szychta, 2011,

s. 83). Dechow i in. (2010, s. 347), obrazując powiązania między wynikiem finansowym a efektywnością finansową przedsiębiorstwa, rozpatrują drugą z wymienionych kategorii dwuaspektowo. W modelu dotyczącym jednego okresu obrachunkowego efektywność finansowa może być szacowana jako suma przepływów pieniężnych analizowanego okresu z uwzględnieniem zmiany wartości likwidacyjnej aktywów netto. Z kolei w przypadku modelu dotyczącego wielu okresów, efektywność finansowa jest funkcją przepływów pieniężnych wygenerowanych w bieżącym okresie, bieżącej wartości przepływów pieniężnych, które zostaną wygenerowane w kolejnych okresach, lecz są skutkiem działań podjętych w aktualnym okresie oraz obecnej zmiany wartości likwidacyjnej aktywów netto, będącej wypadkową przedsięwzięć podjętych w bieżącym okresie. Autorzy ci jednocześnie zaznaczają, że wynik finansowy nie będzie miarą jednoznacznie obrazującą osiągniętą efektywność finansową w podmiocie gospodarczym. Wynika to z faktu, że w różnych krajach lub sektorach gospodarki można mówić o zróżnicowanym poziomie wdrażania rachunkowości, jak również o występowaniu pewnego stopnia swobody w dobieraniu metod wyceny, co może implikować późniejszą ocenę efektywności ekonomicznej jednostki gospodarczej. Ponadto raportowany wynik finansowy nigdy nie będzie idealnie odpowiadał potrzebom wszystkich grup odbiorców sprawozdań finansowych, którzy podejmują różne decyzje i są motywowani w swych działaniach zróżnicowanymi uwarunkowaniami. Na problem ten wskazali m.in. Hendriksen i van Breda (2002), proponując alternatywne sposoby wyznaczania poziomu zysku (straty) netto w jednostce w zależności od charakteru interesariuszy przedsiębiorstwa i w zgodzie z ich potrzebami (tab. 1).

Tab. 1. Klasyfikacja zysku netto według odbiorców informacji sprawozdawczej.

Koncepcja zysku netto	Sposób naliczania zysku netto	Odbiorcy informacji sprawozdawczej
Zysk netto dla przedsiębiorstwa	Nadwyżka przychodów nad wydatkami; wszystkie zyski i straty. Do wydatków nie zalicza się naliczonych odsetek, podatku dochodowego oraz faktycznego podziału wypracowanego zysku	Akcjonariusze, posiadacze obligacji, rząd
Zysk netto dla inwestorów	Tak samo jak w przypadku zysku netto dla przedsiębiorstwa, lecz po potrąceniu podatku dochodowego	Akcjonariusze i wierzyciele długoterminowi
Zysk netto dla akcjonariuszy	Zysk netto dla inwestorów minus naliczone odsetki i podzielone zyski	Akcjonariusze (uprzywilejowani i zwykli)
Zysk netto dla posiadaczy kapitału rezydualnego	Zysk netto dla akcjonariuszy minus dywidendy uprzywilejowane	Obecni i potencjalni akcjonariusze zwykli, jeśli nie można zrealizować płatności uprzywilejowanych

Źródło: opracowanie własne na podst. Hendriksen, van Breda (2002, s. 351).

Teorie rachunkowości pozwalają na wydzielenie dwóch zasadniczych kontekstów interpretacyjnych wyniku finansowego: bieżący zysk operacyjny oraz zysk całkowity (Grabiński, 2012, s. 55) (rys. 9). Zgodnie z pierwszym podejściem, wynik finansowy powinien być wprost rozumiany jako porównanie przychodów i kosztów zrealizowanych w jednostce gospodarczej w danym okresie, bez uwzględniania wyników zdarzeń nadzwyczajnych oraz korekt poprzednich okresów. Koncepcja bieżącego zysku operacyjnego nawiązuje do normalnej, powtarzalnej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa i stanowi o racjonalności typowo podejmowanych decyzji gospodarczych. Natomiast podejście odnoszące się do koncepcji zysku całkowitego ujmuje wszystkie transakcje i zdarzenia, które zaszły w danym okresie (z wyjątkiem transakcji z właścicielami). Akcentuje ono zatem potrzebę pojmowania wyniku finansowego jako całkowitych efektów zmian po stronie kapitału własnego w danym horyzoncie odniesienia. W ten sposób wynik finansowy staje się miarą przyrostu wartości (bogactwa) właścicieli.

Rys. 9. Dwuwymiarowe podejście do pojmowania wyniku finansowego przedsiębiorstwa.

Wynik finansowy <i>sensu stricte</i>	Wynik finansowy <i>sensu largo</i>
	
☐ Zysk (strata) w ujęciu księgowym	☐ Zysk (strata) w ujęciu całkowitym
☐ Wskaźnik efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa (tzw. siły zysków) oraz efektywności działań kierownictwa	☐ Wskaźnik przyrostu wartości (bogactwa) dla właścicieli; miara wzrostu zasobów ekonomicznych przedsiębiorstwa
☐ Rezultat porównania wygenerowanych przychodów z kosztami ich uzyskania w danym okresie	☐ Różnica w wartości kapitału własnego na koniec okresu a wartością tegoż kapitału na początku okresu (z wyłączeniem transakcji z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców)
☐ Koncepcja zbliżona do podejścia transakcyjnego	☐ Koncepcja zbliżona do podejścia opartego na działalności przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podst. Grabiński (2016, s. 44).

Zaprezentowane wymiary analityczne wyniku finansowego, uwzględniające w swojej istocie m.in. problematykę zachowania kapitału w jednostce gospodarczej, mogą być dodatkowo poszerzone spostrzeżeniami Hendriksena i van Bredy (2002), którzy wydzielają trzy płaszczyzny jego kategoryzowania, tj. z perspektywy:

- sfery syntaktycznej – od strony definiujących go zasad;
- sfery semantycznej – poprzez związki z rzeczywistością ekonomiczną oraz
- sfery pragmatycznej – rozpatrując jego wartość użytkową.

Podejście syntaktyczne odnosi się do problematyki odbioru niektórych kategorii księgowych w rzeczywistości gospodarczej. Autorzy zauważają, iż księgowi

używają pojęć takich, jak: współmierność, zasada memoriałowa, alokacja kosztów itp. „tak często i tak długo, że są skłonni przyjmować, iż mają one interpretację w rzeczywistym świecie”. Tymczasem „trudno jest pogodzić się z tym, że nie mają one znaczenia poza ograniczoną rolą w logice struktury rachunkowości” (Hendriksen, van Breda, 2002, s. 324). Podejście syntaktyczne umożliwia implementację dwóch podejść do obliczania zysku księgowego. Pierwsze z nich – transakcyjne – polega na rejestrowaniu zmian w aktywach i zobowiązaniach tylko wtedy, gdy są one rezultatem transakcji zewnętrznych i wewnętrznych. Przy czym, transakcje zewnętrzne to te, które przeprowadzane są z otoczeniem firmy i oznaczają transfer aktywów lub zobowiązań do lub z przedsiębiorstwa. Natomiast transakcje wewnętrzne wynikają z wykorzystania lub konwersji aktywów w obrębie jednostki. W podejściu transakcyjnym zmiana wartości rynkowych pozycji bilansowych nie stanowi podstawy do księgowego ujmowania przychodów i kosztów. Z kolei drugi możliwy wariant, tj. podejście oparte na działalności przedsiębiorstwa, koncentruje się w większym stopniu na działalności podmiotu gospodarczego, aniżeli księgowaniu transakcji. Oznacza to, że zysk pojawia się nie tylko w wyniku określonych transakcji, ale również w momencie zaistnienia określonych zdarzeń lub działań (np. produkcji, sprzedaży, zakupu itd.). Cechą charakterystyczną tego rodzaju ujęcia jest wykazywanie zysku w podziale na różnego rodzaju działalności lub operacje, co daje możliwość wykorzystania zysku jako kategorii ekonomicznej do różnych celów i pozwala na trafniejsze prognozy ze względu na zróżnicowanie wzorców behawioralnych różnych rodzajów działalności. Podejście do zysku oparte na działalności przedsiębiorstwa uwzględnia zatem rezultaty działań zależnych nie tylko od zarządu, lecz od szerzej pojmowanych zdarzeń gospodarczych (Turzyński, 2011, s. 278). W literaturze przedmiotu jest ono również określane jako podejście bilansowe lub model czystej nadwyżki, w którym poziom wyniku finansowego jest pochodną wyceny aktywów i zobowiązań, i wskazuje na wzrost netto zasobów ekonomicznych firmy.

Podejście semantyczne przedstawia zysk jako miernik efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Uznaje się bowiem, że jednym z poziomów analizy efektywności jest maksymalizacja produkcji przy danych nakładach lub minimalizacja nakładów przy danej produkcji, lub też taka kombinacja zasobów przy określonej wielkości popytu na produkt, przy której możliwe stanie się uzyskanie maksymalnej stopy zwrotu. Zastosowanie takiej koncepcji zysku budzi jednak wątpliwości odnośnie tego, w jaki sposób wielkość zysku z lat ubiegłych może stanowić podstawę do określania bieżącej efektywności jednostki gospodarczej

(Turzyński, 2011, s. 278). W podejściu semantycznym uwaga badaczy skupiona jest ponadto na określaniu wzajemnych relacji między zyskiem księgowym a zyskiem ekonomicznym.

Z kolei pragmatyczne koncepcje zysku dotyczą procesów decyzyjnych inwestorów i wierzycieli, reakcji cen papierów wartościowych na rynkach zorganizowanych na publikowane zyski, decyzji kierownictwa odnośnie wydatków kapitałowych oraz wzajemnych interakcji między kierownictwem jednostki a osobami odpowiedzialnymi za sprawozdawczość. Można zatem orzec, iż podejście to koncentruje swoją uwagę na potencjalnym wykorzystaniu zysku jako narzędzia prognozowania oraz ocenie jego przydatności w kontekście potrzeb uczestników rynku kapitałowego. Zaprezentowane ujęcia interpretacyjne i klasyfikacyjne wyniku finansowego nie stanowią domkniętej listy. Ukazują one możliwe perspektywy szacowania poziomu wygenerowanego zysku w podmiocie gospodarczym, jak również dylematy metodologiczne związane z jego pomiarem. Mnogość potencjalnych podejść do oceny pojemności i sposobów kalkulacji rozpatrywanej kategorii podkreśla nie tylko jej zdywersyfikowany charakter, lecz też niebagatelne znaczenie wyniku finansowego w systemie oceny działalności jednostki gospodarczej na rynku kapitałowym.

1.3. Istota, obszary analityczne i systematyka mierników jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw

Ocena jakości raportowanych danych sprawozdawczych jest zagadnieniem trudnym, złożonym i wielowymiarowym. Wystarczy wspomnieć, że Eppler (2006, s. 68-75), przedstawiając autorskie zestawienie proponowanych nośników jakości informacji, uwzględnił szesnaście kategorii, które następnie uszeregował według czterech poziomów ich kreacji, związanych z ich:

- przydatnością (ang. *relevance*), zaliczając do nich: kompletność (ang. *comprehensiveness*), dokładność (ang. *accuracy*), jasność (ang. *clarity*) oraz możliwość wykorzystania (ang. *applicability*);
- solidnością (ang. *soundness*), uwzględniając w tej grupie: zwięzłość (ang. *conciseness*), spójność (ang. *consistency*), poprawność (ang. *correctness*) i aktualność (ang. *currency*);
- powiązaniem z procesami zachodzącymi w organizacji, wydzielając w ten sposób takie cechy, jak: łatwość zastosowania (ang. *convenience*), terminowość (ang. *timeliness*), identyfikowalność (ang. *traceability*) oraz interaktywność (ang. *interactivity*);

- powiązaniem z infrastrukturą podmiotu, klasyfikując takie własności informacji, jak: dostępność (ang. *accessibility*), bezpieczeństwo (ang. *security*), łatwość utrzymania (ang. *maintainability*), jak również szybkość (ang. *speed*).

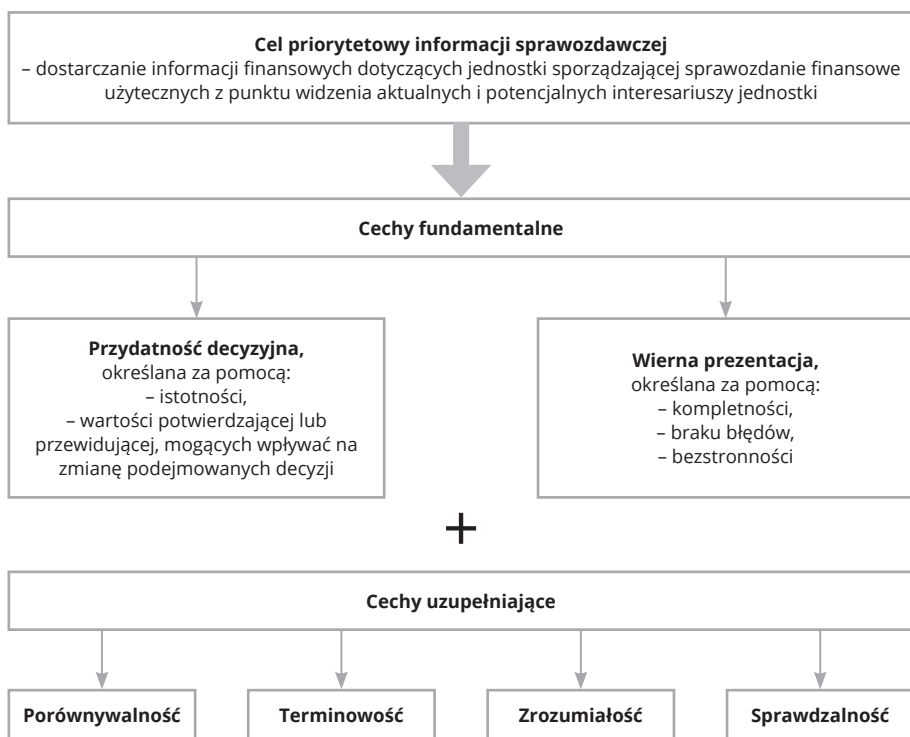
W nurcie krajowych rozważań, Kisielnicki (1982) wyselekcjonował dziesięć cech jakościowych informacji, zaliczając do nich: dyspozycyjność, porównywalność, rzetelność, elastyczność, przetwarzalność, szczegółowość, stabilność, terminowość, priorytetowość czy też wypełnianie specjalnych wymagań.

Ponieważ spółki publiczne notowane na GPW w Warszawie zobligowane są do sporządzania sprawozdań finansowych zgodnie z MSSF warto podkreślić, że zgodnie z *Załoženiami koncepcyjnymi sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych* wyróżnia się dwie nadrzędne grupy właściwości opisujących raportowane informacje finansowe z perspektywy jakościowej. Należą do nich cechy jakościowe o fundamentalnym znaczeniu, do których zakwalifikowano: przydatność decyzyjną oraz wierną prezentację (wraz z dodatkowymi komponentami uzupełniającymi wspomniane cechy), a także cechy wzbogacające użyteczność raportowanych informacji (do których zaliczono: porównywalność, sprawdzalność, terminowość oraz zrozumiałość – zob. rys. 10). Ponadto w literaturze przedmiotu odnaleźć można dodatkowe, alternatywne układy klasyfikacyjne wysokiej jakości danych sprawozdawczych ujawnianych przez spółki (zob. m.in. Hendriksen, van Breda, 2002, s. 140–170; Gmytrasiewicz, Karmańska, 2006, s. 17; Gabrusewicz, Remlein, 2011, s. 35). Wszystkie one akcentują problematykę braku jednolitej systematyki atrybutów jakościowych, którymi powinny odznaczać się informacje zawarte w raportach finansowych przedsiębiorstw. Analogiczna sytuacja dotyczy oceny i pomiaru jakości raportowanych wyników finansowych (Comporek, 2023a, s. 239). Podkreśla się przy tym, że zbytnia objętość (pojemność) prezentowanych informacji sprawozdawczych, będąca wynikiem procesów standaryzacji i wymogów ujawniania coraz szerszego zasobu danych (Michalak, 2018, s. 29-30), może negatywnie oddziaływać na ich jakość. Będzie ona bowiem prowadzić do powstawania tzw. zjawiska przeciążenia informacjami (ang. *information overload*), które ma miejsce w sytuacji, gdy zdolności przetwarzania danych przez odbiorcę komunikatu będą mniejsze, aniżeli ilość danych do niego trafiających (Speier i in., 1999, s. 337-360). Jakubowski i Wójtowicz (2019) zauważają, że choć raportowane wyniki finansowe co do zasady zawierają istotne informacje dla outsiderów, to ich pojemność informacyjna w zakresie przewidywania przyszłych wyników przedsiębiorstwa jest ograniczona. Autorzy podkreślają, że prognozy wyników finansowych, zwłaszcza

te formułowane przez ekspertów ds. wycen i rekomendacji rynkowych, mogą zwiększać jakość dostępnych dla inwestorów informacji, dostarczając tym samym dodatkowych wskazówek dotyczących przyszłych zysków i oczekiwanych wyników. Co istotne, prognozy wyniki mają charakter uniwersalny – pozostają użyteczne niezależnie od wielkości przedsiębiorstwa i jego kondycji finansowej. Ponadto, w odniesieniu do krajowych spółek, Jakubowski i Wójtowicz podkreślają fakt występowania komplementarności między raportowanymi wynikami finansowymi a ich prognozami, co oznacza, że obie kategorie łącznie dostarczają bardziej kompleksowego obrazu sytuacji finansowo-majątkowej jednostki dla jej interesariuszy. Zdaniem Leuza i Wsockiego (2016), informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych odgrywają dwie kluczowe role w gospodarkach rynkowych. Pierwsza (określona mianem *ex-ante*) pozwala inwestorom i innym dawcom kapitału podejmować decyzje ekonomiczne przy ocenie potencjału zwrotu z możliwych inwestycji. Druga (*ex-post*) dostarcza użytkownikom sprawozdań finansowych niezbędnych informacji do projektowania mechanizmów ładu korporacyjnego i monitorowania skuteczności alokacji kapitału.

Na osobny komentarz zasługuje także zagadnienie neutralności (bezstronności) sprawozdań finansowych. Jak zauważają Dopuch i Sunder (1980), neutralność w odniesieniu do sprawozdawczości finansowej oznacza, że raportowane dane powinny być wolne od stronniczości i nie powinny faworyzować żadnej ze stron — ani outsiderów, ani insiderów. Tym samym powinny one ukazywać obiektywny obraz ekonomicznych dokonań przedsiębiorstwa, niezależnie od tego, jakie interesy są zaangażowane. Jednakże Sunder (2005) podkreśla, że tak postrzegana neutralność sprawozdań finansowych jest w pewnym sensie społecznie konstruowana. Oznacza to, że to kategoria neutralności jest wynikiem konsensusu społecznego, który może ulegać zmianom w zależności od ewoluujących oczekiwań oraz nowych wymagań rynkowych. Tym samym przyjęty sposób raportowania finansowego będzie uzależniony od potrzeb i oczekiwań otoczenia społecznego i gospodarczego, w jakim przedsiębiorstwo funkcjonuje.

Rys. 10. Klasyfikacja cech jakościowych danych sprawozdawczych według MSSF.



Źródło: opracowanie własne.

Jak podkreśla Michalak (2018, s. 109), problematykę analizy jakości wyniku finansowego do światowej literatury przedmiotu po raz pierwszy wprowadzili Graham i Dodd w 1934 r. Autorzy ci tłumaczyli model wyceny akcji spółek giełdowych za pomocą iloczynu wskaźnika zysku na akcję (EPS) oraz współczynnika jakości (ang. *coefficient of quality*), kształtowanego przez takie parametry, jak: wdrażana polityka dywidendowa, ogólna sytuacja finansowa podmiotu, reputacja firmy, charakter prowadzonej działalności gospodarczej czy nastroje występujące na rynku (Graham, Dodd, 1934, s. 351). Kilkadziesiąt lat później zagadnienia te stały się przedmiotem naukowych dociekań badaczy z całego świata.

Kategoria jakości wyniku finansowego ma charakter kontekstowy, co oznacza, że podczas dokonywania jej szacunku należy uwzględniać charakter odbiorców raportowanych informacji. Innymi słowy ujmując, jakość wyniku finansowego będzie inaczej postrzegana i może mieć różne znaczenie dla poszczególnych grup interesariuszy przedsiębiorstwa. W generalnym ujęciu o jakości dostarczanej informacji o wyniku finansowym podmiotu gospodarczego świadczyć może trafność decyzji podejmowanych w oparciu o dane sprawozdawcze oraz dokładność raportowanego zysku (straty) wygenerowanego na określonym szczeblu

działalności przedsiębiorstwa. Kamp (2002) stoi na stanowisku, że o zyskach (stratach) charakteryzujących się wysoką jakością będzie można mówić w sytuacji, gdy wielkości te będą jasno odzwierciedlać bieżące przychody i koszty, jednoznacznie wskazywać na wyniki płynące z działalności podstawowej przedsiębiorstwa, a także pozwolą na bezpośrednie powiązania raportowanych wyników z generowanymi operacyjnymi przepływami pieniężnymi. Podobnie, Dichev i in. (2013, s. 1-33) zakładają, że wyniki finansowe odznaczające się wysoką jakością powinny być trwałe, a zarazem poparte odpowiednim poziomem uzyskiwanych przepływów pieniężnych, co będzie jednocześnie stanowiło odzwierciedlenie spójności podejmowanych wyborów księgowych w dłuższym horyzoncie odniesienia. Stąd też podczas dokonywania ewaluacji jakości wyniku finansowego w spółce należy konfrontować memoriałowe wartości wyniku finansowego z jego kasowym odpowiednikiem w postaci operacyjnych przepływów pieniężnych. Gibson (1998) wskazuje, iż raportowanie wyników finansowych charakteryzujących się wysoką jakością będzie charakterystyczne dla przedsiębiorstw implementujących podejście konserwatywne w rachunkowości. Polega ono m.in. na prezentowaniu w sprawozdaniu finansowym jednostki możliwie najniższej wartości aktywów i przychodów, przy jednoczesnej możliwie wysokiej wycenie pasywów i kosztów, niedoszacowaniu zysków oraz założeniu, że wydatki będą następować szybciej aniżeli później, zaś wpływy – odwrotnie (Hendriksen, van Breda, 2002, s. 167). Cug i Vugova (2021) wysoką jakość raportowanych wyników wiążą z prawdziwym i rzetelnym obrazem przedsiębiorstwa, bez anomalii oraz dalszych zniekształceń będących efektem „sztuczek” dokonywanych przez osoby odpowiedzialne za rachunkowość w podmiocie gospodarczym. McClure (2004) stoi na stanowisku, iż „wysokojakościowe” wyniki finansowe cechują się powtarzalnością i są wynikiem oddziaływania czynników pozostających pod ciągłą kontrolą kadry kierowniczej. Mogą być one postrzegane jako swoiste „generatory gotówki” (ang. *cash generators*), zaś ich intensyfikacja następuje poprzez powtarzalne wzrosty przychodów ze sprzedaży i powtarzalne spadki kosztów, a nie jednorazowe działania lub zdarzenia. Wreszcie zdaniem Michalaka (2018, s. 110) jakość wykazywanych zysków jest uzależniona od ich przydatności przy podejmowaniu decyzji oraz możliwości dobrego zobrazowania ekonomicznych efektów działalności przedsiębiorstwa (z których część jest nieobserwowalna). Autor ten podkreśla ponadto, iż jakość wyników jest determinowana łącznie przez istotność wyników finansowych z punktu widzenia decyzji oraz zdolność systemu informacyjnego rachunkowości do pomiaru tych wyników.

O swoistej rozległości rozważań teoretyczno-empirycznych nad zagadnieniem jakości wyniku finansowego świadczyć mogą również spostrzeżenia Gissel i in. (2005), którzy zanalizowali szerokie spektrum parametrów używanych przy określaniu jakości wyniku finansowego przez zróżnicowane organizacje w USA (np. instytucje badawcze, domy maklerskie, firmy zajmujące się doradztwem inwestycyjnym). Zauważyli oni, że spośród pięćdziesięciu jeden kategorii uwzględnianych w ośmiu niezależnych podejściach metodologicznych służących do oceny jakości wyniku finansowego, jedynie siedem z nich powtórzyło się w co najmniej dwóch modelach (sposobach) ewaluacji (tab. 2). Za jedną z przyczyn takiego stanu uznali oni zróżnicowane cele stawiane przed pomiarem i różne podstawy odniesienia (np. bliższe rozpoznanie metod manipulacji wynikiem finansowym lub dążenie do poznania związków między jakością wyników a rentownością podmiotu) stosowane w poszczególnych organizacjach dokonujących pomiaru.

Tab. 2. Przykładowe kryteria uwzględniane w ocenie jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw.

Kryterium	Model							
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8
Uznawanie kosztów	X							
Pomijanie lub zaniżanie zobowiązań	X							
Zdarzenia jednorazowe	X					X	X	
Ujmowanie przychodów	X							
Obrotowość aktywów		X						
Operacyjne przepływy pieniężne		X						
Korekty zysku netto		X						
Zysk przyrostowy (zmiany)		X						
Płynność bieżąca		X						
Marża brutto		X		X		X		
Odroczony podatek (tempo wzrostu)		X						
Kapitał pracujący (tempo wzrostu)		X						
Aktywa trwałe (tempo wzrostu)		X						
ROA (bieżący i zmiany rok do roku)		X						
Wykup akcji własnych, emisja akcji		X	X					
Pokrycie zobowiązań długoterminowych aktywami (zmiana rok do roku)		X						
Zmienność zysków			X					
Stabilność wzrostu			X					
Zysk normalny (przeciętny)			X					
Zysk operacyjny (bez zdarzeń jednorazowych)			X					
Siła finansowa; przewidywalność zysków			X					
Opinia audytora				X				
Nakłady inwestycyjne				X				
Dynamika zapasów/Dynamika przychodów ze sprzedaży				X				

Kryterium	Model							
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8
Dynamika należności/Dynamika przychodów ze sprzedaży				X				
Metoda wyceny zapasów				X				
Zaległe zamówienia				X				
Rezerwy na nieściągalne (wątpliwe) należności				X				
Wydatki na B+R				X				
Liczba pracowników na koniec roku				X				
Koszty zarządu i sprzedaży				X				
Stawka podatkowa				X	X			
Operacyjne przepływy pieniężne/Zysk netto					X	X		
Wskaźnik reinwestycji aktywów produkcyjnych					X			
EBIT/Kapitał własny					X			
Ranking kredytowy <i>Standard & Poor</i>					X			
Ranking stabilnego wzrostu <i>Standard & Poor</i>					X			
Przejęcia jednostek						X	X	
Wzrost należności						X		
Kapitalizacja odsetek						X		
Wydatki na fundusz emerytalny						X	X	
Korzyści podatkowe ze spadającej stawki podatku							X	
Opcje na akcje pracownicze							X	
Zyski/straty ze zbycia aktywów							X	
Bieżące koszty restrukturyzacji							X	
Księgowania dotyczące emerytur							X	
Wydatki na B+R							X	
Rozwiązanie ubiegłorocznych rezerw							X	
Niezrealizowane zyski (straty) z tytułu zabezpieczenia (<i>hedging</i>)							X	
Świadczenia po okresie zatrudnienia (zobowiązania)								X
Zwroty z aktywów zgromadzonych w funduszach emerytalnych								X

Źródło: opracowanie własne na podst. Gissel i in. (2005, s. 3-4).

Dechow i in. (2010) wskazali sześć zdywersyfikowanych obszarów analitycznych, z perspektywy których jakość wyniku finansowego w podmiotach publicznych może być oceniana. Trzy z nich, tj. analiza różnic memoriałowych, analiza stopnia wygładzania zysku oraz ocena poziomu i kierunków realnego (rzeczo-wego) kształtowania zysku (straty) podkreślają zróżnicowane ścieżki (sposoby) realizacji działań nakierowanych na maksymalizację zysku *per saldo* przez kierownictwo przedsiębiorstwa (zostaną one szerzej omówione w dalszej części pracy). Dwa kolejne wymiary (tj. trwałość wyniku finansowego oraz dążenie do osiągnięcia pożądanego pułapu wyniku finansowego – ang. *target beating*) akcentują konsekwencje (uzyskane rezultaty) płynące z przedsięwziętych działań z zakresu stymulowania wyniku finansowego. Natomiast ostatnia z płaszczyzn

analitycznych odwołuje się do zasady konserwatyzmu, skupiając tym samym swoją uwagę na indywidualnym podejściu kadry zarządzającej do stosowanych postulatów i norm rachunkowych. Dechow i in. (2010) uznają dodatkowo, że na jakość raportowanego wyniku finansowego składają się trzy grupy atrybutów. Pierwszą z nich stanowią cechy jakościowe odnoszące się wprost do poziomu raportowanego zysku (straty) w przedsiębiorstwie (ang. *properties of earnings*). Mają one istotny wpływ na użyteczność przedstawianych wyników w procesach decyzyjnych i są zarówno wypadkową przyjętych w organizacji polityk rachunkowości, jak i efektem subiektywnych wyborów księgowych w zakresie intencjonalnego wpływania na wartość wyniku finansowego (Comporek, 2023a, s. 240-241). Właściwości te nie mają charakteru substytucyjnego, nie muszą być ze sobą silnie skorelowane, nie odznaczają się występowaniem tej samej sieci nomologicznej (Licerán-Gutiérrez, Cano-Rodríguez, 2019). Druga kategoria cech jakościowych wyniku finansowego jest definiowana w oparciu o reakcje inwestorów na poziom raportowanych wyników przez podmiot sprawozdawczy (ang. *investor responsiveness to earnings*) i może być przedstawiana na podstawie związków pomiędzy zyskami księgowymi a kształtowaniem cen akcji czy stóp zwrotu. Z kolei trzecia grupa mierników opisujących zysk (stratę) w podmiocie gospodarczym jest efektem dostrzeżenia przez stronę zewnętrzną problemów z jakością udostępnianych danych sprawozdawczych (w zakresie zniekształceń wyniku finansowego, ang. *external indicators of earnings misstatements*), przy czym błędy księgowe deprecjonujące jakość raportowanego wyniku zostały faktycznie wychwycone, sprawdzone oraz udokumentowane.

W swoim opracowaniu Dechow i in. (2010) zauważyli, że jakość wyniku finansowego determinowana jest przez tzw. fundamentalną efektywność ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa, jak i implementowany system rachunkowości finansowej w podmiocie gospodarczym. Rozwijając tę kwestię Francis i in. (2006, s. 17-18) uznali, że w stosunku do pierwszego z wymienionych czynników oddziałujących na jakość wyniku finansowego zastosować można pojęcie wrodzonych źródeł (podstaw) tejże jakości, które wynikają z modelu biznesowego, otoczenia operacyjnego i cech specyficznych dla danej jednostki (Grabiński, 2016, s. 57). Natomiast na wdrażany system raportowania finansowego wpływ mają m.in. obowiązujące standardy rachunkowości, system nadzoru publicznego w kraju, system nadzoru zewnętrznego, system nadzoru wewnętrznego (właścicielskiego), jakość systemu informatycznego tworzącego infrastrukturę systemu informacyjnego przedsiębiorstwa oraz decyzje podejmowane przez kadrę kierowniczą podczas sporządzania sprawozdania finansowego.

Analiza literatury przedmiotu (zob. m.in. Dechow, Schrand, 2004; Ball, Shivakumar, 2005; Michalak i in., 2012; Perotti, Wagenhofer, 2014; Beyer, Guttman, Marinovic, 2019; Lizińska, Czapiewski, 2023) wskazuje, że do głównych obszarów analitycznych jakości wyniku finansowego zaliczyć można następujące perspektywy badawcze, a mianowicie:

- sferę stabilności (ang. *persistence*) i przewidywalności (ang. *predictability*) wyniku finansowego – obie cechy są pożądane przez inwestorów, bowiem stanowią potwierdzenie regularności i harmonii działań realizowanych w obrębie podmiotu gospodarczego oraz zmniejszają ryzyko inwestycyjne. W przypadku spółek publicznych osiągających stabilne zyski łatwiej jest prognozować przyszłe wyniki jednostki, mniejsza jest również wymagana przez inwestorów premia za ryzyko. Co więcej, zgodnie z założeniami finansów behawioralnych, wśród graczy na rynku kapitałowym pojawia się zjawisko nadreaktywności oraz subreaktywności w stosunku do pojawiających się komunikatów, co wynika z asymetrii pozytywno-negatywnej, przez którą inwestorzy inaczej wartościują zyski i straty (Artienwicz, 2018, s. 71). W efekcie, subiektywne odczucie związane z pogorszeniem wyniku o określoną kwotę jest silniejsze niż potencjalne zadowolenie z poprawy wyniku o dokładnie taką samą kwotę. Pojęcia stabilności i przewidywalności wyniku finansowego są związane z zastosowaniem metod regresji szeregów czasowych do estymacji wyniku finansowego oraz możliwości przewidywania na tej podstawie przyszłych wielkości sprawozdawczych;
- sferę gładkości (ang. *smoothness*) wyniku finansowego – celem wygładzania wyniku finansowego jest dążenie przedsiębiorstwa do zmniejszenia wahań raportowanych wyników z jednego okresu na drugi w taki sposób, aby przedstawić względną stałość raportowanych zysków w dłuższym horyzoncie. Gładkość wyniku finansowego jest zatem atrybutem powiązanim z takimi jego właściwościami, jak stabilność i przewidywalność. Beidelman (1975, s. 122-126) definiuje wygładzanie zysków jako dążenie do intencjonalnego osłabienia fluktuacji generowanego wyniku finansowego. Działania te mogą korzystnie oddziaływać na wycenę rynkową spółki, jej reputację, rating kredytowy, jak również na postrzeganie samego kierownictwa jako osób odpowiedzialnych za zarządzanie jednostką gospodarczą. W naukach o finansach i rachunkowości stawia się pytanie, czy celowo wygładzone wyniki są lepsze jakościowo od niewygładzonych (Grabiński, 2016, s. 78). Pojawiające się w tym zakresie tezy prezentują odmienne punkty widzenia. Pierwsza z nich zakłada, że czynnikiem zachęcającym do wygładzania wyników jest przekazanie wiedzy oraz oczekiwań co do kształtowania się

przyszłych wyników przedsiębiorstwa przez kadrę menedżerską, co podkreśla pozytywny charakter implementacji tychże praktyk. Druga z kolei uznaje złą wolę kierownictwa jako dominujący czynnik skłaniający ku wygładzaniu zysków, traktując te działania jako celowe zniekształcanie wartości informacyjnej raportowanych danych sprawozdawczych, zbieżne z koncepcją *earnings management* (Dechow i in., 2010, s. 361-362);

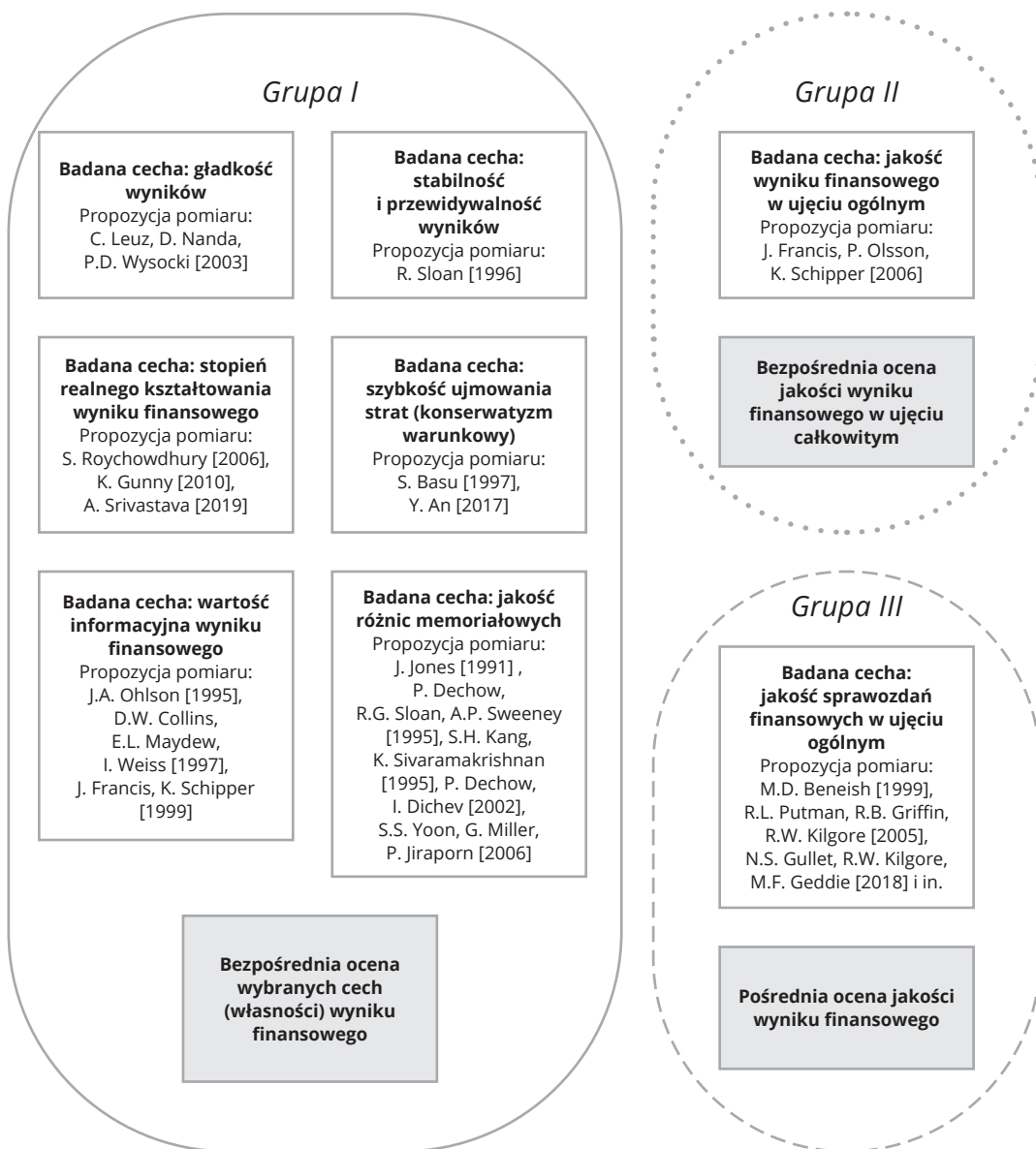
- problematykę jakości różnic memoriałowych (w tym wartości bieżących i całkowitych dyskrecjonalnych różnic memoriałowych – ang. *discretionary accruals*) – przyjmuje się, że znaczne odchylenia między wartościami raportowanego zysku (straty) netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi (określanymi mianem korekt zysku netto w rachunku przepływów pieniężnych sporządzonym przy użyciu metody pośredniej) mogą negatywnie świadczyć o jakości danych sprawozdawczych. Jednocześnie, wysokie odchylenia wartości dyskrecjonalnych korekt zysku netto od zera (w porównaniu np. ze średnią sektorową) mogą stanowić oznakę intensyfikacji praktyk z zakresu rachunkowego kształtowania wyniku finansowego (ang. *accrual-based earnings management*), rozumianych jako manipulowanie wartością wykazywanego zysku netto w celu odpowiedniego dostosowania sprawozdania finansowego do potrzeb określonej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym wprowadzeniu w błąd niektórych akcjonariuszy oraz uczestników zawieranych transakcji co do założeń ekonomicznych firmy oraz wpłynięciu na realizację kontraktów, od których zależą jej wyniki finansowe (Healy, Wahlen 1999, s. 365-383);
- zagadnienia zakresu realnego (rzeczonego) kształtowania wyniku finansowego (ang. *real earning management*) – określającego wielkość zróżnicowanych operacji gospodarczych, niemających swojego podłoża w subiektywnych wyborach księgowych, nakierowanych na ponadprzeciętną akcelerację (spowolnienie) sprzedaży lub nienaturalne kształtowanie kosztów produkcyjnych i kosztów uznaniowych w przedsiębiorstwie w krótkim okresie. Zdaniem Ewerta i Wagenhofera (2005, s. 1104) realne kształtowanie wyniku finansowego ma jednoznacznie negatywny wpływ na organizację, bowiem ma miejsce wówczas, gdy menedżerowie podejmują transakcje nieefektywne z punktu widzenia firmy, ale generujące pożądany poziom zysku lub straty w bieżącym okresie. W niektórych opracowaniach badacze wprost klasyfikują działania z zakresu realnego kształtowania wyniku finansowego jako menedżerską krótkowzroczność (Zhao i in., 2012), które znajdują negatywnie odzwierciedlenie w przyszłej wartości podmiotu gospodarczego;

- sferę szybkości ujawniania strat (ang. *timely loss recognition*) – przyjmuje się, iż im wyższa jest terminowość rozpoznawania i ujawniania straty finansowej w podmiocie gospodarczym, tym lepsza jakość raportowanych danych sprawozdawczych. Cecha ta wiąże się z powszechną w praktyce gospodarczej asymetrią w rozpoznawaniu zdarzeń korzystnych i niekorzystnych (tzw. konserwatyzm warunkowy, ang. *conditional conservatism*) (Klimczak, Michalak, 2014, s. 124);
- sferę zawartości informacyjnej (istotności decyzyjnej) wyniku finansowego (ang. *value relevance*) – określa ona zdolność danych księgowych – w tym wyniku finansowego – do wyjaśniania kształtowania cen akcji na rynku kapitałowym (Perveen 2019, s. 10-17). Francis i in. (2004, s. 967-1010) wyrażają stanowisko, że wartość informacyjna wyniku oddaje zdolność omawianej kategorii rachunkowej do uzasadniania różnic w rynkowych stopach zwrotu, szczególnie w przypadkach, gdy pożądana jest większa moc wyjaśniająca.

Instrumenty służące do estymacji jakości raportowanego wyniku finansowego podzielić można według charakteru niesionej informacji. Przyjmuje się bowiem, że część z nich może być wykorzystywana do oceny, w jakim stopniu sprawozdania finansowe posiadają cechy pożądane przez ich użytkowników (takie, jak: przydatność, terminowość, kompletność, istotność). Z kolei pozostała część będzie skupiać swoją uwagę na zależnościach odmiennych, czyli pomiarze, w jakim stopniu raporty finansowe posiadają cechy niepożądane przez ich użytkowników (np. takie jak odchylenia dyskrecjonalnych korekt zysku netto od zera) (Michalak, 2018, s. 104). Zaprezentowany na rys. 11 układ klasyfikacyjny przykładowych mierników służących do oszacowania jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych wyodrębnia trzy zasadnicze podgrupy tychże narzędzi. Pierwsza z nich służy do oceny wybranej własności (cechy) jakości wyniku finansowego. Druga pozwala na ocenę jakości wyniku finansowego w sposób holistyczny, z uwzględnieniem czynnika fundamentalnej efektywności ekonomiczno-finansowej podmiotu gospodarczego. Trzecia z kolei pozwala na estymację stopnia rachunkowych praktyk związanych z manipulacją danymi sprawozdawczymi przy założeniu, że manipulacje te mogą dotyczyć również samego wyniku finansowego jednostki.

Ze względu na fakt, że bliższa charakterystyka poszczególnych narzędzi służących do oceny jakości wyniku finansowego zaklasyfikowanych do grupy I zostanie przedstawiona w dalszej części pracy, w tym miejscu bliżej przedstawiono jedynie te instrumenty pomiaru jakości raportowanego zysku (straty) w przedsiębiorstwie, które zostały zaszeregowane do grupy II i grupy III.

Rys. 11. Zestawienie wybranych instrumentów pomiaru jakości wyniku finansowego.



Źródło: opracowanie własne.

Model Francis i in. (2006) pozwala na holistyczną analizę jakości wyniku finansowego w nawiązaniu do wcześniej wymienionych dwóch grup komponentów (determinant) tej jakości, czyli wrodzonej efektywności ekonomiczno-financej podmiotu oraz wiarygodności systemu rachunkowości w pomiarze jakości wyniku finansowego. Zgodnie ze stanowiskiem badaczy, zmienna endogeniczna widniejąca w modelu regresyjnym traktowana jest jako wyraz całkowitej jakości

wyniku finansowego spółki, zmienne egzogeniczne opisują model biznesowy spółki oraz jej otoczenie, zaś wyraz wolny stanowić będzie o jakości wyniku finansowego przedsiębiorstwa, lecz wyłącznie w odniesieniu do czynnika wiarygodności realizowanych procesów sprawozdawczych. Model Francis i in. (2006) przyjmuje następującą postać:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_t + \alpha_2 \sigma CFO + \alpha_3 \sigma REV + \alpha_4 \ln OC_t + \alpha_5 LOSS + \alpha_6 \left(\frac{DISC_EXP_t}{REV_t} \right) + \alpha_7 \left(\frac{PPE_t}{TA_t} \right) + \varepsilon_t \quad (1)$$

Gdzie:

- Y_t – miara całkowitej jakości wyniku finansowego w roku t (im wyższa wartość zmiennej endogenicznej, tym gorsza jakość wyniku finansowego).
- α_0 – stała w modelu regresji;
- $\alpha_i, i=0, 1, \dots, k$ – stała w modelu regresji;
- β_1 – parametr modelu regresji;
- σCFO – odchylenie standardowe operacyjnych przepływów pieniężnych na podstawie ustalonego interwału czasowego (np. 10 lat);
- σREV – odchylenie standardowe przychodów ze sprzedaży na podstawie ustalonego interwału czasowego (np. 10 lat);
- $\ln OC_t$ – logarytm naturalny cyklu operacyjnego w roku t ;
- $LOSS$ – liczba okresów, w których spółka wykazywała stratę netto w przeciągu ostatnich 10 lat;
- $DISC_EXP_t$ – suma kosztów dyskrejonalnych, obejmujących sferę B+R oraz wydatków na reklamę, w roku t ;
- PPE_t – rzeczowe aktywa trwałe na koniec rok t ;
- TA_t – aktywa ogółem na koniec roku t ;
- REV_t – przychody ze sprzedaży w roku t ;
- ε_t – błąd losowy będący miarą jakości wyniku finansowego z perspektywy wiarygodności procesu sprawozdawczości finansowej.

Model Beneisha (1999) jest popularnym narzędziem pozwalającym ocenić, czy w badanym przedsiębiorstwie doszło do manipulacji wynikami, rozumianej jako odstępstwo od przyjętych zasad (standardów) rachunkowości. Choć ten model probitowy został stworzony z myślą o rynku amerykańskim, jest on powszechnie stosowany przez badaczy z całego świata. W warunkach polskich został on przetestowany m.in. przez Dalecką (2015), Golec (2019), Comporka (2020b), Sylwestrzaka (2024) czy Lesiak (2024). Jak wskazuje ostatnia z wymienionych autorek, próby aplikacji modelu Beneisha na krajowym rynku kapitałowym pozwoliły wykazać przeciętną, szacowaną na poziomie 41–61%, skuteczność analizowanego narzędzia w predykcji manipulowania zyskami (Lesiak, 2024, s. 69). Model Beneisha zakłada, że na podstawie wybranych zmiennych (pięciu lub ośmiu – w zależności od zastosowanego wariantu) pochodzących ze sprawozdań finansowych można ocenić, czy w przedsiębiorstwie doszło do naruszenia przyjętych standardów rachunkowości i zafałszowania raportowanych wyników finansowych. Zgodnie z procedurą metodologiczną uzyskane wyniki *M-score* powyżej punktu odcięcia wynoszącego -2,22 mogą sugerować, że istnieje wysoka

szansa dokonanych manipulacji w obrębie podmiotu (ang. *possible manipulation*). Warto nadmienić, iż w kolejnych latach Beneish dokonywał modyfikacji pierwotnego punktu odcięcia, wskazując na jego nowe progi przy poziomie -1,99 oraz -1,78 (Beneish i in., 2012). W modelu ośmioczynnikowym model Beneisha może zostać opisany w następujący sposób:

$$M_Scores = -4,840 + 0,920 DSRI + 0,528 GMI + 0,0404 AQI + 0,892 SGI + 0,115 DEPI - 0,172 SGAI + 4,679 TATA - 0,327 LVGI \quad (2)$$

Gdzie:

- M_Score_s – ośmioczynnikowy model Beneisha;
- $DSRI$ – stosunek należności do przychodów ze sprzedaży w roku t podzielony przez analogiczny wskaźnik odnoszący się do okresu $t-1$;
- GMI – stosunek wskaźnika marży brutto z okresu $t-1$ do wskaźnika marży brutto z okresu t ;
- AQI – jakość aktywów w okresie t w stosunku do jakości aktywów w okresie $t-1$. Jakość aktywów jest obliczana w oparciu o formułę: $[1 - (\text{aktywa obrotowe} + \text{rzeczowe aktywa trwałe} + \text{inwestycje długoterminowe}) / \text{aktywa ogółem}]$;
- SGI – wskaźnik dynamiki przychodów ze sprzedaży;
- $DEPI$ – stosunek amortyzacji do wartości brutto aktywów trwałych w okresie $t-1$ podzielony przez analogiczny wskaźnik odnoszący się do okresu t ;
- $SGAI$ – wskaźnik dynamiki stosunku kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do przychodów ze sprzedaży;
- $TATA$ – stosunek korekt zysku netto do aktywów ogółem w roku t ;
- $LVGI$ – wskaźnik dynamiki zadłużenia ogółem.

Model Putmana i in. (2005), określany przez autorów mianem Q-Test, jest narzędziem pozwalającym na wstępną estymację jakości wykazywanego wyniku finansowego przedsiębiorstwa w oparciu o takie parametry, jak: pieniężna wydajność sprzedaży, relacja nadwyżki operacyjnej do zysku przed odliczeniem podatków i odsetek, stosunek zysku z działalności kontynuowanej do zysku netto, spłacalność zobowiązań czy też relacja zmian przychodów ze sprzedaży do zmian należności. W swojej formule uwzględnia on pięć pojedynczych wskaźników ekonomicznych, którym przypisana została taka sama waga:

$$Q - Test_t = 10 \times \frac{CFO_t}{REV_t} + \frac{CFO_t}{EBIT_t} + \frac{COI_t}{EAT_t} + 10 \times \frac{CFO_t}{TL_t} + \frac{REV_t - REV_{t-1}}{AR_t - AR_{t-1}} \quad (3)$$

Gdzie:

- $Q - Test_t$ – wartość finalna pierwotnej wersji Q-Test w okresie t (jeśli ≥ 5 – jakość wyniku finansowego jest dobra; jeśli < 5 – jakość wyniku finansowego jest niezadowalająca);
- CFO_t – operacyjne przepływy pieniężne w okresie t ;
- $EBIT_t$ – zysk przed odliczeniem podatków i odsetek w okresie t ;
- COI_t – wynik finansowy z działalności kontynuowanej w okresie t ;
- EAT_t – wynik finansowy netto w okresie t ;
- TL_t – zobowiązania ogółem na koniec okresu t ;
- AR_t – należności na koniec okresu t ;

pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Podkreślić należy, iż zdaniem autorów żaden z pięciu mierników wchodzących w skład opisywanego modelu nie powinien mieć większego (lub mniejszego) wpływu na ostateczny wynik Q-Test. Jednocześnie, zdaniem Putmana i in., wartości poszczególnych wskaźników ≥ 1 świadczyć powinny o dobrej jakości raportowanego wyniku. Z kolei wartości tychże miar poniżej jedności mogą być oznaką słabej jakości wykazywanego zysku (straty), a nawet odzwierciedleniem praktyk z zakresu intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego podmiotu gospodarczego (Comporek, 2023b, s. 191). Włączenie do przedstawianego modelu wskaźnika zmian należności w czasie sprawiać może pewne problemy interpretacyjne w momencie, gdy pozycje w nim ujęte będą się zmieniać rok do roku w odwrotnym kierunku. Wyjściem naprzeciw temu okazała się metodologiczna propozycja oceny jakości raportowanych wyników zgłoszona przez Gullet i in. (2018). Autorzy ci postulują zastąpienie wskaźnika relacji zmian przychodów ze sprzedaży do zmian należności ogółem miernikiem obrazującym zmiany rotacji należności (powiększonym o 1), jak również zmniejszenie mnożnika występującego przy wskaźniku spłacalności ogółu zobowiązań (z 10 do 5). W efekcie zmodyfikowana wersja Q-Test (określana dalej mianem EQ-Score), przybrała następującą postać:

$$Q - Score_t = 10 \times \frac{CFO_t}{REV_t} + \frac{CFO_t}{EBIT_t} + \frac{COI_t}{EAT_t} + 5 \times \frac{CFO_t}{TL_t} + \left(\frac{REV_t}{AR_t} - \frac{REV_{t-1}}{AR_{t-1}} + 1 \right) \quad (4)$$

Gdzie:

$EQ-Score_t$ – wartość finalna zmodyfikowanej wersji Q-Test w okresie t (jeśli ≥ 5 – jakość wyniku finansowego jest dobra; jeśli < 5 – jakość wyniku finansowego jest niezadowalająca);
pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Przedstawione obszary analityczne jakości raportowanego zysku (straty) w podmiotach sprawozdawczych nie stanowią domkniętej listy. Zwracają one uwagę na mnogość potencjalnych podejść badawczych i perspektyw aplikacyjnych w ocenie atrybutów jakościowych wyniku finansowego ustalanego w sposób memoriałowy. Potrzeby informacyjne przekazywane za pomocą raportowanych wyników stanowią niezwykle istotny przedmiot uwagi instytucji nadzorczych, biegłych rewidentów, analityków giełdowych, kooperantów, dawców kapitału czy wreszcie inwestorów, którzy oczekują spójnych i rzetelnych informacji na temat kondycji finansowej i sytuacji majątkowej spółki, wdrażanych strategii działania, prognozowanych wyników rynkowych i finansowych w kolejnych okresach oraz źródeł ryzyka w działalności przedsiębiorstwa.

Rozdział II

Dualny wymiar kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie

2.1. Kształtowanie wyniku finansowego typu rachunkowego i realnego – podstawowe zagadnienia

Zjawisko kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstwa (ang. *earnings management*) jest przedmiotem naukowych dociekań od przeszło siedemdziesięciu lat. Pierwszych szerszych obserwacji dotyczących menedżerskich praktyk z zakresu manipulacji wynikiem memoriałowym dokonał w 1953 r. Hepworth, który udokumentował niektóre techniki księgowe służące do wygładzania wyników i przesuwania wielkości strumieniowych (przychodów i kosztów) w czasie (Kighir i in., 2014). W kolejnych dwóch dekadach hipotezy dotyczące wygładzania wyników w spółkach amerykańskich były weryfikowane m.in. przez Gordona (1964), Dopucha i Drake’a (1966), Copelanda i Castro (1968), White’a (1970), czy Beidelmana (1975), przy czym dominującymi podejściami badawczymi w detekcji kształtowania wyniku finansowego były metody graficzne ilustrujące zmienność danych sprawozdawczych uporządkowanych w ramach szeregów czasowych lub proste modelowanie matematyczne odnoszące się do pojedynczych naliczeń (przyrostów wartości aktywów lub pasywów; ang. *accruals*), mogących w założeniu tłumaczyć zjawisko wygładzania wyniku finansowego w testowanej próbie

badawczej. W latach 80. XX wieku Healy (1985) oraz DeAngelo (1986) opracowali formuły analityczne wykorzystujące całkowite różnice memoriałowe (ang. *total accruals*) jako podstawę szacunków stopnia kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie. W obu przypadkach przyjęto, że wartość operacyjnych różnic memoriałowych w danym roku (będących pochodną generowanej sprzedaży oraz inwestycji w składniki majątku trwałego) powinna być równa wartości całkowitych korekt zysku netto, które przedsiębiorstwo wykazało w roku poprzednim. W ten sposób wzrost poziomu korekt memoriałowych w stosunku do roku poprzedniego był podstawą do uznania raportowanych danych za zmanipulowane i jednoczesnym dowodem stosowania w przedsiębiorstwie rachunkowości kreatywnej. Autorzy założyli, że w spółkach o stabilnej sytuacji finansowej wartości różnic memoriałowych powinny być równe ich poziomowi z roku poprzedniego, co spotkało się z późniejszą krytyką. Za pozytywne należy ocenić przeświadczenie badaczy, że wartość różnic memoriałowych obliczona dla danego przedsiębiorstwa nie powinna być wprost porównywana z wartością podobnych korekt wykazywanych przez inne jednostki gospodarcze, nawet działające w tej samej branży przemysłu. Postulat ten wynika stąd, że podmioty prowadzące działalność gospodarczą w większej skali wykazywać będą wyższe wartości różnic memoriałowych. Z tego też względu, dla zachowania porównywalności danych, w obu modelach wartość różnic memoriałowych była ujmowana w relacji do wartości aktywów całkowitych przedsiębiorstwa z wcześniejszych lat (okres $t-1$). Swoisty „przełom” metodologiczny w estymacji skali i kierunków kształtowania wyniku finansowego nastąpił w 1991 roku, kiedy Jones zaprezentowała pierwszy model regresyjny pozwalający na ekstrakcję operacyjnych i dyskrecjonalnych różnic memoriałowych. Podejście opierające się na analizie regresyjnej do dnia dzisiejszego stanowi dominujący wymiar badań nad zjawiskiem *earnings management* na świecie.

W literaturze przedmiotu nie wykształciło się jednolite stanowisko odnośnie definiowania zjawiska *earnings management*, a powodów takiego stanu rzeczy jest wiele. Pierwszym problemem, rozpatrywanym na gruncie krajowych eksploracji naukowych, jest odmienne stanowisko badaczy co do samego tłumaczenia frazy *earnings management*. Wystarczy wspomnieć, że termin kształtowanie wyniku finansowego, używany m.in. w niniejszym opracowaniu, jest w wielu przypadkach stosowany równoległe z takimi określeniami jak: malowanie zysków (Wójtowicz, 2005), zarządzanie zyskiem (Fijałkowska, 2006), zarządzanie zyskami (Grabiński, 2010), kształtowanie dochodów i zysków (Michalczyk, 2013). Jak podkreśla Artienwicz i in. (2020, s. 52), w polskim środowisku naukowym nadal nie ma konsensusu, które z przedstawionych ujęć terminologicznych może być uznawane

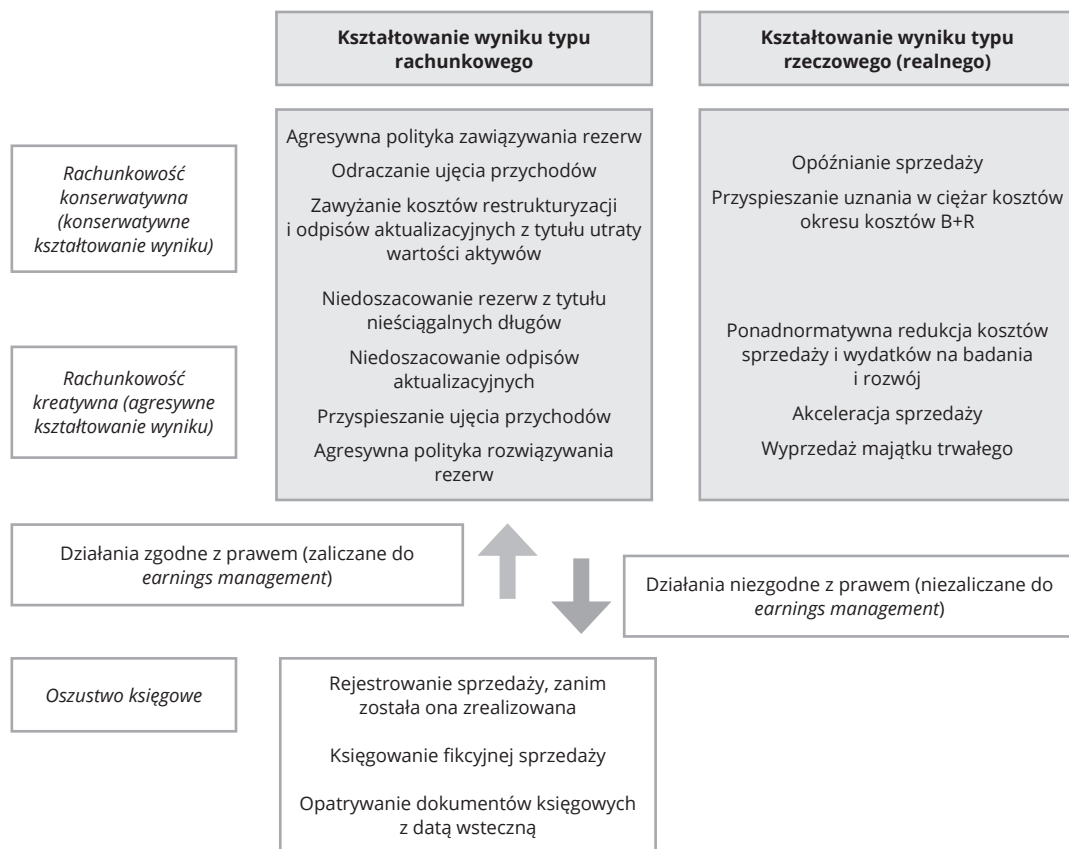
za wiodące przy translacji anglojęzycznego sformułowania *earnings management*. Po drugie, wielu teoretyków przedmiotu wprost utożsamia procesy kształtowania wyniku finansowego z praktykami manipulowania zyskiem (stratą) w przedsiębiorstwie (zob. Svabova i in., 2020; Durana, 2021), podczas gdy inni uznają, że pojęcie kształtowania wyników nie odzwierciedla procesów, które się obserwuje. Przykładowo, Asien (2012) stoi na stanowisku, że działania związane z manipulowaniem zapisami księgowymi sytuują procesy, które bada się jako kształtowanie wyników we właściwszym kontekście. Wreszcie, istotną przeszkodą w jednoznacznym definiowaniu procesów kształtowania wyniku finansowego może być subiektywna percepcja tychże działań, opierająca się na postrzeganiu transparentności związku sprawozdań finansowych z raportowanym wynikiem finansowym przez przedsiębiorstwo. Kierując się kryterium przejrzystości i jakości sprawozdań finansowych Ronen i Yaari (2010, s. 25-26) wyróżnili trzy możliwe podejścia do interpretowania działań z zakresu kształtowania wyniku finansowego, a mianowicie:

- a) pozytywne kształtowanie wyników (ang. *white, beneficial earnings management*), w którym rozważa się zarządzanie wynikiem finansowym w kategoriach sprawdzonych i implementowanych praktyk księgowych, które nie tylko nie naruszają rzetelności sprawozdania finansowego, ale wręcz zmierzają do podwyższenia jego jakości, sygnalizując tym samym możliwości wpływu określonych czynników na wartość przedsiębiorstwa;
- b) negatywne kształtowanie wyników (ang. *black, pernicious earnings management*), które ocenia wdrażanie omawianych praktyk przez pryzmat osiągania prywatnych korzyści przez kadrę zarządzającą, kosztem pogorszenia jakości raportowanego wyniku finansowego, wprowadzaniem w błąd użytkowników sprawozdań finansowych i deprecjacją wartości przedsiębiorstwa;
- c) neutralne kształtowanie wyników (ang. *grey earnings management*), w którym zamierzona interwencja w sprawozdawczość jest wypadkową doboru i stosowania dozwolonych środków i metod kształtowania wyniku finansowego jednostki gospodarczej z uwzględnieniem zewnętrznych i wewnętrznych warunków i czynników kształtujących standing finansowy przedsiębiorstwa oraz jego wartość.

Z perspektywy historycznej w literaturze przedmiotu najwcześniej dominowały definicje podkreślające negatywny aspekt kształtowania wyników. Przykładowo, Schipper (1989, s. 92) działania te traktowała jako celowe i świadome ingerowanie w proces sporządzania sprawozdań finansowych w celu osiągnięcia konkretnych prywatnych korzyści przez menedżerów jednostki. Lewitt (1998) utożsamiał je z szarą strefą, w której księgowość jest wypaczana, menedżerowie idą

na skróty, zaś sprawozdawczość w większym stopniu odzwierciedla pragnienia kierownictwa, a nie podstawowe wyniki finansowe firmy. Z kolei Healy i Wahlen (1999) praktyki te odnosili do manipulacji wartością wykazywanego zysku w celu odpowiedniego dostosowania sprawozdania finansowego do potrzeb określonej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym wprowadzeniu w błąd niektórych akcjonariuszy oraz uczestników zawieranych transakcji co do założeń ekonomicznych firmy oraz wpłynięciu na realizację kontraktów, od których zależą jej wyniki finansowe. Należy podkreślić, że choć Healy i Wahlen jako najbardziej ekstremalne przykłady intencjonalnego wpływania na wynik memoriałowy jednostki podawali działania wykraczające poza ramy prawa bilansowego (np. uznawanie fikcyjnych przychodów, wykazywanie fikcyjnych zapasów, przerabianie dokumentów sprzedaży), to zjawisko kształtowania wyników, bez względu na swój charakter (zob. rys. 12), nie obejmuje praktyk niezgodnych z prawem bilansowym.

Rys. 12. Umieszczenie przykładowych działań z zakresu kształtowania wyniku finansowego w spektrum praktyk związanych z manipulacją danymi finansowymi.



Źródło: opracowanie własne na podst. Dechow, Skinner (2000, s. 239); Piosik (2016, s. 19).

Jak wskazuje Piosik (2016, s. 16), definicje typu „szarego” akcentują zarówno korzyści, jakie mogą odnieść realizujący procesy kształtowania wyniku i samo przedsiębiorstwo, jaki i potencjalne niekorzystne skutki wdrażania tychże procesów. Podkreślają one, że określony zbiór instrumentów i narzędzi kształtowania wyniku finansowego jest wykorzystywany zarówno zgodnie z przyjętymi zasadami i szacunkami w rachunkowości, jak i z uwzględnieniem strukturalizacji transakcji gospodarczych. Ten sposób pojmowania zjawiska *earnings management* towarzyszy m.in. Fisher i Rozenzweigowi (1995, s. 434), którzy kształtowanie wyników w podmiotach sprawozdawczych traktują jako działania, których celem jest zwiększenie lub zmniejszenie wyniku finansowego oraz za które odpowiedzialne jest kierownictwo jednostki, przy czym kształtowanie to nie koresponduje z wzrostem albo spadkiem długoterminowej rentowności podmiotu. Fields i in. (2001, s. 255-307) dodają, że procesy kształtowania mają miejsce w momencie, gdy menedżerowie zarządzają ujawnieniami dotyczącymi wielkości sprawozdawczych z ograniczeniami lub bez ograniczeń, przy czym działania te mogą być nakierowane na poprawę wartości informacyjnej wyniku z myślą o maksymalizacji wartości podmiotu, bądź też na maksymalizację funkcji użyteczności kierownictwa. Wójtowicz (2010, s. 91) podkreśla, że kształtowanie wyniku oznacza nie tylko odzwierciedlanie rzeczywistości gospodarczej, ale również jej aktywne tworzenie. Wreszcie Mulford i Comiskey (2002) wyrażają przekonanie, że manipulowanie wynikiem jest z reguły implementowane w kierunku z góry określonego celu, który może być wyznaczony przez zarząd, może stanowić prognozę sporządzoną przez analityków lub odzwierciedlać wartość spójną z wygładzonym, długofalowym i zrównoważonym strumieniem zysków.

Z kolei „korzystne” spojrzenie na sferę kształtowania wyników w przedsiębiorstwie pozwala utożsamiać opisywane praktyki z rozsądnymi działaniami, które stanowią część dobrze prowadzonego biznesu i kreują bogactwo dla właścicieli przedsiębiorstwa. Są to codzienne procesy zarządcze, w ramach których ustalane są możliwe do osiągnięcia cele budżetowe, następuje monitoring rezultatów oraz warunków rynkowych, w obrębie których dokonuje się reakcji na niespodziewane szanse i zagrożenia, zaś podmiot gospodarczy wywiązuje się ze swoich zobowiązań – zawsze lub w większości przypadków (Parfet, 2000). Sankar i Subramanyam (2001) dodają, że choć większość badań empirycznych w literaturze dotyczącej kształtowania wyników koncentruje się na „oportunistycznych” motywach tychże praktyk, obniżających jakość informacji o uzyskanych wynikach, dowody sugerują, że menedżerowie mogą również wykorzystać uznaniowość (w zakresie kształtowania wyniku finansowego) w celu poprawy jakości

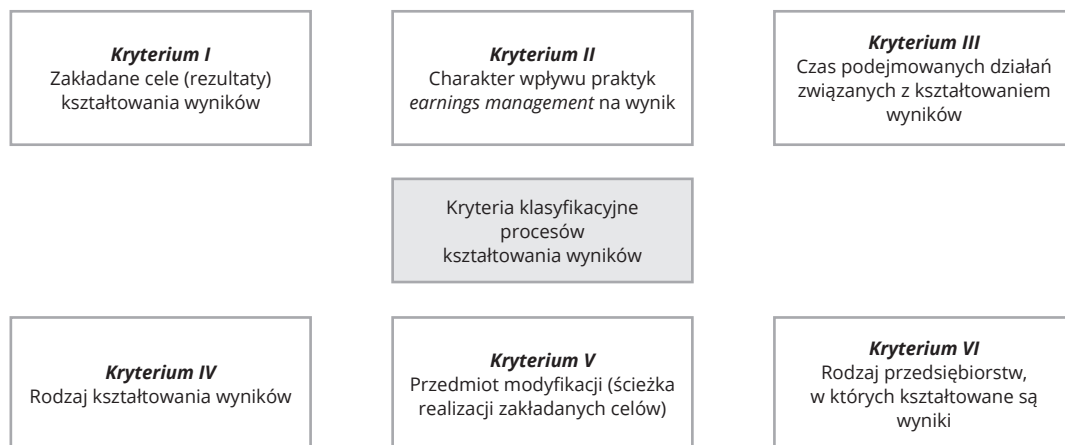
przekazywanych na rynek informacji. Arya i in. (1998) dodają, że w pewnych warunkach kształtowanie zysku (straty) może stać się mechanizmem wyrównującym niedoskonałości kontraktowe i niwelującym asymetrię informacji między interesariuszami przedsiębiorstwa. Ponieważ w rzeczywistych warunkach rynkowych pełna transparentność raportowanych danych nie jest możliwa do osiągnięcia, oddziaływanie na wynik finansowy ze strony menedżerów może okazać się korzystne z perspektywy realizacji celów podmiotu gospodarczego. Rozpatrując problematykę *earnings management* z perspektywy zasady ujawniania informacji (ang. *revelation principle*), Arya i in. (1998) zauważają, że kształtowanie wyników może okazać się korzystne w momencie, gdy menedżerowie dążyć będą m.in. do ułatwienia pozyskania kapitału przez firmę (poprzez zwiększenie wiarygodności przedsiębiorstwa w oczach kapitałodawców) lub zredukowanie ryzyka błędnej interpretacji raportowanych wyników przez rynek (w drodze unikania zbyt dużej zmienności wyników, która może być fałszywie odczytana jako sygnał potencjalnych problemów finansowych podmiotu gospodarczego). W kolejnym opracowaniu ci sami autorzy dodają, iż implementacja kształtowania wyników może okazać się słuszna i potrzebna w kontekście działań nakierowanych na zapewnienie przewidywalności przyszłych wyników oraz wdrażanych w celu poprawy płynności finansowej przedsiębiorstwa (Arya i in., 2003). Jednakże, jeśli przyjęta optyka kadry kierowniczej zwrócona zostanie wyłącznie na zniekształcenie rzeczywistego obrazu sytuacji finansowej firmy lub przedkładanie celów krótkoterminowych nad długoterminowe, wówczas kształtowanie wyników przyjmie postać działań jednoznacznie negatywnych, przyczyniających się do deprecjacji wartości przedsiębiorstwa. Sunder (2005) dodatkowo wskazuje, iż w środowiskach o elastycznych regulacjach rachunkowych zjawisko kształtowania wyników będzie częściej postrzegane jako element strategii dostosowawczej przedsiębiorstwa, aniżeli manipulacja raportowanymi danymi w sensie *stricte*. Autor ten zwraca również uwagę, że społeczne i instytucjonalne uwarunkowania mogą wpływać na większą bądź mniejszą akceptację tychże praktyk, sprawiając, że granica między dopuszczalnym a nieetycznym kształtowaniem wyników stanie się płynna.

Zaprezentowane wybrane ujęcia terminologiczne zjawiska kształtowania wyniku finansowego podkreślają zarówno zmieniającą się w czasie mnogość i znaczenie odmiennych procesów kształtowania zysku (straty) w podmiocie gospodarczym z perspektywy różnych grup interesariuszy, jak wyrażony *implicite* postulat twórczej i niestandardowej interpretacji obowiązujących zasad sprawozdawczości wraz z podniesionymi obawami naruszenia standardów rachunkowości w procesach przetwarzania i prezentacji zdarzeń gospodarczych.

Akcentują one również fakt, że praktyki kształtowania wyniku powiązane są głównie z zasadą memoriału oraz zasadą współmierności przychodów i kosztów.

Klasyfikacja działań nakierowanych na intencjonalne kształtowanie wyniku finansowego wydaje się być trudna, zważywszy na fakt, iż praktycznie każda metoda rachunkowości bądź każdy szacunek może mieć swój integralny związek z kształtowaniem wyników (Piosik, Strojek-Filus, 2013, s. 21). Co więcej, w wielu przypadkach implementacja (jednorazowa lub agregatowa) tychże działań może być nakierowana na osiągnięcie zróżnicowanych celów, aktualnych z perspektywy określonego momentu funkcjonowania przedsiębiorstwa. Systematyka metod i typów kształtowania wyniku finansowego może być opracowana zarówno w odniesieniu do konsekwencji (uzyskanych rezultatów) wynikających z aktywnego wpływania na ten wynik, jak i w oparciu o rodzaj stosowanych metod czy przedmiot modyfikacji (ścieżkę realizacji założonego celu działań). Może ona również obejmować stosowne klasyfikacje poczynione względem typów przedsiębiorstw będących przedmiotem odniesienia (np. spółki działające w ramach grup kapitałowych oraz pozostałe), czas podejmowanych działań związanych z kształtowaniem wyniku oraz charakter ich wpływu na raportowane pozycje sprawozdawcze (rys. 13).

Rys. 13. Przykładowe kryteria klasyfikacyjne procesów kształtowania wyników w podmiotach sprawozdawczych.



Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z pierwszym z wymienionych kryteriów klasyfikacyjnych (rys. 13), praktyki kształtowania wyników mogą być nakierowane m.in. na (Remlein i in., 2021):

- wygładzanie zysków (ang. *income smoothing*), które polega na celowym wyeliminowaniu nadmiernych „wzlotów” i „upadków” generowanego poziomu zysku przez przedsiębiorstwo, dzięki jego pomniejszaniu

i ograniczaniu w latach prosperity oraz wykorzystaniu zachowanego buforu bezpieczeństwa w okresach gorszej koniunktury. Technika ta opiera się zatem na manipulowaniu profilem czasowym wyników lub sprawozdaniami finansowymi w taki sposób, aby strumień raportowanych zysków odznaczał się mniejszą zmiennością;

- powiększanie straty (ang. *big bath*), będące próbą zwiększenia raportowanych wyników w kolejnych okresach poprzez bieżące obciążanie tych pozycji, które mogą mieć negatywny wpływ na raportowany wynik finansowy w przyszłości. Działania te dodatkowo pogarszają wyniki biznesowe poniżej oczekiwań poprzez generowanie nadzwyczajnie wysokich kosztów (np. jednorazowe wykazywania w księgach całkowitego pułapu kosztów związanych z rezerwami restrukturyzacyjnymi) w okresie bieżącym, z jednoczesnym dążeniem do ograniczania poziomu tychże kosztów w okresach przyszłych;
- „upiększania wyników” (ang. *window dressing*), które odnosi się do działań realizowanych na krótko przed końcem roku obrotowego w celu poprawienia poszczególnych pozycji sprawozdawczych przedsiębiorstwa. Przybiera ono postać zróżnicowanych praktyk rachunkowych, nakierowanych na sterowanie płynnością finansową (np. wykorzystywanie dostępnych linii kredytowych, agresywne inkaso należności), przychodowością (np. manipulowanie pozycjami z końca roku obrotowego poprzez ich zaliczanie do minionego lub kolejnego okresu), kosztochłonnością działalności gospodarczej (np. manipulowanie poziomem kosztów uznaniowych, korzystanie z ukrytych rezerw), wartością aktywów (np. zwlekanie z odpisami aktualizacyjnymi lub uznaniem utraty wartości przez składniki majątku trwałego) oraz poziomem zobowiązań (np. zaniechanie tworzenia rezerw na prawdopodobne, przyszłe koszty) itd. (Comporek, 2020a, s. 32-33);
- unikanie prezentacji straty finansowej w momencie, gdy generowany wynik finansowy oscyluje wokół zera. Jak wykazuje Wójtowicz (2010) i Gajdka (2012a), immanentną cechą raportowanych wyników w spółkach publicznych jest o wiele częstsze raportowanie małych zysków aniżeli małych strat, bowiem inwestorzy (zgodnie z teorią perspektywy) mają tendencję do przeceniania strat w porównaniu do zysków i korzyści;
- unikanie redukcji zysków, tłumaczone faktem, że nawet niewielkie zmniejszanie się poziomów generowanych wyników w kilku następujących po sobie okresach jest odbierane przez interesariuszy przedsiębiorstwa jako podstawowy sygnał pogarszającej się sytuacji finansowej jednostki.

W przyjętej klasyfikacji procesów kształtowania wyników zgodnie z kryterium charakteru ich oddziaływania na poziom zysku (straty) w przedsiębiorstwie, wydzielić można działania prowadzące do intencjonalnego zaniżania wyniku (utożsamiane z konserwatyzmem rachunkowym), świadomego zawyżania wyniku (określane mianem praktyk agresywnych), jak również nie wpływające w ostatecznym rozrachunku na wynik (działania neutralne, bez intencji kreowania dodatkowych korekt wyniku). Zdaniem Beneisha (2001, s. 7), głównymi motywami skłaniającymi zarząd ku zawyżaniu wyniku memoriałowego są: kontrakty menedżerskie, realizowane lub planowane do zawarcia umowy kredytowe, emisja papierów wartościowych przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym (modyfikacje wyników pojawiać się mogą zwłaszcza przed pierwszą ofertą publiczną, czego dowodem mogą być powszechnie spotykane sytuacje, w których standing finansowy emitenta po wejściu na rynek giełdowy wydaje się być gorszy, aniżeli wskazywały dane zawarte w prospektach emisyjnych) oraz transakcje papierami wartościowymi przedsiębiorstwa z wykorzystaniem informacji pochodzących z wnętrza firmy (tzw. *insider trading*, w którym osoby posiadające dane poufne wykorzystują asymetrię informacji w celu realizacji zysków związanych z obrotem papierami wartościowymi powiązanymi ze spółką). Natomiast do dominujących czynników zachęcających ku obniżaniu wyniku finansowego zdaniem Beneisha należą zbliżające się negocjacje z przedstawicielami związków zawodowych oraz planowane wykupy menedżerskie (czyli operacje, w wyniku których kadra zarządzająca przejmuje kontrolę nad spółką, wykupując jej udziały i/lub aktywa).

Literatura przedmiotu wskazuje również, że czynniki skłaniające ku manipulacjom wynikiem finansowym mogą wynikać z cech indywidualnych członków zarządu oraz środowiska kontekstowego organizacji. Teoria wyższych eszelonów zakłada, że raportowane dokonania ekonomiczne przedsiębiorstwa są, w dużej mierze, determinowane przez cechy demograficzno-psychologiczne kadry kierowniczej (płeć, wiek, doświadczenie, pewność siebie, wartości, którymi menedżerowie kierują się w życiu). Natomiast teoria instytucjonalna przedsiębiorstwa sugeruje, że występowanie lub niewystępowanie jakichkolwiek działań biznesowych (w tym praktyk kształtowania wyników) należy postrzegać jako pokłosie oddziaływania środowiska kontekstowego. Teoria ta dalej sugeruje, że różne czynniki pochodzące z otoczenia jednostki wywierają na nią izomorficzne naciśki, w efekcie których menedżerowie wdrażają strategie zarządzania uważane za uzasadnione i społecznie akceptowalne oraz zgodne z tymi, jakie implementują podobne organizacje funkcjonujące w danym środowisku (np. konkurenci).

Biorąc pod uwagę kryterium czasu, ogół działań związanych z manipulacją danymi sprawozdawczymi można podzielić na te stosowane przed dniem bilansowym, jak i po dniu bilansowym. W pierwszym przypadku oddziaływanie na wynik finansowy następuje przede wszystkim przy wykorzystaniu mechanizmów realnego (operacyjnego) kształtowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie (ang. *real earnings management*) oraz decyzji księgowych związanych z wyborem przyjętych zasad (polityk) rachunkowości. W drugim przypadku (za wyjątkiem zdarzeń następujących po dacie zakończenia roku obrotowego) kadra zarządzająca może intencjonalnie manipulować wielkością raportowanego wyniku w zasadzie wyłącznie poprzez memoriałowe korekty zysku netto (Artienwicz i in., 2020, s. 74-75).

Jak już podkreślono, w praktyce gospodarczej wyróżnić można zdywersyfikowane rodzaje kształtowania wyniku finansowego w podmiotach sprawozdawczych. Najbardziej ogólny podział pozwala na ich sklasyfikowanie w obrębie trzech grup, wydzielając: manipulacje typu memoriałowego (ang. *accrual-based earnings management*), manipulacje typu realnego (rzeczowego, ang. *real earnings management*) oraz manipulacje poprzez reklasyfikację kosztów z części operacyjnej do części dotyczącej pozycji nadzwyczajnych w rachunku zysków i strat (ang. *classification shifting*). Należy od razu zasygnalizować, że ostatni wymieniony sposób oddziaływania na wynik finansowy jest już w zasadzie niepraktykowany. Zgodnie z wolą krajowego ustawodawcy, od 2015 roku w rachunku zysków i strat sporządzanym przez jednostki inne niż banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji oraz spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe nastąpiło przesunięcie kategorii zysków i strat nadzwyczajnych do pozostałych przychodów lub kosztów operacyjnych. Stąd też za wiodące rodzaje *earnings management* uznaje się kształtowanie wyniku finansowego typu rachunkowego i typu realnego.

Pierwsze z nich sprowadza się do wykorzystywania elastyczności i uznaniowości w sprawozdawczości finansowej i interpretowaniu przepisów prawa bilansowego. W tym przypadku określony zbiór instrumentów i narzędzi wpływania na wynik finansowy jest wykorzystywany zarówno zgodnie z przyjętymi zasadami, jak i szacunkami w rachunkowości. O ile zasady rachunkowości określają wybrane i stosowane przez jednostkę rozwiązania dopuszczone ustawą o rachunkowości, zapewniające wymaganą jakość sprawozdań finansowych (takie jak: metody amortyzacji czy metody wyceny zapasów), to szacunki odnoszą się w szczególności od okresów użyteczności ekonomicznej, wartości rezydualnej aktywów oraz wyceny świadczeń dla pracowników (Comporek, 2000a, s. 25).

Co istotne, kształtowanie wyniku typu rachunkowego nie wywiera wpływu na przepływy pieniężne danego okresu, co jest charakterystyczne dla drugiej istotnej metody *earnings management*, czyli procesów realnego oddziaływania na raportowane zyski (straty) w przedsiębiorstwie.

Kształtowanie wyniku typu realnego opiera się na czasowej koordynacji i strukturalizacji operacji biznesowych, która daje możliwość ich uprzedniego „projektowania”, aby zawczasu uwzględnić ujęcie skutków transakcji w księgach rachunkowych. Jak zauważa Roychowdhury (2006, s. 367), praktyki rzeczowego kształtowania wyniku finansowego znajdują swoje odzwierciedlenie w odchodzeniu od regularnych i typowych praktyk podejmowanych w ramach prowadzonej działalności podstawowej przedsiębiorstwa, zaś główną motywacją skłaniającą menedżerów do ich implementacji jest próba przekonania interesariuszy jednostki, iż cele finansowe zostały osiągnięte w toku zwykłych operacji gospodarczych. Huang i Sun (2017, s. 92) dodają, że realne kształtowanie wyniku może być osiągane poprzez nadprodukcję zapasów (w celu obniżenia kosztów własnych sprzedaży) lub ograniczenie kosztów uznaniowych (tj. kosztów sprzedaży, wydatków na badania i rozwój, kosztów ogólnego zarządu) w celu poprawy raportowanych marż. Innymi słowy, realne kształtowanie zysku (straty) to całokształt działań kierowniczych, które odbiegają od normalnych praktyk biznesowych i mają niekorzystne konsekwencje biznesowe. Podobną optykę, uwypuklającą niekorzystny wpływ procesów rzeczowego kształtowania wyniku na przyszłą wartość przedsiębiorstwa prezentują Ewert i Wagenhofer (2005, s. 1104) zauważając, że działania te mają miejsce, gdy menedżerowie podejmują transakcje nieefektywne z punktu widzenia firmy, ale generujące pożądany poziom zysku lub straty w bieżącym okresie.

Odnosząc się do kolejnego możliwego kryterium klasyfikacji procesów kształtowania wyników (tj. do ścieżki realizacji zakładanych celów związanych z manipulacją danymi sprawozdawczymi), nie sposób nie podkreślić niezwykle szerokiej palety potencjalnych rozwiązań będących do dyspozycji księgowych i osób zarządzających jednostką gospodarczą. Kształtowanie wyniku typu rachunkowego może opierać się bowiem na takich technikach oddziaływania na wynik finansowy, jak:

- zmiana zasad (polityki) rachunkowości dotyczących m.in. ujmowania ram roku obrotowego, standardów dokumentowania operacji dowodami księgowymi, zasad wyceny i amortyzacji posiadanego majątku, reguł inwentaryzacji aktywów, metod ewidencji zapasów, zasad wyceny aktywów i pasywów itp.;

- manipulacje odpisami amortyzacyjnymi i nakładami na ulepszenia;
- zniekształcenia w zakresie prezentowania kosztów prac badawczych i rozwojowych;
- polityka tworzenia i rozwiązywania rezerw;
- kształtowanie wyniku finansowego poprzez szacunki (np. odpisy na należności nieściągalne, koszty świadczeń emerytalnych czy odpisy na zapasy).

Natomiast do głównych technik realnego kształtowania wyniku zaliczyć można:

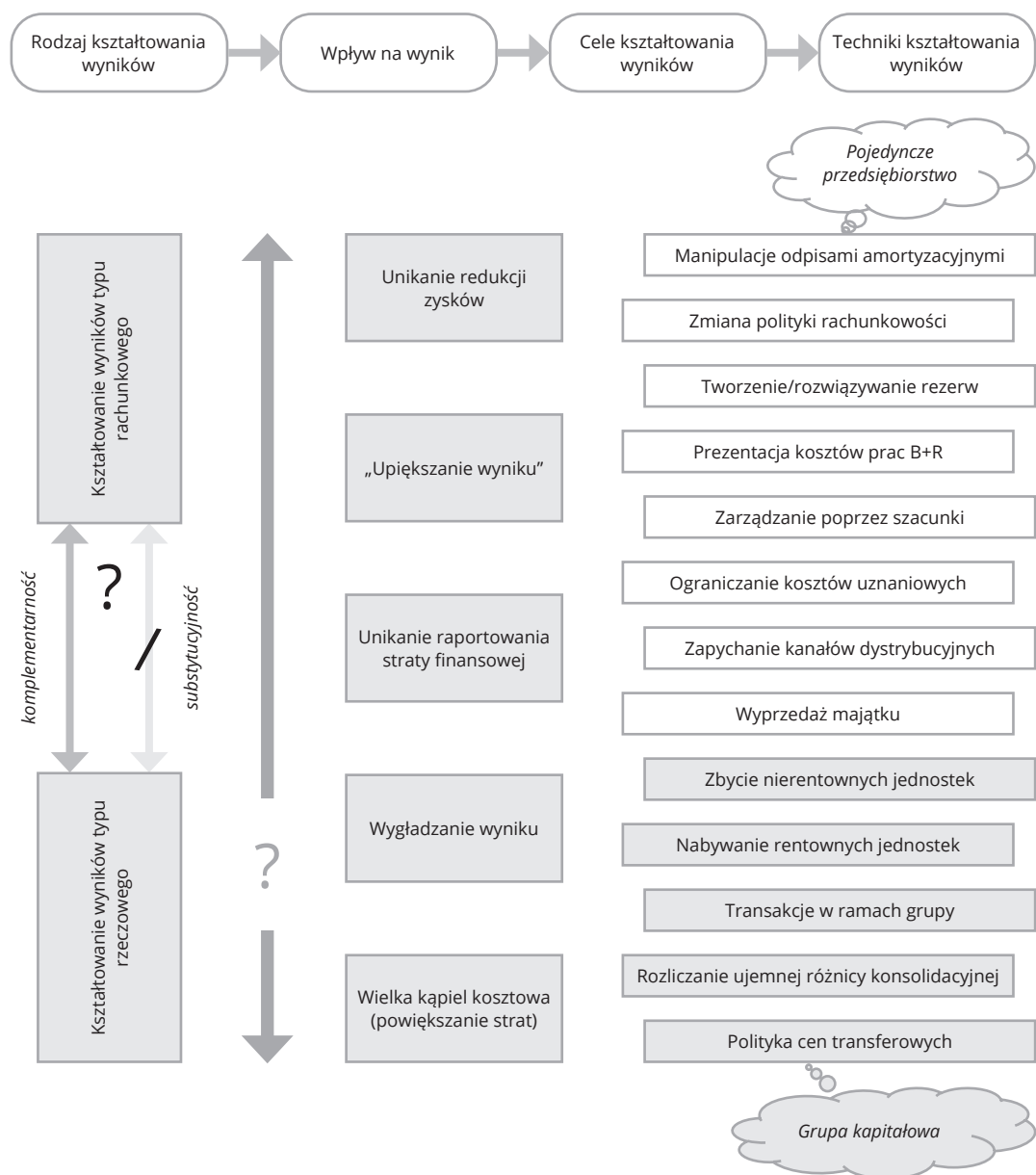
- „sztuczne” ograniczanie kosztów uznaniowych okresu (ang. *harvesting*);
- „sztuczna” akceleracja sprzedaży poprzez wpompowywanie nadwyżki produktów do kanałów dystrybucyjnych (ang. *channel stuffing*);
- wykup (i umarzanie) akcji własnych (ang. *shrink the ship*);
- sprzedaż warunkowa;
- zmiana strategii gospodarowania należnościami na ofensywne;
- wyprzedaż majątku przedsiębiorstwa;
- kształtowanie („przepłukiwanie”) portfela inwestycyjnego (ang. *flushing the investment portfolio*), co wiąże się z hierarchizacją inwestycji i możliwością stosowania określonych metod wyceny instrumentów finansowych, wykorzystania różnych odmiennych podejść do realizacji zysków w związku z dokonaną wyceną, przekwalifikowania kategorii inwestycji itd.

Zakres stosowanych modyfikacji wyniku finansowego może być również uzależniony od typu przedsiębiorstwa i jego formy organizacyjnej. Przykładowo, Piosik i Strojek-Filus (2013, s. 32-34) zauważają, że grupy kapitałowe posiadają dodatkowe, szczególne narzędzia kształtowania wyniku finansowego, do których należą m.in. technika zbywania udziałów w nierentownych jednostkach (ang. *throw out a problem child*) i podwyższanie wyniku finansowego poprzez nabywanie udziałów rentownych podmiotów gospodarczych (ang. *big bet on the future*). Biorąc pod uwagę transakcje przejmowania innych jednostek (lub jej kontrolnych udziałów) w ramach grup kapitałowych, istnieją dwie główne ścieżki kształtowania wyników. Spółka nabywająca może odpisać (w poczet kosztów bieżących) koszty realizowanych prac badawczo-rozwojowych jednostki nabywanej, chroniąc w ten sposób wyniki finansowe przyszłych okresów. Może ona również „odebrać” zyski niedawno przejętej spółki w momencie konsolidacji. Z kolei technika poprawiania wyniku finansowego poprzez sprzedaż nierentownej jednostki (lub udziałów w niej) może spowodować poprawę wyniku finansowego przez celowe zastosowanie w tym procesie wyceny udziałów w jednostce powiązanej metodą praw własności zamiast metody pełnej konsolidacji (McKee, 2005, s. 13-22). Do innych metod kształtowania wyników w grupach

kapitałowych zaliczyć można również obniżanie kosztów przez nabywanie towarów i usług w jednostkach grupy kapitałowej, zasady rozliczania ujemnej różnicy konsolidacyjnej czy metody pomiaru i szacunki przyjęte do rozliczania wartości firmy z konsolidacji itd.

Kształtowanie wyniku finansowego obejmuje zróżnicowane metody i techniki oddziaływania na raportowane zyski (straty) memoriałowe. Są one implemmentowane w różnych momentach roku obrotowego (niektóre techniki mogą być stosowane w dowolnym czasie, podczas gdy inne dopiero w momencie zaistnienia odpowiednich przesłanek ku ich wdrożeniu), w korespondencji z przyjętymi celami, motywami i możliwościami kompetencyjnymi, prawnymi oraz barierami psychologicznymi ingerowania w poziom wykazywanego wyniku finansowego. Wieloaspektowość zjawiska kształtowania wyników wraz z dylematami wyboru określonych ścieżek torujących drogę ku raportowaniu zamierzonego poziomu danych sprawozdawczych została w sposób poglądowy zaprezentowana na rys. 14.

Rys. 14. Kształtowanie wyniku finansowego w przedsiębiorstwie – ujęcie schematyczne.



Źródło: opracowanie własne.

2.2. Metodologiczne dylematy oceny zakresu kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstw

Badania dotyczące skali i kierunków kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstw przyczyniły się do wypracowania niezwykle szerokiej palety instrumentów analitycznych wykorzystywanych do tego celu. Zdecydowana większość z nich została opracowana na potrzeby rynku amerykańskiego, a następnie zaaplikowana (zwykle w niezmiennych formułach) na innych rynkach i w odmiennych uwarunkowaniach prowadzonej działalności gospodarczej. Jak wskazuje Artienwicz i in. (2020, s. 159), rezultaty dotychczasowych doświadczeń nad zagadnieniem kształtowania wyników w Polsce nie pozwoliły na wykształcenie oryginalnego wkładu teoretycznego, jak również na wskazanie tych narzędzi pomiaru *earnings management*, które w najlepszym stopniu byłyby dopasowane do specyfiki krajowego rynku. Ponieważ jest to niedostatecznie rozpoznany obszar badawczy, istnieje uzasadniona potrzeba pogłębienia stanu wiedzy i dalszych eksploracji naukowych z wykorzystaniem interdyscyplinarnego podejścia.

Ocena skali kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych obarczona jest pewnymi dylematami natury metodologicznej, z którymi muszą zmierzyć się przedstawiciele teorii i praktyki rachunkowości oraz finansów przedsiębiorstw. Koncentrują się one wokół:

- doboru obserwacji do próby;
- wyboru określonych narzędzi służących do estymacji zakresu kształtowania wyników typu rachunkowego i typu rzeczowego (realnego), przy czym selekcja ta wiąże się głównie z doбором zmiennych egzogenicznych pojawiających się w modelach regresyjnych opisujących zjawisko *earnings management*;
- sposobu określania zmiennej endogenicznej występującej w modelach regresyjnych służących do szacowania skali kształtowania wyniku typu rachunkowego;
- podejścia w dokonywaniu estymacji skali kształtowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie z perspektywy grupowania próby (badania przekrojowe w obrębie sektorów *versus*, indywidualne kalkulacje sporządzane dla poszczególnych przedsiębiorstw).

Wątpliwości mogące pojawiać się w związku z doбором próby badawczej wiążą się z często spotykanym w literaturze spojrzeniem, wedle którego w analizach empirycznych wykorzystuje się wszystkie dostępne dane za określony czas. Innymi słowy ujmując, próba badawcza uwzględnia wszystkie przedsiębiorstwa (ogół obserwacji), dla których uzyskano informacje sprawozdawcze niezbędne

do obliczeń. Podejście to może przyczynić się do założenia, że wynik finansowy jest kształtowany we wszystkich podmiotach poddanych analizie. Tymczasem, zgodnie z niektórymi rozwiązaniami metodologicznymi (charakterystycznymi np. dla modelu Jones), ich implementacja powinna stanowić odpowiedź na wcześniej dostrzeżone przesłanki (zachęty) skłaniające zarząd ku manipulacjom wynikiem finansowym. Innym problemem może być określenie minimalnej liczby obserwacji niezbędnych do poprawnego modelowania skali kształtowania wyników. Choć zwykle przyjmuje się, że wymaganym poziomem jest dziesięć obserwacji (dziesięć spółek-lat) (Dechow i in., 1995), wielu badaczy podwyższa ten pułap. Przykładowo, Piosik i Genge (2019) zrealizowali badania empiryczne dotyczące wpływu struktury właścicielskiej na wzorce realnego kształtowania wyników w ujęciu przekrojowym, przy założeniu konieczności posiadania co najmniej szesnastu obserwacji dla pojedynczej estymacji dokonywanej za pomocą regresji.

Jak już wcześniej wspomniano, choć pierwszymi modelami służącymi do estymacji zjawiska kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego były modele Healy'ego (1985) oraz DeAngelo (1986), to obecnie w badaniach naukowych nad pomiarem skali manipulacji księgowych dotyczących wyniku memoriałowego stosuje się głównie modele regresyjne, pozwalające na ekstrakcję poszczególnych subkategorii różnic memoriałowych (przede wszystkim model Jones i jego dalsze modyfikacje i udoskonalenia). Jones (1991) wyszła z założenia, że w strukturze ogólnej wartości różnic memoriałowych wydzielić można zarówno część nieuznaniową, stanowiącą tzw. operacyjne różnice memoriałowe *NDACC* (ang. *non-discretionary accruals*), jak i część intencjonalną (dyskrecjonalną, uznaniową), odnoszącą się do różnic nieoperacyjnych *DACC* (ang. *discretionary accruals*). Pierwsze z wymienionych dotyczą realnej sfery funkcjonowania przedsiębiorstwa i nie stanowią rezultatu wdrażanych praktyk z zakresu kształtowania wyniku finansowego w jednostce gospodarczej. Są one zobrazowaniem dokonywanych inwestycji w trwałe i obrotowe składniki majątku przedsiębiorstwa, a zarazem pochodną generowanej sprzedaży. Z kolei różnice dyskrecjonalne nie są uzależnione od charakteru i rozmiaru prowadzonej działalności i mogą być utożsamiane jako sumaryczny wynik działań księgowych nakierowanych na celowe i świadome manipulowanie poziomem raportowanego wyniku finansowego. Przedstawione zależności można określić za pomocą następującego równania:

$$TACC_t = NDACC_t + DACC_t \quad (5)$$

Gdzie:

- $TACC_t$ – wartość całkowitych różnic memoriałowych w roku t ;
- $NDACC_t$ – wartość operacyjnych różnic memoriałowych w roku t ;
- $DACC_t$ – wartość intencjonalnych różnic memoriałowych w roku t .

Przedstawienie powyższych dwóch kategorii różnic memoriałowych ma nie tylko wskazać, że przedsiębiorstwa posiadają możliwość kreacji i realizacji różnych koncepcji kształtowania wyniku finansowego. Uzasadnieniem uwydatnienia operacyjnych i dyskrecjonalnych różnic memoriałowych może być również zwrócenie uwagi, że różnice te mają swoją predykcyjną i rynkową wartość, i odgrywają poważną rolę w kształtowaniu ceny rynkowej podmiotu gospodarczego (Dechow, Dichev, 2002, s. 35-37).

Model regresyjny Jones (oraz jego dalsze adaptacje) sprowadzić można do zgeneralizowanej postaci (patrz: równanie 6), w której wartość dyskrecjonalnych różnic memoriałowych określana jest na podstawie wyrazu wolnego tego modelu (ε):

$$TACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{NDACC1,t} + \alpha_2 X_{NDACC2,t} + \dots + \alpha_k X_{NDACCk,t} + \varepsilon_t \quad (6)$$

Operacyjne różnice
memoriałowe NDACC

↓

Dyskrecjonalne różnice
memoriałowe DACC

Gdzie:

- | | | |
|-------------------------------|---|--|
| $TACC_t$ | – | zmienna objaśniana (zwykle utożsamiana z całkowitymi różnicami memoriałowymi); |
| $\alpha_i, i=0, 1, \dots, k$ | – | parametry modelu regresji; |
| $X_{NDACCj,t}, j=1, \dots, k$ | – | zmienne objaśniające; |
| ε_t | – | błąd losowy. |

Zaprezentowane w tab. 3 wybrane formuły analityczne służące do estymacji skali rachunkowego kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstw wskazują na mnogość potencjalnych narzędzi pomiaru *accrual-based earnings management*. Istotnym wymiarem badań nad problematyką *earnings management* pozostaje próba poszukiwania „najlepszego” modelu szacowania dyskrecjonalnych różnic memoriałowych. Dotychczasowe wnioski płynące z badań nie prowadzą do jednoznacznej konkluzji dotyczącej przewagi któregośkolwiek ze wskazanych modeli. Zwykle przedstawiciele teorii i praktyki rachunkowości słusznie wskazują na pewne niedoskonałości dotąd zaproponowanych rozwiązań metodologicznych, lecz weryfikacja przydatności poszczególnych modeli wykrywania różnic memoriałowych natrafia na problemy w momencie próby odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób ją przeprowadzić. Przykładowo, Metzker i Siekelova (2021) analizowali stopień dopasowania pojedynczych modeli do danych empirycznych stwierdzając, że wyższa „dobroć dopasowania” korzystniej świadczy o każdym z nich. Stanowisko to wydaje się nieoczywiste, bowiem w modelach regresyjnych służących do ekstrakcji obu subkategorii różnic memoriałowych uwaga nie powinna się *stricte* koncentrować na ich walorach prognostycznych

względem zmiennej endogenicznej (czyli ocenie stopnia dopasowania zmiennych objaśniających do zmiennej objaśnianej), lecz prawidłowym wyselekcjonowaniu różnic dyskrecjonalnych w momencie, gdy w spółce faktycznie doszło do manipulacji wynikiem finansowym. Niektórzy autorzy (Di Narzo i in., 2018; Christenen i in., 2023) do swoich obliczeń wprowadzają zmienne zniekształcone (sugerujące fakt zaistnienia procesów kształtowania wyników w przedsiębiorstwie) i na tej podstawie określają odsetek przypadków, w których należy odrzucić hipotezę o braku występowania praktyk manipulacyjnych.

Zdaniem Piosika (2011, s. 489-490), minimalnym podejściem do szacowania nieuznaniowej części zmian rozliczeń międzyokresowych jest model Jones, w którym wartość operacyjnych korekt memoriałowych (*NDACC*) jest opisywana za pomocą dwóch zmiennych: przyrostu absolutnego łańcuchowego przychodów ze sprzedaży oraz średniej wartości rzeczowych aktywów trwałych. Podejście Jones początkowo bazowało na analizie szeregów czasowych dla poszczególnych spółek poddanych badaniom. Wiązało się to z koniecznością dokonywania estymacji dla relatywnie długich okresów, a to z kolei przekładało się na potencjalne obciążanie wyników. Zdaniem Peasnella i in. (2000), poddawany w wątpliwość może być sam fakt stałości parametrów modelu w czasie (bowiem korekty memoriałowe w dziesięcioletnim horyzoncie są odwracalne). W późniejszym czasie rozwiązania metodologiczne Jones zaczęły być wykorzystywane w badaniach empirycznych dedykowanych grupom przedsiębiorstw, tworząc tzw. analizy przekrojowe (ang. *cross-sectional analysis*). W tym ujęciu koniecznością stało się tworzenie doboru dla każdej spółki w próbie grupy jednostek podobnych, co też stanowiło problem natury metodologiczno-praktycznej.

Przypatrując się najważniejszym modyfikacjom modelu Jones warto odnieść się do zmian zaproponowanych przez Dechow i in. (1995), którzy postulowali, aby wszelkie zmiany po stronie operacyjnych różnic memoriałowych były wyjaśniane również przy użyciu zmiennej obrazującej przyrost należności krótkoterminowych. Również to rozwiązanie niesie za sobą pewne niedoskonałości: autorzy ci przyjęli bowiem, że każdy wzrost należności powinien być traktowany jako uznaniowy, co jest niezgodne z praktyką biznesową. Dopiero w formule analitycznej modelu Dechow i in. (2003) uwzględniono dodatkową miarę (współczynnik k), który mierzył stopień zmiany nieuznaniowych należności krótkoterminowych i znosił wcześniejsze obostrzenie. Z kolei Kothari i in. (2005), w oryginalnej formule modelu Jones, uwzględnili wyraz wolny (co miało służyć redukcji heteroskedastyczności) oraz współczynnik rentowności aktywów netto (co miało ograniczyć rozmiary wykazywanych dyskrecjonalnych różnic memoriałowych).

W szerokim zbiorze modeli regresyjnych służących do ekstrakcji poszczególnych subkategorii różnic memoriałowych znaczny odsetek stanowią modele wykorzystujące w swoich formułach kategorię operacyjnych przepływów pieniężnych. Może to być uzasadnione faktem, iż rachunek przepływów pieniężnych zapewnia użytkownikom raportów finansowych informacje jakościowo różne od zapisów księgowych pochodzących z bilansu i rachunku zysków i strat. Odzwierciedla on skutki procesów zachodzących w przedsiębiorstwie w postaci wpływów i wypływów środków gotówki, a tym samym bardziej realistycznie przedstawia sytuację finansową spółki (Śnieżek, Wiatr, 2011, s. 37). Co więcej, raportowane przepływy pieniężne można uznać za „twardą” miarę ekonomiczną, ponieważ wynik pomiaru generalnie nie zależy od przyjętych założeń księgowych (powszechnie uznaje się, iż rachunek *cash flow* eliminuje skutki stosowania różnych rozwiązań i szacunków w księgowaniu tych samych transakcji i zdarzeń). W ten sposób stanowią one najtrudniejszy do zmanipulowania element sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa, co ma niebagatelne znaczenie z perspektywy wykrywania potencjalnych działań nakierowanych na intencjonalne kształtowanie wyniku finansowego jednostki. W modelu zaproponowanym przez Dechow i Dicheva (2002), opierającym się wyłącznie na wykorzystaniu operacyjnych przepływów pieniężnych jako zmiennych egzogenicznych, zmienną endogeniczną stanowią zmiany bieżących różnic memoriałowych (ang. *working capital accruals*). Jak podkreśla Piosik (2011, s. 488), koncepcja ta obarczona jest wadą, gdyż zestawia ze sobą zmiany wielkości statycznych (tj. rozliczeń międzyokresowych netto, po stronie zmiennej objaśnianej) z wielkościami strumieniowymi (czyli operacyjnymi przepływami pieniężnymi, po stronie zmiennych objaśniających).

Warto również podkreślić, że część modeli detekcji kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego uwzględnia zmienne wyprzedzające (co może być pozytywnie odczytywane – słuszne wydaje się być przeświadczenie, że wartość całkowitych różnic memoriałowych danego okresu powinna stanowić funkcję również zmian przychodów ze sprzedaży w następnym okresie), jak i opóźniające. Wreszcie w niektórych przypadkach (np. model Chambersa z 1999 roku) pojawiają się zmienne odwołujące się do efektu rekurencji (kształtowanie całkowitych różnic memoriałowych w danym okresie jest opisywane za pomocą współczynnika bieżących różnic memoriałowych z okresu wcześniejszego), a nawet informacji pochodzących wprost z rynku kapitałowego (np. wskaźnik wartość księgowa do wartości rynkowej w modelu Larckera i Richardsona z 2004 roku).

Tab. 3. Wybrane modele służące do wyodrębnienia poszczególnych subkategorii różnic memoriałowych.

Odniesienie do literatury	Postać modelu
P. Healy (1985, s. 85-107)	$NDACC_t = \frac{1}{n} \sum_{n=1}^n \frac{TACC_t}{TA_{t-1}}$
L. DeAngelo (1986, s. 400-420)	$NDACC_t = \frac{TACC_{t-1}}{TA_{t-2}}$
J. Jones (1991, s. 193-228)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
P. Dechow, R.G. Sloan, A.P. Sweeney (1995, s. 193-225)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
S.H. Kang, K. Sivarama-Krishnan (1995, s. 358)	$\frac{AB_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{REV_t}{TA_{t-1}} \left(\frac{REC_{t-1}}{REV_{t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{EXP_t}{TA_{t-1}} \left(\frac{OCAL_{t-1}}{EXP_{t-1}} \right) + \alpha_3 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \left(\frac{DEP_{t-1}}{PPE_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
L. Shivakumar (1996), za: S. Callao, J. Jarne, D. Wróblewski (2014, s. 135-177)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) \varepsilon_t$
R. Kasznik (1999, s. 57-81)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
D.J. Chambers (1999, s. 10)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta CACC_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
P.M. Dechow, I.M. Dichev (2002, s. 35-59)	$\frac{\Delta CACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{CFO_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{CFO_{t+1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
P. Dechow, S. Richardson, I. Tuna (2003, s. 355-384)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{(1+k) * \Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \frac{TACC_{t-1}}{TA_{t-2}} + \varepsilon_t$ gdzie: $\Delta REC_t = \alpha_1 + k * \Delta REV_t + \varepsilon_t$
D. Larcker, S. Richardson (2004, s. 625-658)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{BTM_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
R. Ball, L. Shivakumar, (2005, s. 83-128)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{CFO_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{CFO_{t+1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{DCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_6 \left(\frac{DCF \times CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$

Odniesienie do literatury	Postać modelu
S.P. Kothari, A.J. Leone, C.E. Wasley (2005, s. 163-197)	$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 ROA_t + \varepsilon_t$
S.S. Yoon, G. Miller, P. Jiraporn (2006, s. 85-109)	$\frac{TACC_t}{REV_t} = \alpha_1 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{REV_t} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta EXP_t - \Delta PAY_t}{REV_t} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta DEP_t - \Delta RET_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
gdzie: n – liczba lat rozpatrywanego horyzontu odniesienia; PPE_t – wartość rzeczowych aktywów trwałych w roku t ; REC_t – należności nieoprocentowane w roku t ; ΔACC_t – zmiana bieżących różnic memoriałowych w roku t (obliczana jako Δ należności + Δ zapasów – Δ zobowiązań z tytułu dostaw – Δ zobowiązań z tytułu podatków); k – współczynnik mierzący stopień zmian nieuznaniowych należności; jeśli $k=1$, to zmiana (rok do roku) należności ma charakter nieuznaniowy, jeśli $k=0$, to zmiana ma charakter uznaniowy. Wartość k obliczana jest jako parametr regresji zmiany wartości należności (zmienna objaśniana) do zmiany wartości przychodów ze sprzedaży (zmienna objaśniająca); ROA_t – współczynnik rentowności aktywów ogółem w roku t ; AB_t – stan rozliczeń międzyokresowych w roku t (obliczany jako: należności + zapasy + rozliczenia międzyokresowe kosztów – zobowiązania krótkoterminowe – amortyzacja); DCF_t – zmienna fikcyjna (równa 1 gdy bądź 0 w innych przypadkach); EXP_t – ekspirowane koszty własne przedsiębiorstwa (z podstawowej działalności operacyjnej) w roku t ; PAY_t – zobowiązania w roku t ; RET_t – wydatki na świadczenia emerytalne w roku t ; $OCAL_t$ – operacyjne aktywa obrotowe netto w roku t ; DEP_t – amortyzacja w roku t ; BTM_t – wskaźnik wartość księgowa/wartość rynkowa (ang. <i>book-to-market value</i>) w roku t ; pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.	

Źródło: opracowanie własne.

Jak już zasygnalizowano, istotnym dylematem metodologicznym w realizacji badań nad stopniem kształtowania wyników w podmiotach sprawozdawczych jest nie tylko wybór określonego modelu służącego do wyznaczania subkategorii różnic memoriałowych, lecz również przyjęty sposób kalkulacji zmiennej endogenicznej $TACC$. W niektórych opracowaniach zastosowane formuły obliczeniowe pozwalają na utożsamianie całkowitych różnic memoriałowych z korektami zysku netto (patrz: równanie 7) i traktują je jako różnicę między wynikiem finansowym netto a przepływami z działalności operacyjnej (zob. m.in. Yoon i in., 2006; Piech, 2018). Rozwiązanie to z jednej strony pozwala na dopasowanie kalkulacji do specyfiki sprawozdań finansowych sporządzanych zgodnie z UoR czy MSSF, lecz z drugiej strony nie uwzględnia faktu, że wynik finansowy netto może być zależny od działalności finansowej przedsiębiorstwa, której skutki nie są ujęte w przepływach z działalności operacyjnej. W podejściu bilansowym, które było pierwotnie stosowane m.in. w modelu Jones (1991), całkowite różnice memoriałowe są postrzegane jako zmiana kapitału obrotowego netto skorygowana o odpisy amortyzacyjne rzeczowych i niematerialnych aktywów trwałych (patrz: równanie 8). W ten sposób zmienna endogeniczna $TACC$ dotyczy korekt obrazujących zmiany niepieniężnych składników aktywów obrotowych netto (zob. m.in. Garcia Lara i in., 2005; Araujo Mendes i in., 2012; Wróblewski

i in., 2017). Zaletą zastosowania podejścia bilansowego jest skupienie uwagi na zagregowanych skutkach wyceny poszczególnych składników kapitału pracującego. Z kolei wadą jest nie uwzględnianie działań nieoperacyjnych (takich jak: kształtowanie rezerw długoterminowych, odpisy aktualizacyjne aktywów trwałych, efekty różnic kursowych, przejęć i zbywania jednostek zależnych itd.), które mogą odgrywać istotną rolę w pomiarze całkowitego poziomu korekt zysku netto. Choć wybór określonego sposobu wyodrębniania całkowitych różnic memoriałowych *TACC* zależy od wiedzy, przekonań i nastawienia samego badacza, należy mieć na uwadze, że jego skutki będą odzwierciedlone w finalnych wielkościach wskaźników różnic dyskrejonalnych *DACC*. Uwaga ta jest szczególnie istotna przy porównaniach skali i kierunków kształtowania wyniku finansowego w ujęciu międzynarodowym.

$$TACC_t = EAT_t - CFO_t \quad (7)$$

$$TACC_t = (\Delta CA_t - \Delta CASH_t) - (\Delta CL_t - \Delta STD_t) - DEP_t \quad (8)$$

Gdzie:

- ΔCA_t – przyrost aktywów obrotowych w roku t ;
 - $\Delta CASH_t$ – przyrost środków pieniężnych i innych inwestycji krótkoterminowych w roku t ;
 - ΔCL_t – przyrost zobowiązań krótkoterminowych w roku t ;
 - ΔSTD_t – przyrost kredytów i pożyczek krótkoterminowych w roku t ;
 - DEP_t – amortyzacja w roku t ;
- pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Przyjęcie ustawy Sarbanesa-Oxleya (SOX) w Stanach Zjednoczonych w 2002 r., jak również wymóg stosowania od 2005 r. MSSF przez spółki notowane na rynkach regulowanych w UE, miały na celu poprawę jakości i wiarygodności sprawozdawczości finansowej, poprawę skuteczności kontroli wewnętrznej i zaostrzenie wymogów przejrzystości kluczowych graczy na rynkach kapitałowych. Nowe rozwiązania legislacyjne miały również przywrócić utracone zaufanie inwestorów względem jakości raportowanych danych, szczególnie po serii skandali księgowych na początku XXI wieku. Niezależnie od rzeczywistych wyników ich wdrożenia w praktyce biznesowej (Boylan, 2015; O Cualain, Tawiah, 2022), jednym z efektów egzekwowania bardziej rygorystycznych norm prawnych stała się zmiana podejścia menedżerów do kwestii kształtowania zysków (strat) i szersze skupienie uwagi na możliwości oddziaływania na wynik przedsiębiorstwa poprzez operacje gospodarcze, a zatem z uwzględnieniem procesów realnego (rzecowego) kształtowania wyniku finansowego (Cohen, Zarowin, 2010).

Pierwsze holistyczne podejście do oceny skali realnego kształtowania wyniku finansowego w podmiotach gospodarczych zaprezentował Roychowdhury

w 2006 r., który praktyki manipulacji raportowanym zyskiem (stratą) w przedsiębiorstwie oceniał z perspektywy: dyskrecjonalnych (nietypowych) operacyjnych przepływów pieniężnych (ang. *abnormal cash flow from operations*, *abn_CFO*), dyskrecjonalnych kosztów produkcji (ang. *abnormal cost of good sold and changes in inventory; discretionary production*, *abn_PROD*) oraz dyskrecjonalnych kosztów uznaniowych (ang. *abnormal discretionary expenditures*, *abn_DISX*). W swoich badaniach Roychowdhury wykorzystywał trzy modele regresyjne, uznając wartość generowanych przychodów ze sprzedaży za podstawową zmienną objaśniającą kształtowanie operacyjnych przepływów pieniężnych, kosztów produkcji i kosztów uznaniowych w przedsiębiorstwie (zob. tab. 4). Podobnie jak to miało miejsce w przypadku estymacji skali rachunkowego kształtowania wyniku finansowego, zakres realnych manipulacji zyskiem (stratą) w spółce prognozowany jest na podstawie wartości składnika resztowego danego modelu regresyjnego.

Przypisanie wartości sprzedaży charakteru głównej zmiennej objaśniającej jest uzasadnionym zabiegiem metodologicznym z uwagi na to, że o jej wielkości i charakterze przekształceń decydują zmiany: popytu rynkowego, wielkości i jakości oferowanych oraz sprzedawanych wyrobów, kosztów produkcji i sprzedaży wyrobów, rentowności sprzedaży itp. W modelu tym przyjęto, że produkcja jest środkiem realizacji celów finansowych podmiotów gospodarczych i powinna być podporządkowana możliwościom sprzedaży, zaś standing finansowy jednostki jest w dużej mierze kształtowany przez stopień dopasowania programu produkcyjnego do zapotrzebowania rynkowego (Comporek, 2020a, s. 87). Z analitycznego punktu widzenia można orzec, iż o skali implementowanych praktyk rzeczowego kształtowania wyników w jednostce gospodarczej świadczyć będą:

- odchylenia *in minus* wartości dyskrecjonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych (*abn_CFO*) od zera. Jest to tłumaczone faktem, że współczynnik ten obrazuje zakres potencjalnych manipulacji wolumenem sprzedaży i odnosi się do decyzji menedżerów dotyczących tymczasowego zwiększania obrotu poprzez łagodzenie polityki udzielanych kredytów handlowych oraz oferowanie wyjątkowo korzystnych upustów cenowych. W konsekwencji zakłada się, że tego typu działania wpłyną na intensyfikację poziomu należności oraz jednoczesny spadek poziomu wykazywanych operacyjnych przepływów pieniężnych (w stosunku do poziomu, który faktycznie mogłyby zostać osiągnięty w toku „normalnych” działań gospodarczych);
- dodatnie odchylenia współczynnika dyskrecjonalnych kosztów produkcji (*abn_PROD*) od zera, które mogą sugerować dążenia kadry kierowniczej do

zwiększenia liczby wytworzonych produktów do poziomu przekraczającego oczekiwany popyt na rynku, dzięki czemu możliwe stanie się rozłożenie kosztów stałych produkcji na większą liczbę wytworzonych dóbr, co w konsekwencji skutkować będzie obniżeniem kosztu jednostkowego sprzedanych produktów;

- ujemne odchylenia współczynnika dyskrejonalnych kosztów uznaniowych (*abn_DISX*) od zera. W tym miejscu wspomnieć należy, że poziom ogółu kosztów uznaniowych poniesionych w danym okresie nie jest wprost przedstawiany w sprawozdaniu finansowym sporządzonym według wytycznych UoR czy MSSF. Uwaga ta dotyczy zwłaszcza nakładów na badania i rozwój, które są ewentualnie wykazywane w informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego.

Ponadto, na bazie współczynników dyskrejonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych (*abn_CFO*), dyskrejonalnych kosztów produkcji (*abn_PROD*) oraz dyskrejonalnych kosztów uznaniowych (*abn_DISX*) możliwe staje się wyodrębnienie zagregowanych miar realnego kształtowania wyniku finansowego (patrz: równania 9-11):

$$REM1_t = -abn_CFO_t + abn_PROD_t - abn_DISX_t \quad (9)$$

$$REM2_t = abn_PROD_t - abn_DISX_t \quad (10)$$

$$REM3_t = -abn_CFO_t - abn_DISX_t \quad (11)$$

Gdzie:

- REM1_t* – suma standaryzowanych dyskrejonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych *abn_CFO* (przemnożonych przez -1), standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów produkcji *abn_PROD* i standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów uznaniowych *abn_DISX* (przemnożonych przez -1) w okresie *t*;
- REM2_t* – suma standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów produkcji *abn_PROD* i standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów uznaniowych *abn_DISX* (przemnożonych przez -1) w okresie *t*;
- REM3_t* – suma standaryzowanych dyskrejonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych *abn_CFO* (przemnożonych przez -1) i standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów uznaniowych *abn_DISX* (przemnożonych przez -1) w okresie *t*;
- pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Spośród innych propozycji metodologicznych służących do estymacji implementowanych praktyk rzeczowego kształtowania wyniku finansowego należy zaakcentować podejście Gunny (2010). Autorka ta zmodyfikowała pierwotne założenia Roychowdhury'ego, przedstawiając narzędzia analityczne pomocne do szacowania procesów realnego kształtowania wyniku w sferze: nakładów na badania i rozwój, kosztów ogólnego zarządu, kosztów produkcji oraz zysków z tytułu sprzedaży aktywów. W formułach obliczeniowych swoich modeli Gunny

zawarła dodatkowe zmienne egzogeniczne, odnoszące się nie tylko do poziomu generowanych przychodów ze sprzedaży, ale również poziomu kapitału intelektualnego w jednostce (wskaźnik Q-Tobina), wartości rynkowej jednostki gospodarczej, zakresu finansowania wewnętrznego, przychodów ze sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych czy też zysków ze zbycia inwestycji długoterminowych (zob. tab. 4).

W późniejszym czasie dalszych przekształceń modeli regresyjnych pozwalających na uchwycenie praktyk *real earnings management* dokonywali m.in. Srivastava (2019), Cohen i in. (2020) czy też Gilliam (2021). Srivastava (2019) w swych badaniach zakwestionował założenie Roychowdhury'ego o podobieństwie procesów gospodarczych w obrębie firm prowadzących działalność tej samej branży. Udowodnił on, że parametry finansowe (w tym charakter ponoszonych kosztów) w spółkach publicznych przynależących do tego samego sektora różnicują się m.in. ze względu na liczbę lat, jaka upłynęła od debiutu giełdowego danego emitenta. Co więcej, badacz ten wykazał, że najmłodsze i najstarsze kohorty różnią się pod względem możliwości wzrostu (mierzonego wskaźnikiem wartość rynkowa/wartość księgowa) oraz rentowności (mierzonej współczynnikiem ROA i wskaźnikiem zysku przypadającego na akcję do ceny akcji). Uwzględniając powyższe miary jako dodatkowe zmienne egzogeniczne w modelu służącym do oszacowania ponadprzeciętnych kosztów produkcji Srivastava podkreślił, że nawet rozbudowany model nie odzwierciedli potencjalnej (optymalnej) reakcji biznesowej firmy na wstrząs zewnętrzny lub pojawiającą się okazję w danym roku, co zgodnie z kalkulacjami realizowanymi w oparciu o jego model mogłoby się wydawać odchyleniem świadczącym o praktykach realnego kształtowania wyników. Cohen i in. (2020) w swojej propozycji metodologicznej oceny procesów manipulowania wynikiem poprzez transakcje gospodarcze uwzględnili zmienną binarną *DD*, której wartość wynosi jeden w momencie zanotowania ujemnej dynamiki sprzedaży w okresie oraz zero w przeciwnym wypadku. Z kolei Gilliam (2021), aby uniknąć potencjalnych problemów z multikolinearnością, przekształcił zmienną obrazującą wzrost sprzedaży w rozpatrywanym okresie na opóźniony wzrost sprzedaży. Autor ten uwzględnił również potencjalne oddziaływanie wielkości firmy oraz wdrażanej strategii operacyjnej na skalę manipulacji wynikiem i włączył do formuł analitycznych modeli zmienne obrazujące logarytm wartości rynkowej spółki oraz wskaźnik marży brutto. Nowością zaproponowaną przez Gilliama było również dokonywanie wszelkich kalkulacji w oparciu o uporządkowane wskaźniki reprezentujące kwintyle każdej z wykorzystywanych miar ekonomicznych.

Tab. 4. Wybrane modele służące do szacowania realnego kształtowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie.

Odniesienie do literatury	Postać modelu
S. Roychowdury, (2006, s. 335–370).	$\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
	$\frac{PROD_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
	$\frac{DISX_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
K. Gunny (2010, s. 855-888).	$\frac{RD_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 MV_t + \alpha_3 Q_t + \alpha_4 \left(\frac{INTF_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{RD_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
	$\begin{aligned} \frac{SGA_t}{TA_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 MV_t + \alpha_3 Q_t \\ & + \alpha_4 \left(\frac{INT_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} * DD \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$
	$\begin{aligned} \frac{GAINA_t}{TA_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 MV_t + \alpha_3 Q_t \\ & + \alpha_4 \left(\frac{INT_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{AREV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{IREV_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$
	$\begin{aligned} \frac{PROD_t}{TA_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 MV_t + \alpha_3 Q_t + \alpha_4 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) \\ & + \alpha_6 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$
A. Srivastava (2019, s. 1277-1316).	$\begin{aligned} \frac{PROD_t}{TA_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) \\ & + \alpha_5 (\log MV_t) + \alpha_6 (ROA_{t-1}) + \alpha_7 (MTB_t) + \alpha_8 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) \\ & + \alpha_9 \left(\frac{REV_{t+1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_{10} (PROD_{t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned}$
D. Cohen, S. Pandit, C. Wasley, T. Zach (2020, s. 1172-1198).	$\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} * DD \right) + \varepsilon_t$
	$\begin{aligned} \frac{PROD_t}{TA_{t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) \\ & + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} * DD \right) + \alpha_6 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} * DD \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$
	$\frac{DISX_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} * DD \right) + \varepsilon_t$

Odniesienie do literatury	Postać modelu
T. Gilliam (2021, s. 619-653).	$\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{GM_t}{REV_{t-1}} \right) + \alpha_5 (\log SIZE_t) + \alpha_6 (dum_ROA_{kt-1}) + \alpha_7 (dum_SGR_{kt}) + \alpha_8 (dum_MTB_{kt}) + \varepsilon_t$
	$\frac{PROD_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta INV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{GM_{t-1}}{REV_{t-1}} \right) + \alpha_6 (\log SIZE_t) + \alpha_7 (dum_ROA_{kt-1}) + \alpha_8 (dum_SGR_{kt}) + \alpha_9 (dum_MTB_{kt}) + \varepsilon_t$
	$\frac{DISX_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{REV_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta REV_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta DISX_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_5 \left(\frac{GM_t}{REV_{t-1}} \right) + \alpha_6 (\log SIZE_t) + \alpha_7 (dum_ROA_{kt-1}) + \alpha_8 (dum_SGR_{kt}) + \alpha_9 (dum_MTB_{kt}) + \varepsilon_t$
gdzie: $PROD_t$ – koszty produkcji w roku t ; $DISX_t$ – koszty uznaniowe w roku t ; RD_t – nakłady na badania i rozwój w roku t ; MV_t – wartość rynkowa przedsiębiorstwa w roku t ; Q_t – wskaźnik Q-Tobin obliczony dla przedsiębiorstwa w roku t ; DD – zmienna zerojedynkowa (równa 1 – gdy nastąpił spadek przychodów ze sprzedaży między okresami $t-1$ i t , równa 0 – w pozostałych przypadkach); $INTF_t$ – poziom finansowania wewnętrznego w jednostce w roku t ; SGA_t – koszty ogólnego zarządu w roku t ; $GAINA_t$ – zysk ze sprzedaży aktywów w roku t ; $AREV_t$ – przychody ze zbycia aktywów w roku t ; $IREV_t$ – przychody ze zbycia inwestycji w roku t ; $SIZE_t$ – wartość rynkowa kapitału własnego w roku t ; dum_ROA_t – zmienna zerojedynkowa obrazująca rentowność netto aktywów w roku t (równa 1 – jeśli obserwacja znajduje się w k -tym kwintyli danych zbiorczych i 0 – w przeciwnym wypadku); dum_SGR_t – zmienna zerojedynkowa obrazująca przyrost przychodów ze sprzedaży w roku t skalowany wartością aktywów ogółem z okresu $t-1$ (równa 1 – jeśli obserwacja znajduje się w k -tym kwintyli danych zbiorczych i 0 – w przeciwnym wypadku); dum_MTB_t – zmienna zerojedynkowa obrazująca relację wartości rynkowej do wartości księgowej przedsiębiorstwa w roku t (równa 1 – jeśli obserwacja znajduje się w k -tym kwintyli danych zbiorczych i 0 – w przeciwnym wypadku); INV_t – średnia wartość zapasów w roku t ; pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.	

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnim zagadnieniem dotyczącym metodologicznych aspektów szacowania skali i kierunków kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie warty szerszego komentarza jest przyjęty sposób grupowania próby badawczej. Poszczególne rozwiązania metodologiczne uwzględniają możliwość przeprowadzania analiz empirycznych zarówno z perspektywy pojedynczych przedsiębiorstw w określonym horyzoncie czasowym (ang. *time-series data approach*), jak i grup przedsiębiorstw w ujęciu przekrojowym (ang. *cross-sectional data approach*). Argumentem skłaniającym ku zastosowaniu pierwszego z nich może być przeświadczenie, że wzorce kształtowania wyników są specyficzne dla każdej firmy (a nie np. branży, w której działa spółka), co potwierdzają m.in.

założenia teorii wyższych eszelonów (Hambrick, Mason, 1984; Plöckinger i in., 2016). Jednakże, jak już wcześniej wskazano, podejście to implikuje konieczność przeprowadzania badań w dłuższym przedziale czasowym oraz przyjęcie założenia o stałości parametrów regresji w całym okresie odniesienia. Z drugiej zaś strony przyjęcie za podstawę odniesienia analizy regresji przekrojowej dla grupy podobnych spółek wymusza odpowiedź na pytanie, jaki atrybut należy przyjąć jako cechę łączącą spółki w odpowiednie podpopulacje (czy będzie to sektor, w którym operują, rozmiar przedsiębiorstwa, czy też dokonania finansowe w roku t). Grabiński (2016, s. 171) zauważył również, że w pierwotnych badaniach dla rynku amerykańskiego autorzy najpierw selekcjonowali spółki do badań, następnie dobierali do nich odpowiednio liczną grupę podobnych przedsiębiorstw i finalnie przeprowadzali analizę regresji. W przypadku mniejszych rynków, a co za tym idzie mniejszej liczby spółek-observacji, zwykle w badaniach uwzględnia się wszystkie przedsiębiorstwa podgrupowane według określonej właściwości, dla których dostępne są dane niezbędne do obliczeń.

Aby lepiej zobrazować nakreślony problem, w tab. 5 przedstawiono wartości współczynników korelacji rang Spearmana dla zagregowanych współczynników realnego kształtowania wyniku finansowego ($REM1$, $REM2$ i $REM3$), które zostały estymowane na dwa sposoby, tj. za pomocą:

- odrębnej analizy regresyjnej dla każdej z 218 spółek notowanych na Rynku Głównym GPW w Warszawie w horyzoncie 2014-2023;
- analizy przekrojowej w obrębie makrosektorów GPW w Warszawie¹, obejmującej kalkulacje na poziomie sektora i roku.

W badaniu przyjęto następującą klasyfikację związków w zależności od wartości współczynnika korelacji (Guilford, 1964):

- $r = 0$ – brak korelacji;
- $0 < |r| < 0,3$ – korelacja nikła;
- $0,3 \leq |r| < 0,5$ – korelacja przeciętna;
- $0,5 \leq |r| < 0,7$ – korelacja wysoka;
- $0,7 \leq |r| < 0,9$ – korelacja bardzo wysoka;
- $|r| \geq 0,9$ – korelacja niemal pełna;
- $|r| = 1$ – korelacja pełna.

¹ https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/indeksy-gieldowe-regulacje/pl/Regulamin_klasyfikacji_sektorowej_Indeksow.pdf (data wejścia: 25.10.2024).

Tab. 5. Zależności między zagregowanymi wskaźnikami realnego kształtowania wyniku finansowego obliczanymi na poziomie przedsiębiorstwa oraz za pomocą analizy przekrojowej dla sektorów-lat w horyzoncie 2014-2023.

Miara		Analiza przekrojowa (cross-sectional approach)			Analiza na poziomie przedsiębiorstwa (time-series data approach)		
		$REM1_{CS}$	$REM2_{CS}$	$REM3_{CS}$	$REM1_{TS}$	$REM2_{TS}$	$REM3_{TS}$
Analiza przekrojowa (cross-sectional approach)	$REM1_{CS}$	1	0,889*	0,904*	0,179*	0,122*	0,123*
	$REM2_{CS}$	0,889*	1	0,687*	0,099*	0,170*	0,009
	$REM3_{CS}$	0,904*	0,687*	1	0,188*	0,040	0,209*
Analiza szeregów czasowych na poziomie przedsiębiorstwa (time-series data approach)	$REM1_{TS}$	0,179*	0,099*	0,188*	1	0,531*	0,782*
	$REM2_{TS}$	0,122*	0,170*	0,040	0,531*	1	0,084*
	$REM3_{TS}$	0,123*	0,009	0,209*	0,782*	0,084*	1
* zaznaczono korelacje istotne statystycznie przy przyjętym poziomie istotności $\alpha=0,01$.							

Źródło: opracowanie własne.

Z uzyskanych wyników analiz empirycznych wynika, że w próbie obejmującej ogół badanych spółek publicznych zaobserwowano występowanie dodatnich, istotnych statystycznie zależności między zagregowanymi współczynnikami realnego kształtowania wyników szacowanymi przy użyciu danych dla szeregów czasowych względem poszczególnych spółek ($REM1_{TS}$, $REM2_{TS}$ i $REM3_{TS}$) oraz regresji przekrojowej dla sektorów-lat ($REM1_{CS}$, $REM2_{CS}$ i $REM3_{CS}$). Jednakże, siła tych związków była nikła. Przedstawione rezultaty potwierdzają zatem, że sposób doboru próby badawczej oraz technika realizowania późniejszych obliczeń może w znaczny sposób wpływać na końcową interpretację rezultatów dotyczących zakresu i ścieżek kształtowania wyniku finansowego w drodze porzucenia typowo realizowanych operacji gospodarczych w przedsiębiorstwie.

2.3. Determinanty kształtowania wyniku finansowego na polskim rynku kapitałowym w świetle wybranych badań naukowych

Dotychczasowe badania nad problematyką kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych prowadzących działalność gospodarczą na krajowym rynku kapitałowym skupiają się głównie na zagadnieniach dotyczących czynników wpływających na zakres manipulacji raportowanym poziomem zysku (straty) w przedsiębiorstwie, jak również skali tychże działań w związku z wystąpieniem konkretnych zachęt (przesłanek) skłaniających kadrę menedżerską ku

ich implementacji. Choć zjawisko kształtowania wyników w Polsce stanowi przedmiot dociekań naukowych przedstawicieli różnych ośrodków akademickich od stosunkowo niedługiego czasu (porównując z czasowym horyzontem realizacji i obszernością podobnych badań realizowanych na rozwiniętych rynkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej), podkreślić należy wzrastającą liczbę prac nad omawianą tematyką w ostatnim dziesięcioleciu. W tym miejscu zaznaczyć należy, iż intencją autora nie jest dokonanie dogłębnego przeglądu literatury nad specyfiką warunków implementacji intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego w spółkach notowanych na GPW w Warszawie oraz czynników oddziałujących na kierunki i zakres tychże praktyk, lecz zasygnalizowanie najciekawszych – jego zdaniem – wyników badań nad rozpatrywanymi kwestiami.

Jednym z najczęściej podejmowanych zagadnień badawczych, interesującym zwłaszcza z perspektywy inwestorskiej, jest problematyka jakości raportowanych wyników finansowych w spółkach dokonujących debiutu na giełdowym parkiecie. Lizińska i Czapiewski (2016) przebadali spółki z GPW w Warszawie, które dokonywały pierwotnych emisji akcji (IPO) w okresie przed i po szczycie kryzysu finansowego z pierwszej dekady XXI wieku, tj. w latach 2002–2006 oraz 2009–2013. Wykorzystując m.in. zmodyfikowany model Jones badacze ci udowodnili, że w roku debiutu spółki publiczne wykazywały ponadprzeciętne dodatnie wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych, któremu jednakże towarzyszył ich negatywny poziom w kolejnych czterech latach rozpatrywanego horyzontu odniesienia. W ten sposób potwierdzona została hipoteza o agresywnym kształtowaniu wyników w okresach okołomisyjnych i wykazywaniu sztucznie zawyżonych zysków w stosunku do generowanych przepływów pieniężnych. Z drugiej zaś strony badanie to potwierdziło, że poziom dyskrecjonalnych różnic memoriałowych w przypadku IPO oferowanych po kryzysie z lat 2008–2009 był niższy aniżeli w latach przedkryzysowych. W przeprowadzonych dwa lata później rozszerzonych analizach empirycznych Lizińska i Czapiewski (2018) udokumentowali, że skala agresywnego kształtowania wyników na GPW w Warszawie różniła się w okresach prosperity i dekonjunktury giełdowej. Autorzy ci wykazali istnienie statystycznych związków między zakresem manipulowania wynikami aproksymowanymi za pomocą dyskrecjonalnych różnic memoriałowych a poziomem krótkoterminowego *underpricingu*. Patrząc z perspektywy krajowego rynku kapitałowego intencjonalne kształtowanie wyników „w górę” w okresie poprzedzającym IPO wiązało się z wyższym niedoszacowaniem ceny ofertowej oraz większą niepewnością *ex-ante*. Odnosząc się do podobnej tematyki Sosnowski (2016) potwierdził, że sprzedaż akcji spółki przez dotychczasowych właścicieli

w ramach IPO jest bardziej prawdopodobna w przypadku spółek implementujących agresywną strategię kształtowania wyniku finansowego. Z kolei subskrypcja akcji nowej emisji w latach 2005-2015 częściej występowała w tych podmiotach, względem których estymowano ujemne wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych. Do ekstrakcji uznaniowych różnic memoriałowych autor ten wykorzystał model Larckera i Richardsona, który przy okazji okazał się być pomocnym podczas kolejnych badań udowadniających, że intencjonalne obniżanie wyniku memoriałowego może prowadzić do ograniczenia prawdopodobieństwa emisji nowych akcji (Sosnowski, 2017).

Podjmując problematykę relacji kształtowania wyników z szeroko rozumianą strukturą finansową przedsiębiorstwa (uwzględniającą w swej strukturze zarówno zagadnienia pozyskiwania kapitału, jego alokacji oraz redystrybucji zysku netto), Gryko i in. (2024) zbadała potencjalne wzorce kształtowania zysku (straty) w spółkach publicznych w odniesieniu do poziomu posiadanych zasobów gotówkowych. Uzyskane rezultaty nie wykazały statystycznych różnic w zakresie kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego w podpopulacjach charakteryzujących się rezerwami gotówkowymi powyżej (poniżej) wartości środkowej dla danego sektora. Z drugiej zaś strony udowodniły one, że spółki charakteryzujące się występowaniem problemu agencyjnego związanego z wolnym przepływem gotówki mają tendencje do ponadprzeciętnego wdrażania praktyk realnego kształtowania wyników. Innymi słowy ujmując, wzrost posiadanych wolnych zasobów gotówkowych statystycznie przyczyniał się do powiększania odchyłań *in minus* wartości dyskrecjonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych oraz kosztów dyskrecjonalnych od zera, jak i wzrostu dodatnich odchyłań kosztów produkcji od zera. W podobnym nurcie Comporek (2022a) analizował związki zachodzące między wartościami dyskrecjonalnych różnic memoriałowych, zadłużeniem przedsiębiorstwa oraz prawnymi i ekonomicznymi determinantami kształtowania struktury kapitałowej podmiotów gospodarczych. Uzyskane rezultaty badań wykazały m.in., że w gronie przemysłowych spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie można mówić o występowaniu istotnych ze statystycznego punktu widzenia zależności pomiędzy uznaniowymi korektami zysku netto, ustalonymi przy użyciu metodologii Jones bądź Kanga-Sivaramakrishnana, a takimi zmiennymi, jak: odsetkowa i nieodsetkowa tarcza podatkowa, ryzyko operacyjne jednostki, wielkość przedsiębiorstwa czy rentowność operacyjna aktywów. W obu analizowanych przypadkach dodatnie relacje dotyczyły związków między dyskrecjonalnymi różnicami memoriałowymi a odsetkową osłoną podatkową i rentownością jednostki, zaś ujemne

– związków uznaniowych różnic memoriałowych i pozostałych zmiennych wykorzystanych w badaniu. Lizińska i Czapiewski (2023a) badali również relacje między trudnościami finansowymi a memoriałowym i realnym kształtowaniem wyniku finansowego w polskich spółkach giełdowych. Wspomniane trudności finansowe były przez autorów rozpatrywane z trzech perspektyw, a mianowicie: za pomocą modelu dyskryminacyjnego, poprzez pryzmat prowadzenia konserwatywnej bądź agresywnej polityki zarządzania kapitałem obrotowym netto oraz zdolności podmiotu gospodarczego do spłaty odsetek za użyty kapitał. Otrzymane wyniki skłoniły autorów do konkluzji, że przedsiębiorstwa niezagrożone wystąpieniem problemów finansowych, jak również te wdrażające defensywną politykę zarządzania kapitałem pracującym oraz zdolne do bezproblemowego pokrywania odsetek zyskiem operacyjnym były bardziej skłonne do zawyżania raportowanych wyników poprzez działania memoriałowe. Co więcej, jednostki te cechowały się większym zaangażowaniem w proces kształtowania wyniku finansowego poprzez wpływanie na realne transakcje gospodarcze.

Równolegle do badań dotyczących zakresu kształtowania wyniku finansowego z perspektywy implementowanej struktury finansowej pojawiły się analizy dotyczące skali manipulacji wynikami w zależności od struktury własnościowej podmiotów gospodarczych. Piosik (2019) przedstawił empiryczne dowody, że wartość dyskrecyjnych zmian niepieniężnych składników kapitału pracującego netto (estymowanych za pomocą skorygowanego modelu Jones) jest ujemnie skorelowana ze stopniem koncentracji własności, zaś obecność inwestorów instytucjonalnych ze statystycznego punktu widzenia redukuje procesy kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego. Podobne wnioski Piosik i Genge (2019) zaprezentowali w kontekście powiązań struktury akcjonariatu z mechanizmami realnego kształtowania zysku (straty) w podmiotach sprawozdawczych. Autorzy ci wykazali, że wzrost koncentracji własności jest generalnie negatywnie powiązany ze skalą procesów rzeczowego kształtowania wyniku finansowego „w górę”, choć po osiągnięciu pewnego „optymalnego” poziomu stopnia koncentracji notuje się tendencję odwrotną. Jednocześnie, w badanej próbie uwzględniającej spółki notowane na krajowej giełdzie, odnotowali oni ujemny wpływ własności menedżerskiej na skalę agresywnego kształtowania wyników poprzez transakcje gospodarcze. Sosnowski (2018) nie znalazł dowodów na to, że obecność funduszy *private equity* wśród akcjonariuszy spółki w okresie poprzedzającym pierwsze notowanie akcji na giełdzie ogranicza zakres memoriałowych manipulacji wynikiem finansowym w spółkach publicznych. Adamczyk i Franek (2023) nie odnotowali bezpośrednich związków między

strukturą własności przedsiębiorstw z GPW w Warszawie a stopniem memoriałowych manipulacji wynikiem finansowym. Warty odnotowania jest w tym przypadku fakt, że w badaniu tym druga ze wskazanych płaszczyzn odniesienia (tj. zakres rachunkowego kształtowania wyniku finansowego) była przez Adamczyka i Franka oceniana nie w oparciu o uznaniowe różnice memoriałowe, lecz przy wykorzystaniu wskaźnika *M-Score* autorstwa Beneisha. Badanie to pozwoliło uwypuklić zależność, wedle której w grupie spółek o słabej kontroli właścicielskiej (tj. w których wiodący udziałowiec nie posiada więcej niż 25% akcji) notuje się statystycznie istotne, ujemne związki korelacyjne między wartością estymatora *M-score* a wyceną przedsiębiorstwa (liczoną w oparciu o wskaźnik *P/BV*) i poziomem kapitału intelektualnego (ocenianym na podstawie wskaźnika *Q-Tobina*). Wreszcie Kałdoński i Jewartowski (2017), oceniając wpływ przewartościowania akcji na przyjęte sposoby kształtowania wyników w podmiotach giełdowych, dowiedli m.in., że inwestorzy instytucjonalni posiadający dużą liczbę akcji ograniczają menedżerskie pokusy ku kształtowaniu wyników. Przyjmując długoterminowy horyzont inwestowania wypełniają oni rolę quasi-organów monitorujących działania kierownictwa w sferze raportowania danych odznaczających się wymaganym poziomem jakości.

Nawiązując do procesów rozwoju organizacji, Comporek (2022b) przedstawił analizę ścieżek realnego kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwach przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie z uwzględnieniem poszczególnych faz ich cykli życia. Bazując na koncepcji układów fazowych cyklu życia przedsiębiorstwa autorstwa Dickinson, opierających się na analizie przepływów pieniężnych w jednostce gospodarczej, wykazał on, iż szczególna intensyfikacja działań *real earnings management* notowana była w podmiotach charakteryzujących się skrajnymi fazami cyklu życia (tj. będących aktualnie w fazach wprowadzenia lub fazie schyłku). Natomiast najmniejsze spektrum manipulacji raportowanym poziomem wyniku finansowego dotyczyło spółek publicznych znajdujących się w fazach wzrostu i dojrzałości. Analogiczne badania przeprowadzone w odniesieniu do wzorców rachunkowego kształtowania wyniku finansowego przyniosły odmienne wyniki. Comporek (2023c) udokumentował, że największe odchylenia dyskrecjonalnych różnic memoriałowych od zera (wyznaczanych za pomocą zmodyfikowanego modelu Jones) towarzyszyły przedsiębiorstwom znajdującym się we wzrostowej lub dojrzałej fazie cyklu życia organizacji. Autor ten wykazał ponadto, że zwiększoną częstotliwością raportowania dużych strat netto (przekraczających 20% sumy bilansowej) charakteryzowały się spółki będące w fazie spadku, podczas gdy częstotliwość raportowania

niskiego poziomu zysku netto (nieprzekraczającego 0,5% sumy bilansowej) była, co do zasady, zbliżona we wszystkich fazach cyklu życia przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu odnaleźć można również publikacje odnoszące się do wpływu pandemii SARS-CoV-2 na stosowane schematy kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych. Lizińska i Czapiewski (2023b), na podstawie danych dotyczących ogółu niefinansowych spółek publicznych z GPW w Warszawie, wykazali, że we wczesnym etapie pandemii (rok 2020) charakterystycznym zjawiskiem było osłabienie skłonności menedżerów do zawyżania zysków poprzez ingerencję w proces raportowania finansowego. Badane podmioty wydawały się również bardziej skłonne do intencjonalnego obniżania wyników zgodnie ze strategią wielkiej kąpieli kosztowej, tak, aby zwiększyć swoje możliwości zawyżania zysków w okresach kolejnych. Ponadto przeprowadzone analizy potwierdziły, że w okresie pandemicznym na znaczeniu zyskały procesy kształtowania wyników poprzez oddziaływanie na realne transakcje gospodarcze, przy czym w różnych branżach spektrum oraz ścieżki rzeczowego kształtowania wyników mogły przybierać zdywersyfikowane formy. Do odmiennych wniosków doszedł Comporek (2024), który weryfikował hipotezę dotyczącą statystycznych zmian we wzorcach memoriałowego kształtowania wyników w grupach kapitałowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2019-2021 w związku z pandemią SARS-CoV-2. Zdaniem wspomnianego autora, pandemia przyczyniła się do postępującego zawyżania wyniku netto zarówno w obrębie całych grup kapitałowych, jak i jednostek dominujących, czego dowodem miały być wzrastające z roku na rok wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych ustalanych za pomocą zmodyfikowanego modelu Jones. Z drugiej strony Comporek nie udowodnił występowania statystycznych różnic w jakości raportowanych danych widniejących w sprawozdaniach skonsolidowanych grup kapitałowych oraz sprawozdaniach jednostkowych spółek sprawujących kontrolę nad jednostkami zależnymi w ramach poszczególnych grup. Na marginesie podkreślić należy, iż zagrożenia wpływu szeroko rozumianych turbulencji gospodarczych na praktyki kształtowania wyniku finansowego w polskich przedsiębiorstwach rozpatrywane były już wcześniej, m.in. w kontekście kryzysu finansowego lat 2008-2009 (Gajdka, 2012b).

Problematyka czynników determinujących kształtowanie wyniku finansowego w spółkach notowanych na GPW w Warszawie była również rozpatrywana z punktu widzenia przyjętych sposobów prezentacji sprawozdań finansowych oraz zakresu dokonywanych ujawnień. Michalak i Waniak-Michalak (2012) badali wpływ obowiązkowego przyjęcia MSSF na jakość informacji finansowej przekazywanej przez spółki publiczne, przyjmując współczynnik różnic

memoriałowych za jeden z mierników *earnings quality*. Wnioski z poczynionych analiz empirycznych potwierdziły fakt występowania dodatniego, słabego, lecz istotnego statystycznie wpływu przejścia z przepisów UoR na MSSF na jakość raportowanych wyników finansowych. Z kolei Sajnog i Sosnowski (2018) eksplorowali problem badawczy związany z potencjalnym wpływem ujawnień o pozostałym wyniku całościowym na skalę intencjonalnego kształtowania zysku (straty) w publicznych przedsiębiorstwach przemysłowych. Z uzyskanych rezultatów badań wynika, że w badanej próbie występowały ujemne związki korelacyjne między dyskrecjonalnymi różnicami memoriałowymi wyznaczanymi za pomocą zmodyfikowanego modelu Jones a innymi całkowitymi dochodami standaryzowanymi za pomocą aktywów ogółem. Autorzy ci zauważyli zatem, że ujawnianie informacji o dochodach całkowitych może być traktowane jako mechanizm ograniczający oportunistyczne zachowania kadry kierowniczej w zakresie oddziaływania na wynik finansowy netto.

W dorobku publikacyjnym polskich autorów dotyczącym determinant kształtowania wyniku finansowego na rodzimym rynku kapitałowym odnaleźć można ponadto pozycje literaturowe bezpośrednio odnoszące się do konkretnych strategii (technik) manipulowania zyskiem (stratą) w przedsiębiorstwie. Wójtowicz (2012) przedstawił próbę identyfikacji czynników wpływających na unikanie raportowania małych strat w spółkach publicznych. W swoim opracowaniu udowodnił on, że podstawowym motywatorem kształtowania wyników jest koniunktura gospodarcza. W okresie prosperity zjawisko kształtowania wyników jest ograniczane, gdyż – jak to określił autor – po prostu nie jest to konieczne. Natomiast w okresie dekoniunktury, gdy rzeczywiście osiąganе wyniki są niesatysfakcjonujące, kadra kierownicza wykorzystuje procesy kształtowania danych sprawozdawczych jako narzędzie wywierania wpływu na decydentów opierających swoje decyzje na informacjach czerpanych ze sprawozdań finansowych. Wójtowicz uwydatnił przy tym, że nawet zmiana systemu sprawozdawczości z UoR na MSSF nie była w stanie wyeliminować z przestrzeni gospodarczej negatywnych działań nakierowanych na podwyższanie wyników w celu uniknięcia raportowania małych strat. Wreszcie Piosik (2016), w dogłębnym studium nad zagadnieniami znaczącej redukcji wyniku finansowego w Polsce, wykazał, iż raportowanie dużych strat jest uzależnione od zróżnicowanych czynników o charakterze własnościowym, zarządczym czy sprawozdawczym. Przeprowadzone badania pozwoliły na stwierdzenie, że częstotliwość dużych kąpieli kosztowych (ang. *big bath*) wiąże się z redukcją odsetka podmiotów, w których istotna część udziałów (akcji) przypada na inwestorów instytucjonalnych. Ponadto spółki raportujące znaczne redukcje

wyniku finansowego charakteryzują się większą częstotliwością zmian zarządu, większym odsetkiem publicznej emisji akcji (co sam autor uznał za zdumiewające), czy też niższą jakością audytu. Piosik zauważył również, iż wykazywanie dużych strat w sprawozdaniach finansowych jest uwarunkowane branżowo i ma wysoce rekurencyjny charakter. Ten sam autor w swojej publikacji dokonał również holistycznej oceny wpływu struktury akcjonariatu, przyjętych strategii finansowania, determinant natury sprawozdawczej i zarządczej na częstotliwość wygładzania wyniku finansowego przez podmioty sprawozdawcze. Wykazał on m.in., że raportowanie małych wzrostów zysku netto z okresu na okres wiąże się z celowym wdrażaniem procesów konserwatywnego kształtowania wyniku, zaś indykatory wygładzania wyników są dodatnio skorelowane z wielkością podmiotu gospodarczego, jego zadłużeniem oraz estymowanymi wartościami dyskrecyjnych różnic memoriałowych. Piosik podkreślił ponadto, iż większej częstotliwości raportowania stabilniejszych (wygładzonych) wyników towarzyszą: występowanie minimum 5% udziałów instytucji finansowych we własności, stosowanie MSSF, przynależność do grup kapitałowych (czego efektem jest m.in. sporządzanie sprawozdań skonsolidowanych), realizowanie publicznych emisji akcji czy też stosowanie opcji menedżerskich.

Wreszcie w analizie wpływu religii katolickiej na procesy kształtowania wyników finansowych w Polsce, Grabiński i Wójtowicz (2022) wykazują, że religijność zwiększa skłonność kadry menedżerskiej do manipulacji księgowych drogą memoriałową, lecz jednocześnie ogranicza kształtowanie wyników poprzez rzeczywiste działania operacyjne. Autorzy zauważają, że Polska jest krajem charakteryzującym się wysoką jednorodnością religijną, stąd też proponują nowatorskie podejście do oceny wspomnianych zależności poprzez zastosowanie wskaźnika odsetka katolików przystępujących do Komunii Świętej w poszczególnych dekanatach. Wspomniani badacze podkreślają również, że preferowane strategie kształtowania wyników zależą od wartości moralnych społeczności lokalnej, a katolickie normy etyczne mogą skłaniać menedżerów do unikania działań mogących zaszkodzić długoterminowej stabilności przedsiębiorstwa. Tym samym religia katolicka może nie tylko oddziaływać na kontrolowanie zakresu praktyk *earnings management* w przedsiębiorstwie, lecz holistycznie przyczyniać się do zwiększenia poziomu społecznej odpowiedzialności w biznesie.

Rozdział III

Relacje między wybranymi miernikami jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych

3.1. Zakres kształtowania zysku (straty) netto a stabilność, przewidywalność i gładkość wyniku finansowego

W zrealizowanych badaniach empirycznych nad relacjami zachodzącymi pomiędzy wybranymi cechami jakościowymi wyniku finansowego spółek publicznych wykorzystano sześć odrębnych mierników. Zaliczono do nich: wskaźniki stabilności (*PERS*) i przewidywalności (*PRED*) zysku (straty) netto, wskaźnik gładkości wyniku finansowego netto (*SMOOTH*), współczynniki dyskrejonalnych różnic memoriałowych ekstraktowane za pomocą modelu Jones (1991) ($DACC_{Jones}$) oraz modelu Dechow i in. (2003) ($DACC_{Dechow}$), jak również zagregowany wskaźnik całkowitego realnego kształtowania wyników (*REM1*), opierający się na metodologii Roychowdhury'ego (2006). Wszystkie wymienione mierniki zostały estymowane na poziomie przedsiębiorstwa. Kategorie stabilności, wartości predykcyjnej oraz stopnia wygładzania wyników były szacowane jednorazowo względem całego przyjętego horyzontu odniesienia – lata 2014-2023, zaś współczynniki memoriałowego i rzeczowego kształtowania wyniku finansowego kalkulowano w odniesieniu do poszczególnych lat rozpatrywanego okresu badawczego. Do obliczania całkowitych różnic memoriałowych posłużono się metodą bilansową.

Przy pomiarze stabilności wyniku finansowego (*PERS*) wykorzystano założenia modelu regresyjnego Sloana (1996). Zakłada on, iż wartość parametru β_1 z równania (12) określa stabilność wyniku finansowego jednostki – im jest ona wyższa, tym generowany wynik finansowy odznaczać się będzie wyższą jakością. Z kolei przewidywalność wyniku finansowego (*PRED*) oceniana jest na podstawie współczynnika determinacji R^2 opisywanego modelu regresyjnego:

$$EAT_{t+1} = \alpha_1 + \beta_1 EAT_t + \varepsilon_t \quad (12)$$

gdzie

$$PERS = \beta_1 \quad (13)$$

oraz

$$PRED = \sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_t) \quad (14)$$

Gdzie:

PERS – współczynnik stabilności wyniku finansowego przedsiębiorstwa;

PRED – współczynnik przewidywalności wyniku finansowego przedsiębiorstwa;

pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Jak już wcześniej zauważono, stabilność i wartość predykcyjna wyniku finansowego określają zdolność do przewidywania przyszłych wyników memoriałowych jednostki, co może mieć znaczenie m.in. przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Im większa będzie wartość predykcyjna wyniku finansowego, tym zwiększy się wartość użytkowa danych widniejących w sprawozdaniu finansowym względem możliwości przewidywania przyszłych dokonań ekonomicznych spółek giełdowych.

Z kolei gładkość wyniku finansowego (*SMOOTH*) kalkulowana jest jako stosunek odchylenia standardowego wyniku finansowego netto do odchylenia standardowego operacyjnych przepływów pieniężnych. Im wyższą wartość będzie przybierała wspomniana miara, tym mniejsza będzie skala wygładzania wyników w przedsiębiorstwie.

$$SMOOTH = \frac{\sigma(EAT_t)}{\sigma(OCF_t)} \quad (15)$$

Gdzie:

SMOOTH – współczynnik gładkości wyniku finansowego przedsiębiorstwa;

pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Należy zaznaczyć, że zdaniem niektórych badaczy nadmierna gładkość wyniku finansowego nie jest cechą pożądaną, gdyż może świadczyć o praktykach intencjonalnego oddziaływania na poziom raportowanych danych sprawozdawczych (Leuz i in., 2003). Grabiński (2016, s. 79) potwierdza to spostrzeżenie

zauważając, że istotą wygładzania wyników jest stosowanie korekt memoriałowych. Najważniejsze pytanie dotyczy tego, czy korekty te będą ukrywać czynniki determinujące fundamentalną efektywność jednostki (pogarszając w ten sposób jakość raportowanych wyników finansowych), czy też nie.

Badania empiryczne nakierowane zostały na udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy zakres rachunkowego i realnego kształtowania wyniku finansowego w podmiotach sprawozdawczych notowanych na GPW w Warszawie różnicuje się w sposób statystyczny w obrębie przedsiębiorstw cechujących się ponadprzeciętnie wysokimi (niskimi) wartościami wskaźników: stabilności, przewidywalności i gładkości zysku (straty) netto. W pierwszej kolejności jednostki gospodarcze zakwalifikowane do badań zostały podzielone na osobne podpopulacje, wyodrębniane na podstawie sektorowych median mierników: *PERS*, *PRED* i *SMOOTH* obliczonych dla lat 2014–2023. W ten sposób wyselekcjonowano przedsiębiorstwa charakteryzujące się atrybutami jakościowymi wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży, w której funkcjonują. Następnie za pomocą testu U Manna-Whitney’a dla prób niezależnych porównano różnice w zakresie kształtowania absolutnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w poszczególnych podpopulacjach. Ta sama procedura została powtórzona w odniesieniu do analizy kształtowania wartości zagregowanego wskaźnika realnego kształtowania wyniku finansowego *REM1*.

Z analizy uzyskanych rezultatów badań empirycznych wynika, że spółki publiczne odznaczające się wyższymi od mediany wartościami współczynników persystencji wyniku finansowego (*PERS*) wdrażały praktyki rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto w mniejszym zakresie od pozostałych jednostek uwzględnionych w analizie (tab. 6). W badanej próbie wykazano bowiem podstawy do odrzucenia hipotez zerowych H_0 , orzekających o równości średniego poziomu współczynników $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w obrębie porównywanych podpopulacji. Z drugiej zaś strony, otrzymane statystyki testu U Manna-Whitney’a wykazały, iż różnice między obliczonymi wartościami wskaźnika *REM1* w obu grupach okazały się być nieznamienne statystycznie.

Tab. 6. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się stabilnością wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.

Miernik jakości wyniku finansowego	Wartość wskaźnika <i>PERS</i>	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
<i>DACC_{Jones}</i>	< mediana	1161,29	516639,0	1068414,0	-4,89	<0,001
	> mediana	1010,41				
<i>DACC_{Dechow}</i>	< mediana	1163,22	508276,0	1060051,0	-5,47	<0,001
	> mediana	1008,49				
<i>REM1</i>	< mediana	1086,48	587541,00	1182136,0	-0,73	0,942
	> mediana	1084,53				

Źródło: opracowanie własne.

Dalsze, pogłębione badania nad relacjami zachodzącymi między stabilnością wyniku finansowego a zakresem kształtowania zysku (straty) netto w spółkach publicznych opierają się na ocenie statystycznego rozkładu zmiennych |*DACC_{Jones}*|, |*DACC_{Dechow}*| i *REM1* według wartości współczynników *PERS* podzielonych w obrębie badanej zbiorowości na części dziesiętne (gdzie: 1 decyl – najniższe wartości współczynnika *PERS*, natomiast 10 decyl – najwyższe wartości współczynnika *PERS*) (tab. 7). W tak stworzonym portfolio przedsiębiorstw na szczególną uwagę zasługują ponadprzeciętnie wysokie wartości odchylenia standardowego i wariancji obliczone względem dyskrecjonalnych różnic memoriałowych dla obserwacji uwzględnionych w 4 decylu. Interesujący jest również fakt, że dla spółek charakteryzujących się wartościami współczynnika stabilności wyniku finansowego oscylującymi wokół mediany (decyl 5), średnie i środkowe wartości mierników *REM1* przybierały wartości ujemne.

Tab. 7. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników *PERS* podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika <i>PERS</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>DACC_{Jones}</i>	średnia	0,091	0,079	0,085	0,130	0,076	0,100	0,061	0,056	0,054	0,070
	mediana	0,052	0,047	0,059	0,059	0,051	0,052	0,033	0,041	0,037	0,050
	wariancja	0,022	0,010	0,008	0,117	0,006	0,026	0,010	0,003	0,003	0,006
	odchylenie stand.	0,148	0,101	0,089	0,342	0,077	0,161	0,101	0,057	0,058	0,075

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika <i>PERS</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DACC _{Dechow}	średnia	0,076	0,073	0,080	0,128	0,065	0,082	0,064	0,046	0,045	0,062
	mediana	0,041	0,042	0,056	0,060	0,044	0,048	0,030	0,034	0,030	0,039
	wariancja	0,019	0,010	0,009	0,056	0,004	0,010	0,015	0,002	0,003	0,005
	odchylenie stand.	0,138	0,100	0,092	0,234	0,066	0,100	0,121	0,049	0,051	0,071
REM1	średnia	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,001	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
	mediana	0,000	0,005	0,000	0,004	-0,004	0,000	0,001	0,000	0,000	0,001
	wariancja	0,007	0,007	0,008	0,008	0,009	-0,002	0,004	0,008	0,005	0,004
	odchylenie stand.	0,085	0,084	0,090	0,090	0,094	0,011	0,064	0,091	0,067	0,066

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane rezultaty badań empirycznych udowodniły, że statystyczna ocena związków zachodzących między skalą implementowanych praktyk z zakresu rachunkowego kształtowania wyników a przewidywalnością zysku (straty) netto (zmienna *PRED*) jest w dużej mierze uzależniona od sposobu wyodrębniania dyskrecjonalnych różnic memoriałowych. Z danych widniejących w tab. 8 wynika, że istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej H_0 , traktującej o równości średniego poziomu współczynników |DACC_{Jones}| w obrębie podpopulacji odznaczających się wyższymi (niższymi) wartościami współczynników *PRED* od mediany kalkulowanej dla branży. Z drugiej zaś strony test U Manna-Whitney'a potwierdził, że zmienna |DACC_{Dechow}| ma znamienne statystycznie wyższą wartość w jednej grupie w porównaniu do drugiej. Bazując na absolutnych wartościach uznaniowych różnic memoriałowych ustalanych za pomocą modelu Dechow i in. zauważyć należy, że niższą rozpiętością działań wchodzących w skład memoriałowego kształtowania wyników charakteryzowały się spółki o wyższej przewidywalności zysku (straty) netto w horyzoncie 2014-2023. Podobnie jak miało to miejsce wcześniej, przeprowadzone badania nie wykazały statystycznego zróżnicowania wartości realnego kształtowania wyniku finansowego *REM1* w obu podpopulacjach poddanych analizie.

Tab. 8. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się przewidywalnością wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.

Miernik jakości wyniku finansowego	Wartość wskaźnika <i>PRED</i>	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxon'a	Stand. statystyka testu	p-value
<i>DACC_{Jones}</i>	< mediana	1104,85	566323,0	1118098,0	-1,49	0,137
	> mediana	1064,86				
<i>DACC_{Dechow}</i>	< mediana	1120,89	548365,0	1100140,0	-2,71	<0,001
	> mediana	1047,75				
<i>REM1</i>	< mediana	1088,75	584359,0	1136134,0	-0,25	0,803
	> mediana	1082,03				

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 9 przedstawiono statystyczny rozkład absolutnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych |*DACC_{Jones}*| i |*DACC_{Dechow}*| oraz zagregowanego wskaźnika realnego kształtowania wyniku finansowego *REM1* według wartości współczynników *PRED* podzielonych w obrębie badanej zbiorowości na decyle. W generalnym ujęciu, statystyka rozkładu zmiennych opisujących zakres intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstw publicznych w zależności od stopnia przewidywalności zysku (straty) netto w latach 2014-2023 nie odbiega od wcześniejszych rezultatów otrzymanych w odniesieniu do kategorii stabilności raportowanych wyników.

Tab. 9. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników *PRED* podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika <i>PRED</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>DACC_{Jones}</i>	średnia	0,119	0,092	0,090	0,065	0,095	0,066	0,086	0,054	0,060	0,075
	mediana	0,061	0,049	0,047	0,045	0,057	0,043	0,046	0,037	0,038	0,049
	wariancja	0,045	0,024	0,019	0,006	0,016	0,005	0,046	0,004	0,003	0,007
	odchylenie stand.	0,212	0,154	0,140	0,077	0,126	0,071	0,133	0,059	0,057	0,085
<i>DACC_{Dechow}</i>	średnia	0,117	0,064	0,084	0,059	0,083	0,060	0,084	0,049	0,049	0,063
	mediana	0,061	0,040	0,046	0,042	0,042	0,037	0,037	0,031	0,036	0,038
	wariancja	0,053	0,005	0,019	0,006	0,014	0,004	0,037	0,003	0,003	0,005
	odchylenie stand.	0,231	0,073	0,139	0,075	0,117	0,066	0,143	0,055	0,051	0,073

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika <i>PRED</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>REM1</i>	średnia	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mediana	0,000	-0,001	0,005	0,006	-0,002	-0,001	0,002	0,000	0,000	-0,003
	wariancja	0,011	0,008	0,009	0,007	0,006	0,007	0,002	0,004	0,007	0,005
	odchylenie stand.	0,085	0,084	0,090	0,090	0,094	0,011	0,064	0,091	0,067	0,066

Źródło: opracowanie własne.

Interesujący wydaje się fakt, że przedsiębiorstwa giełdowe odznaczające się wyższym od wartości środkowej dla branży stopniem wygładzania wyniku finansowego implementowały procesy kształtowania zysku (straty) netto typu rachunkowego w większej skali od pozostałych spółek biorących udział w badaniu (tab. 10). Przy przyjętym poziomie istotności statystycznej $\alpha=0,05$, podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej H_0 , orzekającej o równości średniego poziomu współczynników dyskrecjonalnych różnic memoriałowych w obrębie podpopulacji odznaczających się wyższymi (niższymi) wartościami współczynników *SMOOTH* od mediany obliczanej dla sektora, potwierdzono jedynie w odniesieniu do zmiennej $|DACC_{Dechow}|$. W przypadku uznaniowych różnic memoriałowych ustalanych za pomocą metodologii Jones otrzymane rezultaty wydają się być istotne na poziomie tendencji statystycznej (Gibbs, Gibbs, 2015). W toku zrealizowanych badań nie znaleziono statystycznych dowodów, że spektrum realnego kształtowania wyniku finansowego w obu analizowanych podpopulacjach różnicuje się pod względem statystycznym.

Tab. 10. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się stopniem wygładzania wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.

Miernik jakości wyniku finansowego	Wartość wskaźnika <i>SMOOTH</i>	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
$ DACC_{Jones} $	< mediana	1062,28	614001,0	1165776,0	1,783	0,075
	> mediana	1110,26				
$ DACC_{Dechow} $	< mediana	1053,33	624035,0	1175810,0	2,470	0,013
	> mediana	1119,82				
<i>REM1</i>	< mediana	1085,57	587926,0	1139701,0	-0,005	0,996
	> mediana	1085,53				

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 11 ujęto statystyki deskryptywne rozkładu zmiennych $|DACC_{Jones}|$, $|DACC_{Dechow}|$ i $REM1$ według poszczególnych decyli obrazujących stopień wygładzania wyniku finansowego. Zauważalny jest fakt, iż estymowana skala procesów kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego wyraźnie wzrastała w przypadku przedsiębiorstw zaszeregowanych do trzech ostatnich podgrup (decyle 8-10). Dla tego samego grona spółek odnotowano również występowanie skrajnych wartości miar dyspersji (odchylenia standardowego) zmiennych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$.

Tab. 11. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według stopnia wygładzania wyniku finansowego w podziale na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika SMOOTH									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$ DACC_{Jones} $	średnia	0,079	0,062	0,063	0,057	0,075	0,060	0,055	0,092	0,140	0,117
	mediana	0,054	0,050	0,039	0,042	0,050	0,037	0,036	0,054	0,071	0,045
	wariancja	0,007	0,003	0,005	0,003	0,009	0,006	0,004	0,013	0,041	0,051
	odchylenie stand.	0,084	0,057	0,069	0,058	0,092	0,078	0,063	0,112	0,203	0,226
$ DACC_{Dechow} $	średnia	0,070	0,055	0,057	0,050	0,065	0,056	0,045	0,082	0,115	0,115
	mediana	0,048	0,042	0,042	0,037	0,037	0,040	0,025	0,046	0,063	0,039
	wariancja	0,007	0,002	0,004	0,003	0,008	0,004	0,003	0,010	0,026	0,063
	odchylenie stand.	0,082	0,050	0,060	0,052	0,088	0,064	0,054	0,100	0,161	0,251
$REM1$	średnia	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,001	0,001	-0,001	0,000	0,000	0,000
	mediana	-0,002	0,003	0,001	0,000	-0,003	0,005	0,001	0,000	0,001	-0,001
	wariancja	0,008	0,008	0,005	0,008	0,009	0,009	0,006	0,008	0,009	0,002
	odchylenie stand.	0,090	0,088	0,068	0,090	0,096	0,095	0,077	0,087	0,096	0,042

Źródło: opracowanie własne.

3.2. Związki między rachunkowym a rzeczowym kształtowaniem wyniku finansowego w spółkach publicznych

Przedstawione w literaturze przedmiotu wyniki dotychczasowych analiz empirycznych nad kształtowaniem relacji między rachunkowym a realnym kształtowaniem zysku (straty) w przedsiębiorstwie mają wyraźnie zdywersyfikowany charakter. Podczas gdy jedni autorzy wskazują, że kierownictwo podmiotów gospodarczych stosuje praktyki memoriałowego i operacyjnego kształtowania wyników naprzemiennie, traktując je jako swoiste „substytuty” możliwości

intencjonalnego oddziaływania na raportowany zysk (stratę) w jednostce gospodarczej, inni przedstawiają dowody świadczące o występowaniu komplementarnego związku między obiema metodami kształtowania wyniku finansowego.

Jako przykład potwierdzający substytucyjny charakter relacji między rachunkowym a realnym kształtowaniem wyników uznać można badania Zang (2012), która dowiodła, że menedżerowie dostosowują poziom uznaniowych różnic memoriałowych do efektów płynących z zastosowania rzeczowego kształtowania zysku (straty) w obszarze kosztów produkcji, kosztów dyskrecjonalnych czy operacyjnych przepływów pieniężnych, dążąc do swoistej „optymalizacji” ścieżek oddziaływania na finalny wynik raportowany w sprawozdaniu finansowym. Innymi słowy, dostosowują oni profil działań manipulacyjnych w zależności od korzyści (lub ewentualnych strat) wynikających z implementacji indywidualnej metody kształtowania wyniku finansowego, niezależnie od zdarzeń korporacyjnych lub określonego okresu odniesienia. Podobnie Pincus i Rajgoral (2002) wykazali, że kierownictwo jednostek dążących do wygładzania wyników wykorzystuje w sposób naprzemienny i niezależny od siebie różne formy rachunkowego i rzeczowego kształtowania wyników. Wspomniani autorzy zwrócili uwagę na możliwość zastosowania instrumentów pochodnych jako szczególnego narzędzia zmniejszania fluktuacji raportowanego poziomu wyniku finansowego z okresu na okres. Negatywne związki korelacyjne między dwoma conceptualnymi wymiarami kształtowania wyniku finansowego zostały również uwidocznione w pracach Cohena i in. (2008) czy też Cohena i Zarowina (2010). Natomiast poglądów o negatywnym charakterze relacji między rachunkowym a rzeczowym kształtowaniem wyników finansowych nie podzielają m.in. Matsuura (2008), Chen i in. (2012), Hamza i Kortas (2019), którzy znaleźli dowody występowania komplementarnego związku między dominującymi oboma rodzajami kształtowania wyników w przedsiębiorstwach prowadzących działalność gospodarczą (odpowiednio): w Japonii, na Tajwanie i w Tunezji. Warty podkreślenia jest ponadto fakt, że substytucyjny bądź komplementarny charakter procesów kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego i realnego może być warunkowany cechami specyficznymi przedsiębiorstwa, takimi jak: struktura akcjonariatu, struktura organizacyjna czy też implementowana strategia finansowa. O wieloaspektowości i złożoności opisywanej problematyki badawczej świadczyć mogą wyniki badań empirycznych Braama i in. (2015), Chen i in. (2015), Achleitner i in. (2014), Bartona i Simko (2002) itd.

Aby odpowiedzieć na pytanie, jak układają się relacje między memoriałowym a operacyjnym kształtowaniem wyników finansowych w spółkach giełdowych

notowanych na GPW w Warszawie, wykorzystano metodę regresji wielorakiej z procedurą stopniowego usuwania zmiennych egzogenicznych nieistotnych statystycznie. Postacie analityczne zastosowanych modeli regresyjnych opisujących kształtowanie dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyznaczanych za pomocą modelu Jones (zmienna $DACC_{Jones}$) i modelu Dechow i in. (zmienna $DACC_{Dechow}$) uwzględniały wykorzystanie:

- wyrazu wolnego;
- zagregowanych współczynników całkowitego rzeczowego kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie $REM1$, $REM2$ i $REM3$, kalkulowanych w oparciu o metodologię Roychowdhury’ego;
- zmiennych egzogenicznych stanowiących zbiór zmiennych kontrolnych. Zaliczono do nich: relację rzeczowych aktywów trwałych do sumy bilansowej na koniec roku obrachunkowego (zmienna $TANG$); stosunek wartości niematerialnych i prawnych na koniec roku obrachunkowego do przychodów ze sprzedaży (zmienna INT), stosunek zysków zatrzymanych do sumy bilansowej na koniec okresu (zmienna RET), udział zobowiązań długoterminowych w sumie bilansowej na koniec okresu (zmienna LTL), udział oprocentowanych zobowiązań krótkoterminowych w sumie bilansowej na koniec okresu (zmienna STL) oraz współczynnik rentowności netto aktywów (zmienna ROA).

W generalnym ujęciu, postać opisywanych modeli regresyjnych może zostać sprowadzona do następującego równania:

$$\begin{bmatrix} DACC_{Jones} \\ DACC_{Dechow} \end{bmatrix} = \alpha_0 + \alpha_1 \begin{bmatrix} REM1 \\ REM2 \\ REM3 \end{bmatrix} + \sum_{i=1}^{n=6} ZMIENNE\ KONTROLNE + \varepsilon_t \quad (16)$$

Analizę wyników zrealizowanych badań empirycznych otwiera ocena zależności między zmiennymi uwzględnianymi w modelach regresyjnych, opisana za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona (zob. tab. 12). W przedstawionych relacjach uwzględniono m.in. zależności zachodzące między współczynnikami dyskrecjonalnych korekt memoriałowych a poszczególnymi komponentami tworzącymi zagregowane wskaźniki realnego oddziaływania na wynik finansowy jednostki (tj. zmiennymi abn_CFO , abn_PROD i abn_DISX , przy czym pierwsza i trzecia z wymienionych miar została zgodnie z metodologią przemnożona przez -1). Ocena związków zachodzących między wskaźnikami opisującymi praktyki rachunkowego i rzeczowego kształtowania wyników wykazała występowanie istotnych statystycznie relacji w badanej próbie. Należały do nich związki pomiędzy współczynnikami uznaniowych różnic memoriałowych ($DACC_{Jones}$

i $DACC_{Dechow}$) oraz miarami dyskrejonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych (abn_CFO) i dyskrejonalnych kosztów uznaniowych (abn_PROD). Zrozumienie powyższych relacji wydaje się istotne w późniejszej interpretacji zależności między korektami memoriałowymi a zagregowanymi wskaźnikami *real earnings management*.

Tab. 12. Analiza związków zachodzących między badanymi zmiennymi opisana za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona.

Zmienne	$DACC_{Jones}$	$DACC_{Dechow}$	abn_CFO (*-1)	abn_PROD	abn_DISX (*-1)	ROA	TANG	LTL	STL	INT	RET
$DACC_{Jones}$	1	0,894	0,296	-0,091	-0,022	0,384	-0,022	0,060	-0,037	-0,026	-0,017
$DACC_{Dechow}$	0,894	1	0,272	-0,088	-0,022	0,391	-0,019	0,050	-0,024	-0,023	0,007
abn_CFO (*-1)	0,296	0,272	1	-0,166	-0,091	0,007	-0,016	0,006	0,000	0,000	0,063
abn_PROD	-0,091	-0,088	-0,166	1	0,078	-0,048	0,019	0,019	-0,005	-0,015	0,000
abn_DISX (*-1)	-0,022	-0,022	-0,091	0,078	1	-0,076	0,000	0,026	0,004	-0,047	-0,006
ROA	0,384	0,391	0,007	-0,048	-0,076	1	0,015	0,004	-0,540	-0,077	0,079
TANG	-0,022	-0,019	-0,016	0,019	0,000	0,015	1	0,193	-0,052	0,011	-0,019
LTL	0,060	0,050	0,006	0,019	0,026	0,004	0,193	1	-0,052	0,013	-0,020
STL	-0,037	-0,024	0,000	-0,005	0,004	-0,540	-0,052	-0,052	1	-0,004	-0,036
INT	-0,026	-0,023	0,000	-0,015	-0,047	-0,077	0,011	0,013	-0,004	1	-0,002
RET	-0,017	0,007	0,063	0,000	-0,006	0,079	-0,019	-0,020	-0,036	-0,002	1

Źródło: opracowanie własne.

Z analizy przeprowadzonych badań regresyjnych wynika, że w badanej populacji można mówić o występowaniu dodatnich związków między współczynnikami dyskrejonalnych różnic memoriałowych $DACC_{Jones}$ i $DACC_{Dechow}$ oraz zagregowanym wskaźnikiem całkowitego rzeczowego oddziaływania na wynik finansowy $REM1$ (tab. 13). Ponadto, wartości współczynników dyskrejonalnych różnic memoriałowych szacowanych za pomocą modeli Jones oraz Dechow i in. okazały się być w sposób istotny statystycznie kształtowane przez takie zmienne egzogeniczne jak: współczynnik rentowności netto aktywów ROA, wskaźnik zysków zatrzymanych RET, czy wskaźniki struktury zobowiązań LTL i STL. Nadmienić należy, że testowane modele uwzględniające $REM1$ jako jedną ze zmiennych endogenicznych cechowały się przeciętnym stopniem dopasowania do danych empirycznych (skorygowany R^2 na poziomie odpowiednio: 24% i 24,4%). Na podstawie testu Durбина-Watsona, służącego do oceny występowania korelacji pomiędzy składnikami resztowymi modelu, stwierdzono, iż w omawianych przypadkach autokorelacja reszt (I rzędu) nie występuje. Wartości

współczynników wariacji inflacji (*VIF*) określające, czy między badanymi predyktorami występuje współliniowość, są w obu przypadkach na niskim poziomie, co również należy odczytywać pozytywnie.

Tab. 13. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$, $DACC_{Dechow}$ a zmienną egzogeniczną $REM1$.

Zmienna zależna: DACC _{JONES}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestand.		Współczynniki stand.	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-3,913	<0,001	-	-
REM1	0,425	0,037	0,215	11,443	<0,001	0,992	1,008
TANG	-0,025	0,015	-0,031	-1,622	0,105	0,96	1,041
INT	0,002	0,002	0,016	0,849	0,396	0,992	1,008
RET	0,001	0,001	-0,06	-3,177	0,002	0,99	1,01
LTL	0,082	0,022	0,071	3,692	<0,001	0,959	1,043
STL	0,017	0,002	0,254	11,368	<0,001	0,702	1,425
ROA	0,313	0,013	0,538	23,993	<0,001	0,696	1,437
Krok 2							
(Stała)	-0,019	0,005	-	-3,866	<0,001	-	-
REM1	0,424	0,037	0,215	11,423	<0,001	0,993	1,007
TANG	-0,025	0,015	-0,031	-1,616	0,106	0,96	1,041
RET	0,001	0,001	-0,06	-3,172	0,002	0,99	1,01
LTL	0,082	0,022	0,071	3,701	<0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,002	0,253	11,341	<0,001	0,703	1,422
ROA	0,312	0,013	0,537	24,009	<0,001	0,701	1,426
Krok 3							
(Stała)	-0,024	0,004	-	-5,43	<0,001	-	-
REM1	0,425	0,037	0,215	11,43	<0,001	0,993	1,007
RET	0,001	0,001	-0,059	-3,146	0,002	0,99	1.01
LTL	0,075	0,022	0,065	3,455	<0,001	0,995	1.005
STL	0,017	0,002	0,255	11,414	<0,001	0,705	1.419
ROA	0,312	0,013	0,537	24,017	<0,001	0,701	1.426
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durbina-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,493	0,243	0,241	0,14099	2,027	<0,001	2170
2	0,493	0,243	0,241	0,14098		<0,001	
3	0,492	0,242	0,240	0,14104		<0,001	

Zmienna zależna: DACC _{DECHOW}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestandardyzowane		Współczynniki standaryzowane	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,214	<0,001	-	-
REM1	0,36	0,034	0,197	10,521	<0,001	0,992	1,008
TANG	-0,019	0,014	-0,026	-1,339	0,181	0,96	1,041
INT	0,002	0,002	0,021	1,106	0,269	0,992	1,008
RET	0,001	0,001	-0,036	-1,925	0,054	0,99	1,01
LTL	0,065	0,02	0,061	3,195	0,001	0,959	1,043
STL	0,017	0,001	0,277	12,448	<0,001	0,702	1,425
ROA	0,298	0,012	0,555	24,819	<0,001	0,696	1,437
Krok 2							
(Stała)	-0,019	0,005	-	-4,15	<0,001	-	-
REM1	0,359	0,034	0,197	10,491	<0,001	0,993	1,007
TANG	-0,019	0,014	-0,025	-1,331	0,183	0,96	1,041
RET	0,001	0,001	-0,036	-1,919	0,055	0,99	1,01
LTL	0,065	0,02	0,061	3,206	0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,001	0,276	12,408	<0,001	0,703	1,422
ROA	0,297	0,012	0,553	24,813	<0,001	0,701	1,426
Krok 3							
(Stała)	-0,022	0,004	-	-5,594	<0,001	-	-
REM1	0,359	0,034	0,197	10,498	<0,001	0,993	1,007
RET	0,001	0,001	-0,036	-1,897	0,058	0,99	1,01
LTL	0,06	0,02	0,056	3,007	0,003	0,995	1,005
STL	0,017	0,001	0,277	12,472	<0,001	0,705	1,419
ROA	0,297	0,012	0,553	24,823	<0,001	0,701	1,426
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durbina-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,497	0,247	0,244	0,12994	1,921	<0,001	2170
2	0,496	0,246	0,244	0,12994		<0,001	
3	0,496	0,246	0,244	0,12997		<0,001	

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym etapie procedury badawczej analizowano związki zachodzące między dwoma współczynnikami dyskrecjonalnych różnic memoriałowych a zagregowanym wskaźnikiem operacyjnego kształtowania wyników *REM2*. Dla przypomnienia, konstrukcja wskaźnika *REM2* uwzględnia sumę standaryzowanych dyskrecjonalnych kosztów produkcji *abn_PROD* i standaryzowanych

dyskrecjonalnych kosztów uznaniowych abn_DISX (przemnożonych przez -1) w okresie t . Uzyskane rezultaty badań empirycznych prowadzą do konkluzji, że w ocenie substytucyjności bądź komplementarności zastosowania obu rodzajów kształtowania zysku (straty) netto w przedsiębiorstwie niebagatelną rolę odgrywa przyjęty sposób kalkulacji mierników *real earnings management*. Z danych zaprezentowanych w tab. 14 wynika bowiem, że w testowanej grupie przedsiębiorstw istnieją statystyczne związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$ i $DACC_{Dechow}$ a wskaźnikiem $REM2$, lecz mają one negatywny charakter. Ocena pozostałych parametrów, jak również dobroci dopasowania testowanych modeli do danych empirycznych, jest zbieżna z wynikami wcześniejszych analiz uwzględniających zmienną $REM1$.

Tab. 14. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$, $DACC_{Dechow}$ a zmienną egzogeniczną $REM2$.

Zmienna zależna: DACC _{JONES}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestand.		Współczynniki stand.	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-3,846	<0,001	-	-
REM2	-0,132	0,053	-0,048	-2,472	0,014	0,989	1,012
TANG	-0,026	0,016	-0,032	-1,627	0,104	0,96	1,041
INT	0,001	0,002	0,007	0,364	0,716	0,991	1,009
RET	0,001	0,001	-0,048	-2,464	0,014	0,993	1,007
LTL	0,089	0,023	0,077	3,938	<0,001	0,959	1,042
STL	0,016	0,002	0,242	10,531	<0,001	0,701	1,427
ROA	0,3	0,013	0,516	22,307	<0,001	0,693	1,444
Krok 2							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-3,831	<0,001	-	-
REM2	-0,133	0,053	-0,048	-2,491	0,013	0,99	1,01
TANG	-0,026	0,016	-0,032	-1,625	0,104	0,96	1,041
RET	0,001	0,001	-0,048	-2,463	0,014	0,993	1,007
LTL	0,09	0,023	0,077	3,943	<0,001	0,959	1,042
STL	0,016	0,002	0,242	10,528	<0,001	0,702	1,424
ROA	0,299	0,013	0,515	22,364	<0,001	0,698	1,433
Krok 3							
(Stała)	-0,024	0,004	-	-5,396	<0,001	-	-
REM2	-0,134	0,053	-0,048	-2,505	0,012	0,991	1,01
RET	0,001	0,001	-0,047	-2,436	0,015	0,993	1,007
LTL	0,082	0,022	0,071	3,7	<0,001	0,995	1,005
STL	0,016	0,002	0,243	10,6	<0,001	0,704	1,421
ROA	0,299	0,013	0,515	22,371	<0,001	0,698	1,433

Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durbina-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,446	0,199	0,197	0,14499	2,082	<0,001	2170
2	0,446	0,199	0,197	0,14496		<0,001	
3	0,445	0,198	0,196	0,14502		<0,001	
Zmienna zależna: DACC _{DECHOW}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestandardyzowane		Współczynniki standaryzowane	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,152	<0,001	-	-
REM2	-0,109	0,049	-0,043	-2,232	0,026	0,989	1,012
TANG	-0,02	0,014	-0,026	-1,354	0,176	0,96	1,041
INT	0,001	0,002	0,013	0,656	0,512	0,991	1,009
RET	-0,001	0,001	-0,025	-1,301	0,193	0,993	1,007
LTL	0,072	0,021	0,067	3,441	<0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,001	0,267	11,673	<0,001	0,701	1,427
ROA	0,287	0,012	0,535	23,288	<0,001	0,693	1,444
Krok 2							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,118	<0,001	-	-
REM2	-0,111	0,049	-0,043	-2,263	0,024	0,99	1,01
TANG	-0,02	0,014	-0,026	-1,35	0,177	0,96	1,041
RET	-0,001	0,001	-0,025	-1,299	0,194	0,993	1,007
LTL	0,072	0,021	0,067	3,448	<0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,001	0,266	11,656	<0,001	0,702	1,424
ROA	0,286	0,012	0,534	23,322	<0,001	0,698	1,433
Krok 3							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,16	<0,001	-	-
REM2	-0,111	0,049	-0,044	-2,269	0,023	0,991	1,01
RET	-0,019	0,014	-0,026	-1,328	0,184	0,961	1,041
LTL	0,072	0,021	0,068	3,47	<0,001	0,96	1,042
STL	0,017	0,001	0,266	11,647	<0,001	0,702	1,424
ROA	0,285	0,012	0,532	23,284	<0,001	0,701	1,426
Krok 4							
(Stała)	-0,023	0,004	-	-5,603	<0,001	-	-
REM2	-0,112	0,049	-0,044	-2,28	0,023	0,991	1,01
LTL	0,067	0,020	0,063	3,276	0,001	0,996	1,004
STL	0,017	0,001	0,267	11,709	<0,001	0,704	1,421
ROA	0,285	0,012	0,532	23,294	<0,001	0,701	1,426

ROA	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durбина-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,458	0,21	0,207	0,13307	1,958	<0,001	2170
2	0,458	0,21	0,208	0,13305		<0,001	
3	0,457	0,209	0,207	0,13307		<0,001	
4	0,457	0,209	0,207	0,13309		<0,001	

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione w tab. 15 rezultaty analiz empirycznych dotyczących statystycznego wpływu zagregowanego wskaźnika operacyjnego kształtowania wyniku finansowego *REM3* na wartość uznaniowych różnic memoriałowych *DACC_{Jones}* i *DACC_{Dechow}* potwierdzają fakt występowania pozytywnych związków między opisywanymi zmiennymi. Ponieważ miernik *REM3* obejmuje sumę standaryzowanych dyskrejonalnych operacyjnych przepływów pieniężnych *abn_CFO* i standaryzowanych dyskrejonalnych kosztów uznaniowych *abn_DISX* (obie miary przemnożone przez -1), można domniemywać, że uzyskane dodatnie wyniki zależności między rozpatrywanymi zmiennymi endo- i egzogenicznymi są w głównej mierze efektem bliskich powiązań dyskrejonalnych różnic memoriałowych z ponad normalnymi operacyjnymi przepływami pieniężnymi. Ponadto godny odnotowania jest fakt, iż modele regresyjne uwzględniające w swoich formułach analitycznych zagregowany wskaźnik *REM3* cechowały się najlepszym – w porównaniu do poprzednich – stopniem dopasowania do danych empirycznych.

Tab. 15. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi *DACC_{Jones}*, *DACC_{Dechow}* a zmienną egzogeniczną *REM3*.

Zmienna zależna: DACC _{JONES}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestand.		Współczynniki stand.	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,085	<0,001	-	-
REM3	0,645	0,041	0,288	15,711	<0,001	0,995	1,005
TANG	-0,022	0,015	-0,027	-1,467	0,142	0,96	1,041
INT	0,002	0,002	0,015	0,842	0,400	0,992	1,008
RET	0,001	0,001	-0,065	-3,541	<0,001	0,99	1,011
LTL	0,081	0,022	0,07	3,777	<0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,001	0,25	11,486	<0,001	0,702	1,424
ROA	0,309	0,013	0,533	24,379	<0,001	0,698	1,432

Krok 2							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,038	<0,001	-	-
REM3	0,644	0,041	0,287	15,698	<0,001	0,995	1,005
TANG	-0,022	0,015	-0,027	-1,461	0,144	0,96	1,041
RET	0,001	0,001	-0,065	-3,537	<0,001	0,99	1,011
LTL	0,082	0,022	0,071	3,785	<0,001	0,96	1,042
STL	0,017	0,001	0,249	11,46	<0,001	0,704	1,42
ROA	0,308	0,013	0,531	24,395	<0,001	0,703	1,422
Krok 3							
(Stała)	-0,023	0,004	-	-5,54	<0,001	-	-
REM3	0,645	0,041	0,288	15,722	<0,001	0,995	1,005
RET	0,001	0,001	-0,064	-3,514	<0,001	0,99	1,01
LTL	0,076	0,021	0,065	3,571	<0,001	0,996	1,004
STL	0,017	0,001	0,251	11,527	<0,001	0,705	1,418
ROA	0,309	0,013	0,531	24,405	<0,001	0,703	1,422
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durbina-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,529	0,279	0,277	0,1375	1,994	<0,001	2170
2	0,528	0,279	0,277	0,1375		<0,001	
3	0,528	0,278	0,277	0,1375		<0,001	
Zmienna zależna: DACC _{DECHOW}							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestandardyzowane		Współczynniki standaryzowane	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,372	<0,001	-	-
REM3	0,548	0,038	0,265	14,434	<0,001	0,995	1,005
TANG	-0,016	0,014	-0,022	-1,188	0,235	0,96	1,041
INT	0,002	0,002	0,02	1,104	0,270	0,992	1,008
RET	0,001	0,001	-0,041	-2,229	0,026	0,99	1,011
LTL	0,065	0,02	0,061	3,256	0,001	0,959	1,042
STL	0,017	0,001	0,274	12,562	<0,001	0,702	1,424
ROA	0,295	0,012	0,55	25,157	<0,001	0,698	1,432
Krok 2							
(Stała)	-0,02	0,005	-	-4,308	<0,001	-	-
REM3	0,547	0,038	0,264	14,413	<0,001	0,995	1,005
TANG	-0,016	0,014	-0,022	-1,18	0,238	0,96	1,041
RET	0,001	0,001	-0,041	-2,224	0,026	0,99	1,011
LTL	0,065	0,02	0,061	3,266	0,001	0,96	1,042
STL	0,017	0,001	0,273	12,523	<0,001	0,704	1,42
ROA	0,294	0,012	0,548	25,151	<0,001	0,703	1,422

Krok 3							
(Stała)	-0,022	0,004	-	-5,688	<0,001	-	-
REM3	0,548	0,038	0,264	14,434	<0,001	0,995	1,005
RET	0,001	0,001	-0,041	-2,206	0,028	0,99	1,01
LTL	0,061	0,02	0,057	3,098	0,002	0,996	1,004
STL	0,017	0,001	0,274	12,582	<0,001	0,705	1,418
ROA	0,294	0,012	0,548	25,162	<0,001	0,703	1,422
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durбина-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,527	0,278	0,275	0,1272	1,919	<0,001	2170
2	0,527	0,277	0,275	0,1272		<0,001	
3	0,526	0,277	0,275	0,1272		<0,001	

Źródło: opracowanie własne.

Należy zasygnalizować, że ze względu na potencjalną endogeniczność między rachunkowym a realnym kształtowaniem wyników, istnieje możliwość, że wyniki analiz mogą być częściowo obarczone błędem wynikającym z obciążenia estymatora, co może wpływać na precyzję oszacowań i interpretację zależności przyczynowo-skutkowych między omawianymi zmiennymi. Wspomniana endogeniczność może wynikać z jednoczesnego podejmowania decyzji dotyczących obu strategii kształtowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie. Jak wskazują Cohen i Zarowin (2010) oraz Zang (2012), menedżerowie mogą traktować memoriałowe i transakcyjne kształtowanie wyników jako strategie substytucyjne lub komplementarne, w zależności od kosztów ich stosowania, presji wynikowej oraz ograniczeń regulacyjnych. Może to prowadzić do problemu odwróconej przyczynowości, w którym realne oddziaływanie na wynik finansowy wpływa na późniejsze decyzje dotyczące rachunkowych praktyk oddziaływania na wynik lub odwrotnie. Jednakże skala tego ewentualnego wpływu wymagałaby dalszych badań empirycznych.

3.3. Lepkość kosztów jako determinanta kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych

Choć zjawisko nieproporcjonalnego dostosowywania się poziomu kosztów ogólnoprodukcyjnych oraz administracyjno-gospodarczych do zmian sprzedaży nie stanowi bezpośredniego obszaru odniesienia w rozważaniach dotyczących jakości raportowanych wyników, w ostatnich latach notuje się wzrost zainteresowania wskazaną problematyką badawczą. Zauważa się jednocześnie fakt występowania luki poznawczej w analizach dotyczących potencjalnych związków *earnings management* z tzw. lepkością kosztów. Koncepcja lepkości kosztów (ang. *cost stickiness*) wywodzi się z założeń rachunkowości zarządczej i opisuje asymetryczne kształtowanie się przychodów i kosztów w przedsiębiorstwie. Uszczegóławiając, lepkość kosztów odnosi się do sytuacji, w której koszty spadają mniej wraz ze spadkiem sprzedaży aniżeli rosną wraz z równoważnym wzrostem sprzedaży (Nasev, 2009, s. 49). W tradycyjnym ujęciu, wzrost wybranych kosztów (np. kosztów zarządu i kosztów sprzedaży) w przypadku spadku generowanych przychodów ze sprzedaży był oznaką nieefektywności jednostki gospodarczej. Obecnie utrzymuje się, że jeśli menedżerowie spodziewają się, że spadek sprzedaży jest tymczasowy, mogą decydować się na poniesienie dodatkowych kosztów nadmiaru zasobów (ang. *excess resources*) w celu uniknięcia wydatków związanych z dostosowaniem się przedsiębiorstwa do nowych warunków prowadzenia działalności gospodarczej (w związku ze zmniejszeniem popytu na oferowane dobra i usługi) lub ich ponownym odtwarzaniem do przywrócenia pierwotnego poziomu popytu (Anderson i in., 2003, s. 49-50). Kierownictwo, stojąc w obliczu bieżącego spadku sprzedaży, ma wybór, czy zredukować zasoby, czy też utrzymywać ich niewykorzystany poziom. Jeśli spodziewa się, że poziom sprzedaży wzrośnie wystarczająco szybko, może zdecydować się na realizację drugiej ze wspomnianych opcji. Ponieważ przyszła sprzedaż jest niepewna, menedżer domyślnie podejmuje ryzyko biznesowe. Posiada on większy zakres informacji o przyszłych perspektywach swojej firmy niż zewnętrzni inwestorzy, lecz zgodnie z założeniami teorii agencji, nie zdecyduje się wprost przekazać ich outsiderom. W tym przypadku lepkość kosztów może być traktowana jako jeden z sygnałów przekazywanych na rynek dotyczących prognoz przyszłych wyników przedsiębiorstwa. Nasev (2009), prezentując spojrzenie *ex ante*, rozróżnia efektywne i nieefektywne firmy pod względem lepkości kosztów. W przypadku pierwszych z wymienionych, lepkość kosztów prawdopodobnie będzie miała pozytywny wpływ na przyszłe zyski, ponieważ oczekuje się, że sprzedaż w kolejnych okresach wzrośnie. W przypadku

drugich, lepkość kosztów będzie negatywnie oddziaływać na przyszłe wyniki, ponieważ oczekuje się, że sprzedaż będzie trwale spadać. Należy nadmienić, że w jednym i drugim przypadku (tj. w odniesieniu do firm efektywnych i nieefektywnych), lepkość kosztów ma negatywny wpływ na bieżące wyniki przedsiębiorstwa, bowiem spadek sprzedaży w okresie nie jest rekompensowany przez równoważny spadek kosztów.

W literaturze przedmiotu spotkać można zróżnicowane opracowania poruszające problematykę wpływu lepkości kosztów na raportowane wyniki finansowe spółek publicznych. Przykładowo, Banker i Chen (2006) sugerują, że lepkość kosztów odgrywa ważną rolę w przewidywaniu przyszłych zysków przedsiębiorstwa. Weiss (2010) wykazał, że bardziej lepkie struktury kosztów zmniejszają precyzję prognoz analityków. Anderson i in. (2007) udowodnili, że lepkość kosztów może prowadzić do dodatniego, anormalnego zwrotu z akcji spółek giełdowych. Do podobnych konkluzji doszli Banker i in. (2014) sugerując, że asymetryczne zachowanie kosztowe ma tendencję do zwiększania długoterminowego zwrotu. Wreszcie Ciftci i in. (2016) udokumentowali, że rosnąca świadomość analityków na temat lepkości kosztów poprawia jakość prognoz finansowych przez nich sporządzanych.

W niniejszym podrozdziale sprawdzono, czy lepkość kosztów wpływa na zakres rachunkowego kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie. Aby odpowiedzieć na tak postawione pytanie badawcze wykorzystano model Andersona i in. (2003), opierający się na liniowej relacji między zmianą logarytmu naturalnego kosztów a jednoczesną zmianą logarytmu naturalnego przychodów ze sprzedaży. Zdaniem wspomnianych autorów, stopień lepkości kosztów ilustruje zmianę kosztów w odpowiedzi na spadek sprzedaży. Dlatego też, gdy przedsiębiorstwo wdraża strategię lepkości kosztów (anty-lepkości), oczekuje się ujemnego (dodatniego) współczynnika (α_2). Większa wartość parametru α_2 oznacza jednocześnie niższy stopień lepkości kosztów. Podobnie jak u Weiss (2010), przeprowadzone analizy zostały zrealizowane na poziomie poszczególnych przedsiębiorstw, zaś w obliczeniach uwzględniono zarówno kategorię kosztów zarządu i sprzedaży (określane dalej *SG&A*), jak i koszty własne sprzedaży (*COGS*). Postacie wykorzystywanych modeli przedstawiono poniżej:

$$\begin{bmatrix} \Delta \ln SG\&A_t \\ \Delta \ln COGS_t \end{bmatrix} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln REV_t + \alpha_2 DEC_t \times \Delta \ln REV_t + \varepsilon_t \quad (17)$$

oraz

$$STICKY = \alpha_2 \quad (18)$$

Gdzie:

$SG\&A_t$ – koszty zarządu i koszty sprzedaży w roku t ;

$COGS_t$ – koszt własny sprzedaży w roku t ;

DEC_t – zmienna zerojedynkowa (równa 1, gdy $\Delta \ln REV_t < 0$ lub 0 – w przeciwnym razie);

$STICKY$ – wskaźnik lepkości kosztów w przedsiębiorstwie;

pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

W celu diagnostycznego zobrazowania relacji zachodzących między skalą memoriałowego kształtowania wyniku netto a lepkością kosztów w przedsiębiorstwie, jednostki gospodarcze zakwalifikowane do badań zostały podzielone na podpopulacje wyodrębniane na podstawie symetryczności (asymetryczności) kształtowania poziomu przychodów i kosztów w okresie 2014-2023. Następnie, za pomocą testu U Manna-Whitney'a dla prób niezależnych, zbadano, czy absolutne wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ mają znamienne wyższe wartości w grupie spółek wdrażających strategię lepkości kosztów w stosunku do pozostałych.

Z rezultatów przeprowadzonych analiz empirycznych wynika, że z perspektywy kosztów zarządu i kosztów sprzedaży (zmienna $SG\&A$) spektrum rachunkowego kształtowania wyników w spółkach publicznych nie jest statystycznie zależne od kierunku zarządzania kosztami w momencie wystąpienia fluktuacji generowanych przychodów ze sprzedaży (tab. 16). Brak podstaw do odrzucenia hipotez zerowych H_0 o podobieństwie rozkładu testowanych zmiennych w wyselekcjonowanych subpopulacjach odnotowano względem obu testowanych współczynników obrazujących skalę intencjonalnego oddziaływania na wynik finansowy netto (tj. $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$). Potwierdzeniem powyższych spostrzeżeń są także wnioski płynące z obserwacji statystyk rozkładu zmiennych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ według wartości współczynników $STICKY_{SG\&A}$ podzielonych na części dziesiątne (gdzie: 1 decyl – najniższe wartości współczynnika $STICKY_{SG\&A}$, natomiast 10 decyl – najwyższe wartości współczynnika $STICKY_{SG\&A}$) (tab. 17). Dysproporcje w zakresie kształtowania średnich i środkowych absolutnych wartości uznaniowych różnic memoriałowych zanotowano wyłącznie w odniesieniu do dwóch grup, tj. spółek zaklasyfikowanych do decyli 8 i 9.

Tab. 16. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających strategię lepkości (antylepkości) kosztów zarządu i kosztów sprzedaży.

Miernik jakości wyniku finansowego	Strategia lepkości kosztów SG&A	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
$ DACC_{Jones} $	lepkość	1090,22	582241,0	1232611,0	-0,333	0,739
	antylepkość	1081,24				
$ DACC_{Dechow} $	lepkość	1098,05	574169,0	1224539,0	-0,887	0,375
	antylepkość	1074,16				

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 17. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników $STICKY_{SG\&A}$ podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika lepkości kosztów $STICKY_{SG\&A}$									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$ DACC_{Jones} $	średnia	0,055	0,076	0,062	0,083	0,079	0,063	0,071	0,119	0,115	0,068
	mediana	0,037	0,056	0,045	0,054	0,044	0,044	0,040	0,047	0,065	0,065
	wariancja	0,004	0,005	0,003	0,009	0,018	0,005	0,011	0,113	0,022	0,042
	odchylenie stand.	0,066	0,068	0,055	0,095	0,095	0,068	0,104	0,336	0,147	0,084
$ DACC_{Dechow} $	średnia	0,050	0,068	0,056	0,076	0,066	0,054	0,064	0,112	0,109	0,058
	mediana	0,036	0,048	0,049	0,049	0,035	0,032	0,035	0,039	0,058	0,037
	wariancja	0,003	0,004	0,007	0,007	0,017	0,004	0,008	0,094	0,023	0,006
	odchylenie stand.	0,056	0,066	0,084	0,084	0,131	0,061	0,092	0,307	0,152	0,074

Źródło: opracowanie własne.

W zupełnie odmienny sposób przedstawiają się rezultaty analiz odnoszących się do powiązań zakresu kształtowania wyników typu rachunkowego ze strategiami zarządzania kosztami własnymi sprzedanych produktów, towarów i materiałów (COGS) w momencie zmian generowanych przychodów. Zarówno względem dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyodrębnianych za pomocą modelu Jones, jak i korekt memoriałowych ustalanych przy użyciu metodologii Dechow i in. udokumentowano podstawy do odrzucenia hipotez zerowych H_0 , orzekających o równości średniego poziomu współczynników $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w populacjach wdrażających strategię lepkości lub antylepkości kosztów własnych sprzedaży (tab. 18). Przedstawione w tab. 18 wyniki analizy deskryptywnej kształtowania zmiennych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w zależności od stopnia lepkości (antylepkości) kosztów własnych sprzedaży wyraźnie wskazują, że skala kształtowania wyniku finansowego wzrasta wraz z obniżaniem się poziomu lepkości tychże kosztów.

Tab. 18. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających strategię lepkości (antylepkości) kosztów własnych sprzedaży.

Miernik jakości wyniku finansowego	Strategia lepkości kosztów COGS	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
$ DACC_{Jones} $	lepkość	1032,80	647101,0	1167811,0	4,160	<0,001
	antylepkość	1144,91				
$ DACC_{Dechow} $	lepkość	1031,72	648345,0	1169055,0	4,245	<0,001
	antylepkość	1046,13				

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 19. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników $STICKY_{COGS}$ podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika lepkości kosztów $STICKY_{COGS}$									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$DACC_{Jones}$	średnia	0,062	0,066	0,068	0,060	0,051	0,074	0,099	0,069	0,136	0,096
	mediana	0,041	0,047	0,045	0,039	0,038	0,054	0,065	0,046	0,053	0,051
	wariancja	0,005	0,004	0,006	0,004	0,005	0,007	0,021	0,006	0,119	0,017
	odchylenie stand.	0,071	0,064	0,079	0,064	0,068	0,084	0,144	0,077	0,345	0,132
$DACC_{Dechow}$	średnia	0,057	0,061	0,058	0,053	0,049	0,070	0,088	0,058	0,127	0,092
	mediana	0,040	0,040	0,039	0,029	0,036	0,051	0,049	0,035	0,041	0,042
	wariancja	0,004	0,004	0,004	0,004	0,003	0,007	0,019	0,005	0,097	0,021
	odchylenie stand.	0,064	0,061	0,062	0,063	0,056	0,082	0,137	0,071	0,312	0,145

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki badań empirycznych względem polskiego rynku kapitałowego okazały się być zbieżne ze spostrzeżeniami Sayraniego i in. (2018), którzy wykazali istotną lepkość kosztów w próbie irańskich firm niewdrażających praktyk kształtowania wyniku finansowego, w porównaniu z innymi podmiotami stosującymi takie praktyki. Badacze ci udowodnili, że menedżerowie spółek publicznych kontrolowali koszty poprzez redukcję ogólnych wydatków; dobry ład korporacyjny przyczyniał się do zmniejszenia lepkości kosztów, choć jego wpływ nie był tak silny jak kształtowanie wyników typu memoriałowego. Podobne spostrzeżenia przedstawili Fajariwati i in. (2021), którzy analizowali wpływ kształtowania zysku (straty) na poziom lepkości kosztów w sektorze dóbr konsumpcyjnych w Indonezji. Wnioski płynące z badań wspomnianych autorów ujawniły, że praktyki *earnings management* mogą przyczyniać się do zmniejszania poziomu lepkości kosztów poprzez stosowanie działań mających na celu zwiększenie raportowanych zysków.

3.4. Dyskrecjonalne różnice memoriałowe a konserwatyzm rachunkowy

Zasada konserwatyizmu rachunkowego, określana również mianem zasady ostrożnej wyceny lub zasadą ostrożności kupieckiej, wiąże się głównie ze stosowanymi metodami wyceny aktywów i pasywów oraz wyniku finansowego jednostki. Jej ogólne przesłanie może być sprowadzone do sentencji; *nie przewiduj (niepewnych) zysków, lecz spodziewaj się wszystkich (niepewnych) strat* (Gökmen, 2013, s. 3). Konserwatyzm rachunkowy stanowi przedmiot zainteresowania praktyków i teoretyków rachunkowości i finansów przedsiębiorstw od stuleci. Za prekursora zasady konserwatyizmu w życiu gospodarczym można uznać Jacquesa Savary'ego, który, w wydany w 1675 r. komentarzu do prawa handlowego, odnosił się do wyceny towarów w następujący sposób: *przy tym trzeba się strzec, aby ich wyżej nie oceniać niż są warte, bo to znaczyłoby, że czyni się bogatym na papierze. Należy raczej je tak oceniać, aby przy sprzedaży w przyszłości wydobyć zysk w inwentarzu roku następnego* (Kociołek, 2019, s. 19). Jak zauważyli Gos i Hońko (2015), konieczność zachowania zasady ostrożności wynikała nie tylko z ówczesnych norm prawnych, ale także z respektowania przyjętych zwyczajów kupieckich.

Oczywiście interpretacja zasady konserwatyizmu ewoluowała wraz ze zmieniającymi się potrzebami informacyjnymi użytkowników sprawozdań finansowych i systemu rachunkowości jako całości. Obecnie przyjmuje się, że konserwatyzm może być odmiennie definiowany zarówno przez twórców poszczególnych standardów rachunkowości i unormowań prawnych regulujących systemy rachunkowości w danych krajach, jak i różnie postrzegany w wybranych teoriach rachunkowości i finansów. Na gruncie prawa polskiego założenia zasady ostrożności zostały przedstawione m.in. w art. 7 ust. 1 UoR, który orzeka, że *poszczególne składniki aktywów i pasywów wycenia się stosując rzeczywiście poniesione na ich nabycie (wytworzenie) ceny (koszty) z zachowaniem zasady ostrożności...* (przy czym potencjalne odstępstwa od jej stosowania zostały bliżej scharakteryzowane m.in. w art. 28 ust. 1, art. 33 ust. 4, art. 35, art. 37 ust. 4 UoR). Z kolei zgodnie z *Założeniami koncepcyjnymi sprawozdawczości finansowej...* (Conceptual Framework..., 2018, s. 6) zasada ostrożności wspiera neutralność informacji sprawozdawczych, zaś jej rdzeń dotyczy ostrożności przy wydawaniu osądów w warunkach niepewności: ostrożność nie powinna pozwalać na zawyżanie lub zaniżanie aktywów, zobowiązań, dochodów lub wydatków. Nadmienić należy przy tym, że w samych MSR/MSSF odnaleźć można liczne

szczegółowe zalecenia dotyczące zastosowania konserwatyizmu rachunkowego w kontekście wybranych sytuacji i zdarzeń gospodarczych.

Doszukując się efektów implementacji zasady ostrożności w praktyce gospodarczej Givoly i in. (2007) zakładają, że głównym skutkiem konserwatywnych metod księgowych jest zaniżanie aktywów netto w przedsiębiorstwie. Konwencja kosztów historycznych w połączeniu z podejściem rachunkowym opartym na transakcjach oraz założeniami kontynuacji działalności jednostki gospodarczej to zdaniem autorów przykłady tych zasad sprawozdawczości, które powodują niedoszacowanie aktywów netto, i na które zarząd nie ma realnego wpływu. Natomiast stosowana (w założeniu „pesymistyczna”) bilansowa wycena aktywów oraz rozpoznawanie strat w bardziej terminowy sposób aniżeli zysków to takie obszary konserwatyizmu rachunkowego, na które kierownictwo może wpływać, kształtując w ten sposób ostateczny poziom konserwatyizmu, który jest stosowany podczas przygotowywania sprawozdania finansowego. W literaturze przedmiotu podkreśla się również możliwy podział konserwatyizmu rachunkowego na warunkowy (ang. *conditional conservatism*) i bezwarunkowy (ang. *unconditional conservatism*). Ten pierwszy, określany również mianem *ex post*, przejawia się m.in. w zmniejszaniu wartości księgowej aktywów netto w niekorzystnych okolicznościach, ale niezwiększaniu ich wartości w sprzyjających warunkach, asymetrycznym (szybszym) ujmowaniem w systemie rachunkowości skutków niekorzystnych informacji aniżeli wiadomości korzystnych czy też wymogiem wyższego poziomu weryfikacji w uznawaniu dobrych wiadomości za korzyści ekonomiczne w porównaniu z uznawaniem złych wiadomości za straty (Basu, 1997, s. 7). Natomiast konserwatyizm bezwarunkowy dotyczy wyceny aktywów netto poniżej oczekiwanej wartości rynkowej przy początkowym ich rozpoznaniu (co może mieć swoje odzwierciedlenie m.in. w ustalaniu stawek amortyzacyjnych majątku trwałego czy braku możliwości kapitalizowania kosztów badań własnych w projektach rozwojowych) (Beaver, Ryan, 2005, s. 269).

Pomiar stopnia wdrażania konserwatyizmu rachunkowego w przedsiębiorstwie może być przeprowadzany na różne sposoby. W generalnym ujęciu wyróżnia się co najmniej pięć obszarów analitycznych, które mogą być pomocne w ocenie zakresu implementacji zasady ostrożnościowej w jednostkach gospodarczych. W ten sposób konserwatyizm rachunkowy może być szacowany na podstawie:

- asymetrii w szybkości rozpoznawania zdarzeń korzystnych i niekorzystnych, gdzie „dobre” i „złe” wiadomości są zastępowane współczynnikami rocznych zwrotów z akcji, zaś wynik finansowy staje się zmienną endogeniczną w modelu regresyjnym. Przewiduje się wyższy związek między

- zyskami a zwrotami z akcji w momencie, gdy zwroty są ujemne (złe wieści) niż dodatnie (dobre wieści) (Basu, 1997);
- wartości wskaźników BTM (wartość księgowa/wartość rynkowa), w obrębie których ustala się dwa komponenty – błędy (ang. *bias*) i opóźnienia (ang. *lags*) implikujące zdolności BTM do szacowania zwrotów z kapitału własnego (Beaver, Ryan, 2000);
 - zależności między różnicami memoriałowymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi – w tym ujęciu definicja konserwatyzmu sprowadza się do wyboru zasad rachunkowości, które skutkują wolniejszym rozpoznawaniem przychodów (i zysków), szybszym rozpoznawaniem wydatków (i strat), niedoszacowaniem aktywów i zawyżeniem zobowiązań. W momencie, gdy w sprawozdaniach finansowych firmy przez długi okres występują ujemne różnice memoriałowe, to firma może być uznawana za konserwatywną rachunkowo. Ponadto tempo zmian ujemnych różnic memoriałowych wskazuje na modyfikację stopnia konserwatyzmu (Givoly, Hayn, 2000);
 - wielkości „ukrytych rezerw”, obejmujących: rezerwy zapasów związanych z zastosowaniem metody LIFO w przedsiębiorstwie, rezerwy na badania i rozwój (równe wartości amortyzowanych aktywów na badania i rozwój, które znajdowałyby się w bilansie, gdyby badania i rozwój nie były zaliczane do kosztów) i rezerwy na reklamę (równe aktywom marki wytworzonym dzięki wydatkom na promocję). Rezerwy te są następnie odnoszone do wartości aktywów obrotowych netto podmiotu gospodarczego (Penman, Zhang, 2002);
 - asymetryczności korelacji między całkowitymi różnicami memoriałowymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi. Przyjmuje się założenie, że asymetryczna relacja między przepływami pieniężnymi a korektami zysku netto powstaje, ponieważ straty ekonomiczne są rozpoznawane w bardziej terminowy sposób niż zyski ekonomiczne (Ball, Shivakumar, 2005).

W monografii za punkt odniesienia w pomiarze konserwatyzmu rachunkowego przyjęto zarówno związki zachodzące między zyskiem netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi, jak i asymetryczność relacji występującą między całkowitymi korektami memoriałowymi i generowanymi przepływami pieniężnymi. W pierwszym przypadku posłużono się następującym wskaźnikiem:

$$CONS1 = \frac{EAT_t - CFO_t + DEP_t}{TA_t} \times (-1) \quad (19)$$

Gdzie:

CONS1 – wskaźnik konserwatyzmu rachunkowego opierający się na relacji między wynikiem finansowym netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi;

pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Przyjęto, że dodatnie wartości wskaźnika *CONS1* świadczą o występowaniu konserwatyizmu rachunkowego w jednostce. Obliczone wartości *CONS1* zostały uśrednione dla całego horyzontu odniesienia 2014-2023, zaś przesłanką skłaniającą ku takiemu rozwiązaniu było z jednej strony dążenie do złagodzenia potencjalnych dużych poziomów korekt zysku netto raportowanych w pojedynczych latach obrachunkowych, zaś z drugiej – przeświadczenie, iż różnice memoriałowe mają tendencję do odwracania się w jednym lub dwóch następujących po sobie okresach (Richardson i in., 2005).

W drugim przypadku do oceny stopnia wdrażania konserwatyizmu rachunkowego wykorzystano model regresyjny Balla i Shivakumara (2005), w którym konserwatyzm wyznaczany jest na podstawie wartości parametru α_4 (im większa będzie jego wartość, tym większa jest tendencja przedsiębiorstwa do szybszego uwzględniania złych wiadomości o wyniku finansowym, aniżeli dobrych):

$$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{NCF O_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{NCF O_t}{TA_{t-1}} \right) \times \left(\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (20)$$

oraz

$$CONS2 = \alpha_4 \quad (21)$$

Gdzie:

$NCF O_t$ – zmienna zerojedynkowa (równa 1 – gdy operacyjne przepływy pieniężne w roku t przybrały wartości ujemne i 0 – w pozostałych przypadkach);

CONS2 – wskaźnik konserwatyizmu rachunkowego opierający się asymetryczności relacji między całkowitymi różnicami memoriałowymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi; pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Analiza relacji zachodzących między zakresem rachunkowego kształtowania wyniku finansowego a stopniem konserwatyizmu rachunkowego ocenianym za pomocą wskaźnika *CONS1* pozwala na zaskakujące stwierdzenie, że te spółki publiczne notowane na GPW w Warszawie, które wdrażały zasadę ostrożności, cechowały się statystycznie większym spektrum implementowanych praktyk memoriałowego kształtowania wyniku netto aniżeli podmioty nierealizujące założeń konserwatyizmu warunkowego (tab. 20). Zarówno w stosunku do zmiennej $|DACC_{Jones}|$, jak i $|DACC_{Dechow}|$ poczynione badania, przy wykorzystaniu testów U Manna-Whitney’a, wykazały podstawy do odrzucenia hipotez zerowych H_0 o równości rozkładu absolutnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych w obrębie porównywanych podpopulacji.

Tab. 20. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających (niewdrażających) zasady konserwatyizmu rachunkowego estymowanego w oparciu o wskaźnik *CONS1*.

Miernik jakości wyniku finansowego	Konserwatyzm rachunkowy	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
<i>DACC_{Jones}</i>	nie	1053,55	609554,0	1033214,0	2,396	0,017
	tak	1116,82				
<i>DACC_{Dechow}</i>	nie	1040,49	625689,0	1049349,0	3,514	<0,001
	tak	1134,43				

Źródło: opracowanie własne.

Interesujące wnioski płyną również z analizy rezultatów przedstawiających statystyczny rozkład zmiennych |*DACC_{Jones}*| i |*DACC_{Dechow}*| w portfolio obserwacji ujętych według wartości współczynników *CONS1* podzielonych na części dziesiętne (gdzie: 1 decyl – najniższe wartości współczynnika *CONS1*, natomiast 10 decyl – najwyższe wartości współczynnika *CONS1*) (tab. 21). Z danych zawartych w tab. 21 wynika, że najniższymi średnimi i środkowymi wartościami |*DACC_{Jones}*| i |*DACC_{Dechow}*| charakteryzują się te spółki, dla których różnice między raportowanymi poziomami wyniku netto i operacyjnych przepływów pieniężnych w dziesięcioletnim horyzoncie były najmniejsze (decyle 4-7). Natomiast wraz ze wzrostem dysproporcji między wartościami wykazywanego zysku (straty) netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi (bez względu na to, która z wymienionych kategorii będzie większa), jakość wyników przedstawionych w sprawozdaniach finansowych się pogarsza.

Tab. 21. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników *CONS1* podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika konserwatyizmu <i>CONS1</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>DACC_{Jones}</i>	średnia	0,082	0,076	0,069	0,059	0,060	0,065	0,062	0,079	0,069	0,151
	mediana	0,047	0,050	0,048	0,041	0,039	0,037	0,042	0,052	0,049	0,060
	wariancja	0,020	0,008	0,007	0,004	0,005	0,005	0,004	0,008	0,005	0,124
	odchylenie stand.	0,143	0,087	0,081	0,059	0,073	0,074	0,060	0,088	0,070	0,352
<i>DACC_{Dechow}</i>	średnia	0,064	0,069	0,059	0,050	0,054	0,059	0,053	0,075	0,068	0,150
	mediana	0,035	0,045	0,041	0,032	0,041	0,033	0,036	0,041	0,047	0,066
	wariancja	0,018	0,007	0,004	0,002	0,004	0,005	0,003	0,009	0,005	0,105
	odchylenie stand.	0,133	0,085	0,062	0,049	0,059	0,072	0,054	0,095	0,069	0,325

Źródło: opracowanie własne.

Odmienne konkluzje płyną z oceny powiązań zakresu rachunkowego kształtowania wyniku finansowego ze stopniem implementowanego konserwatyzmu rachunkowego szacowanego na podstawie asymetryczności relacji między całkowitymi różnicami memoriałowymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi w przedsiębiorstwach publicznych (CONS2). Po pierwsze – względem $|DACC_{Dechow}|$ – nie wykazano podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej H_0 o równościach rozkładu testowanej zmiennej między porównywanymi grupami (tj. spółkami wdrażającymi i niewdrażającymi zasad konserwatyzmu). Po drugie, w odniesieniu do $|DACC_{Jones}|$, założenie, że opisywana zmienna ma znamienne statystycznie wyższą wartość w podpopulacji uwzględniającej podmioty implementujące zasady konserwatyzmu, może być uznane za spełnione wyłącznie na poziomie tendencji statystycznej (tab. 22).

Tab. 22. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających (niewdrażających) zasady konserwatyzmu rachunkowego estymowanego w oparciu o wskaźnik CONS2.

Miernik jakości wyniku finansowego	Konserwatyzm rachunkowy	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
$ DACC_{Jones} $	nie	1061,87	567190,5	879635,5	1,865	0,062
	tak	1112,81				
$ DACC_{Dechow} $	nie	1071,94	552882,5	865327,5	0,840	0,401
	tak	1095,39				

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 23 zaprezentowano statystyki deskryptywne kształtowania absolutnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyodrębnianych za pomocą modelu Jones oraz modelu Dechow i in. w zależności od stopnia konserwatyzmu opisywanego miernikiem CONS2. O ile w przypadku zmiennej $|DACC_{Jones}|$ ponownie można mówić o wyraźnym zróżnicowaniu bezwzględnych wartości korekt uznaniowych w obrębie skrajnych i środkowych decyli CONS2 (zwłaszcza median), o tyle w przypadku zmiennej $|DACC_{Dechow}|$ tendencja ta zostaje nieco zachwiana ze względu na niskie absolutne wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych obliczone dla obserwacji z górnych decyli 9-10.

Tab. 23. Statystyki rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników *CONS2* podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika konserwatyzmu <i>CONS2</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DACC _{Jones}	średnia	0,114	0,106	0,088	0,064	0,049	0,041	0,070	0,097	0,066	0,080
	mediana	0,060	0,062	0,059	0,049	0,026	0,028	0,047	0,049	0,045	0,053
	wariancja	0,024	0,023	0,010	0,004	0,004	0,002	0,005	0,036	0,005	0,009
	odchylenie stand.	0,154	0,151	0,102	0,064	0,063	0,045	0,068	0,190	0,070	0,095
DACC _{Dechow}	średnia	0,103	0,094	0,081	0,056	0,045	0,038	0,069	0,093	0,057	0,066
	mediana	0,050	0,051	0,048	0,041	0,024	0,024	0,046	0,050	0,038	0,040
	wariancja	0,023	0,022	0,011	0,003	0,003	0,002	0,005	0,047	0,004	0,006
	odchylenie stand.	0,152	0,149	0,106	0,051	0,059	0,042	0,070	0,216	0,061	0,080

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione wyniki badań własnych nad związkami między konserwatyzmem rachunkowym a kształtowaniem wyniku finansowego typu rachunkowego różnią się od rezultatów analiz empirycznych innych autorów, którzy w większości wykazywali negatywne związki korelacyjne między analizowanymi zmiennymi. Zadeh i in. (2022) przedstawili dowody, że konserwatywne praktyki rachunkowe mogą wzbudzać sceptycyzm wśród odbiorców sprawozdań finansowych, co może prowadzić do postrzegania ich jako dążenia do manipulacji wynikami. Ponadto udokumentowali oni, że relacja między rachunkowym kształtowaniem wyników a warunkowym konserwatyzmem może być determinowana niezależnością rady nadzorczej oraz strukturą własności dużych akcjonariuszy. Hartam i Kresnawati (2022) potwierdzili negatywną zależność między rachunkowym konserwatyzmem a praktykami kształtowania wyników typu memoriałowego w Indonezji. Wykazali oni dodatkowo, że cykl życia przedsiębiorstwa moderuje relację między jakością wyników finansowych a rachunkowym konserwatyzmem, co wskazuje, że im bardziej zaawansowany jest cykl życia firmy, tym silniejszy jest wpływ konserwatyzmu na kształtowanie wyników. Haque i in. (2019) przeanalizowali wpływ rachunkowego konserwatyzmu na *earnings management* w warunkach niepewności. Stwierdzili, że w okresach niepewności firmy częściej angażują się w praktyki kształtowania wyników, jednak konserwatyzm rachunkowy skutecznie ogranicza manipulacje wynikami, co w efekcie pozytywnie wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Garcia Lara i in. (2020) dostarczyli dalszych dowodów na to, że konserwatyzm rachunkowy ogranicza oportunistyczne zachowania menedżerów w zakresie kształtowania wyników,

argumentując, że praktykowanie zasady ostrożności implikuje konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów kształtowania wyników, co zmniejsza prawdopodobieństwo, że menedżerowie będą angażować się w praktyki kształtowania zysków w celu osiągnięcia lub przekroczenia progów zysku lub prognoz analityków. Jedynie Penman i Zhang (2002) udowodnili, że stosowanie konserwatyzmu rachunkowego może prowadzić do intensyfikacji niektórych praktyk (np. tworzenia ukrytych rezerw), które mogą zniekształcać raportowane wyniki finansowe i osłabiać ich jakość.

Rozdział IV

Jakość wyniku finansowego a kreacja wartości dla właścicieli spółek publicznych

4.1. Jakość wyników finansowych w spółkach publicznych operujących i nieoperujących w ramach grup kapitałowych

Jak już wcześniej wspomniano, jakość raportowanego wyniku finansowego może być uzależniona od formy organizacyjnej przedsiębiorstwa. W niniejszym podrozdziale zbadano, czy takie atrybuty jakościowe wyniku finansowego, jak: stabilność, przewidywalność oraz gładkość różnicują się statystycznie w obrębie spółek publicznych operujących i nieoperujących w ramach grup kapitałowych. Poszukano również odpowiedzi na pytanie, czy zakres intencjonalnego oddziaływania na poziom zysku (straty) netto (zarówno typu rachunkowego, jak i realnego) jest ze statystycznego punktu widzenia odmienny w jednej i w drugiej grupie przedsiębiorstw. W tym celu porównano dane sprawozdawcze widniejące w raportach jednostkowych „pojedynczych” przedsiębiorstw, jak i jednostek dominujących sprawujących kontrolę nad jednostkami zależnymi w ramach grup kapitałowych.

Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 44 UoR grupa kapitałowa składa się z jednostki dominującej oraz jednostek zależnych. Do powstania grupy kapitałowej potrzebne są co najmniej dwa podmioty, pomiędzy którymi istnieje związek kapitałowy.

Funkcjonowanie grup kapitałowych może opierać się również na powiązaniach o charakterze personalnym bądź umownym (Remlein, Strojek-Filus, Świetla 2021, s. 61), przy czym cechą charakterystyczną opisywanych form organizacyjnych według prawa bilansowego jest sprawowanie kontroli jednej jednostki nad pozostałymi (Gabrusewicz, Remlein 2007, s. 229). Z perspektywy sfery regulacyjnej grupy kapitałowe nie posiadają osobowości prawnej – są one tworzone przez zbiorowość co najmniej dwóch jednostek gospodarczych posiadających taką osobowość. Natomiast w świetle prawa bilansowego grupa kapitałowa jest postrzegana jako odrębny podmiot rachunkowości, w którym obok jednostki kontrolującej funkcjonują różne typy podmiotów podporządkowanych (tj. jednostki zależne, współzależne lub stowarzyszone – patrz art. 3 ust. 1 UoR).

Specyfika grup kapitałowych powoduje, że posiadają one szersze spektrum kształtowania polityki rachunkowej (bilansowej) aniżeli pojedyncze przedsiębiorstwa. Jak zauważa (Remlein, 2013, s. 82), w przypadku grup kapitałowych polityka ta może być rozpatrywana dwupłaszczyznowo, uwzględniając zarówno rozwiązania typowe dla podmiotu gospodarczego sporządzającego sprawozdanie finansowe na zasadach ogólnych, jak i praktyki księgowe możliwe do zastosowania wyłącznie w ramach tychże grup. Stąd też dwupoziomowe ujęcie polityki rachunkowej w strukturach łączących samodzielne prawnie podmioty gospodarcze uwzględnia rozwiązania odnoszące się do grupy kapitałowej jako całości oraz wytyczne dla poszczególnych jednostek podporządkowanych, które są opracowywane zwykle na szczeblu jednostek dominujących. W ten sposób narzędzia polityki bilansowej grup kapitałowych, obok instrumentów stosowanych w obrębie podmiotów nadrzędnych, mogą również obejmować mechanizmy mające zastosowanie na poziomie konsolidacji sprawozdań jednostkowych (np. dotyczących zakresu wyłączeń i zwolnień z konsolidacji, metod wyceny aktywów netto, wyceny udziałów niedających kontroli itp.) oraz osadzonych w ramach wewnętrznej polityki bilansowej grupy kapitałowej (np. dotyczących polityki cen transferowych, implementacji *cash-poolingu* itp.) (Piątek, 2009, s. 193; Sikacz, 2011, s. 113-116). Przy łączeniu jednostek gospodarczych powstają różnego rodzaju związki, które kreują nowe obszary problemów decyzyjnych wymagających rozwiązania (Remlein, 2013, s. 81). Jednym z nich jest przyjęta polityka ekonomiczna grupy kapitałowej, która w przypadku jasnego ukierunkowania na ściśle określone cele może być wspomagana przyjętymi zasadami prowadzenia rachunkowości.

Z analizy uzyskanych wyników badań empirycznych wynika, że spółki publiczne działające w ramach grup kapitałowych i pełniące w ich obrębie funkcję nadrzędną charakteryzowały się podobnym stopniem stabilności i przewidywalności wyniku

finansowego jak podmioty gospodarcze niewchodzące w skład grup kapitałowych (tab. 24). Podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej H_0 o równości rozkładu zmiennych określających cechy jakościowe zysku (straty) netto w porównywanych podpopulacjach odnotowano wyłącznie względem wskaźnika stopnia wygładzenia wyniku finansowego. Statystycznie wyższymi przeciętnymi wartościami zmiennej *SMOOTH* cechowały się podmioty funkcjonujące w ramach struktur powiązanych kapitałowo. Powyższe wnioski znalazły swoje potwierdzenie w tab. 25, ukazującej najważniejsze statystyki rozkładu zmiennych *PERS*, *PRED* i *SMOOTH* w analizowanych grupach przedsiębiorstw. Na szczególną uwagę zasługują bardzo wysokie wartości wskaźników wariancji i odchylenia standardowego dla zmiennej obrazującej wygładzanie wyników w grupach kapitałowych.

Tab. 24. Statystyczne zróżnicowanie mierników jakości wyniku finansowego – porównanie spółek funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.

Miernik jakości wyniku finansowego	Grupa kapitałowa	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
PERS	nie (n=360)	1080,78	327500,0	1966455,0	0,157	0,876
	tak (n=1810)	1086,44				
PRED	nie (n=360)	1058,83	335400,0	1974355,0	0,884	0,377
	tak (n=1810)	1090,80				
SMOOTH	nie (n=360)	917,44	2025255,0	386300,0	5,572	<0,001
	tak (n=1810)	1118,93				

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 25. Statystyka rozkładu wybranych mierników jakości wyniku finansowego w spółkach funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.

Cecha jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Grupa kapitałowa	
		Nie	Tak
<i>PERS</i>	średnia	0,388	0,271
	mediana	0,141	0,221
	wariancja	0,680	0,205
	odchylenie stand.	0,825	0,453
<i>PRED</i>	średnia	0,169	0,161
	mediana	0,055	0,084
	wariancja	0,047	0,038
	odchylenie stand.	0,216	0,195
<i>SMOOTH</i>	średnia	1,218	2,511
	mediana	0,084	0,084
	wariancja	0,038	24,257
	odchylenie stand.	1,613	4,925

Źródło: opracowanie własne.

W następnym etapie zastosowanej procedury badawczej zanalizowano statystyczne różnice pod względem zakresu implementowanych praktyk rachunkowego i transakcyjnego kształtowania wyników w podmiotach publicznych przynależących i nieprzynależących do grup kapitałowych. Otrzymane rezultaty badań udokumentowały nierównomierny rozkład absolutnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyodrębnianych za pomocą modeli Jones oraz Dechow i in. w obrębie testowanych podpopulacji, przy czym o większej skali rachunkowego kształtowania wyniku finansowego można mówić w odniesieniu do spółek nieoperujących w ramach grup kapitałowych (tab. 26). Jednocześnie, przeprowadzony test U Manna-Whitney'a nie poświadczył występowania znamiennej statystycznych różnic w wartościach zagregowanego wskaźnika realnego kształtowania wyniku finansowego *REM1* w porównywanych subpopulacjach. Dane widniejące w tab. 27, prezentujące statystyki deskryptywne rozkładu zmiennych $|DACC_{Jones}|$, $|DACC_{Dechow}|$ i *REM1* wśród podmiotów funkcjonujących i niefunkcjonujących w strukturach powiązanych kapitałowo, potwierdzają wyższą jakość raportowanych danych sprawozdawczych w obrębie pierwszej z wymienionych grup.

Tab. 26. Statystyczne zróżnicowanie mierników obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.

Miernik jakości wyniku finansowego	Grupa kapitałowa	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxon	Stand. statystyka testu	p-value
$ DACC_{Jones} $	nie (n=360)	1226,68	274977,0	1913932,0	-4,681	<0,001
	tak (n=1810)	1057,42				
$ DACC_{Dechow} $	nie (n=360)	1253,33	265383,0	1904338,0	-5,565	<0,001
	tak (n=1810)	1052,12				
<i>REM1</i>	nie (n=360)	1101,11	320181,0	1959136,0	-0,0518	0,605
	tak (n=1810)	1082,40				

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 27. Statystyka rozkładu mierników obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego w spółkach funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.

Cecha jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Grupa kapitałowa	
		Nie	Tak
$ DACC_{Jones} $	średnia	0,107	0,074
	mediana	0,059	0,045
	wariancja	0,022	0,019
	odchylenie stand.	0,149	0,139

Cecha jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Grupa kapitałowa	
		Nie	Tak
DACC _{Dechow}	średnia	0,100	0,066
	mediana	0,058	0,038
	wariancja	0,021	0,016
	odchylenie stand.	0,145	0,128
REM1	średnia	0,001	0,000
	mediana	0,002	0,000
	wariancja	0,010	0,006
	odchylenie stand.	0,098	0,078

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione rezultaty badań empirycznych pokrywają się z wnioskami Lim i Lee (2019), którzy analizowali praktyki kształtowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwach należących do grup kapitałowych w Korei. Wykazali oni bowiem, że grupy kapitałowe mogą mieć bardziej zaawansowane mechanizmy kontroli wewnętrznej, co w konsekwencji może wpływać na mniejsze zaangażowanie w działania nakierowane na intencjonalne kształtowanie zysku (straty). Niemniej jednak, nawet w grupach kapitałowych, często obserwuje się praktyki *big bath* – zwłaszcza w przypadku spółek, które borykają się z problemami finansowymi. Z drugiej zaś strony, nie są one zbieżne ze spostrzeżeniami Guana i Zhanga (2015) oraz Choi i in. (2016). Pierwsi ze wspomnianych autorów wskazywali, że w grupach kapitałowych w Chinach istnieje większa tendencja do implementowania działań z zakresu *earnings management*, ponieważ grupy te mogą wykorzystywać wewnętrzne transakcje i przepływy pieniężne między jednostkami powiązanymi do manipulacji wynikami finansowymi w celu osiągnięcia pożądanego rezultatu. Drudzy z kolei udokumentowali, że w Korei Południowej istnieje w obrębie grup kapitałowych silna skłonność do kształtowania wyników – szczególnie w przypadku spółek zależnych, które mają mniej przejrzyste raportowanie finansowe i są mniej monitorowane przez inwestorów zewnętrznych.

4.2. Stopień rachunkowego kształtowania wyniku finansowego a obrotowość akcji spółek publicznych

Płynność walorów będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym ma integralny związek z kosztami transakcyjnymi, takimi jak opłaty maklerskie czy podatki od dochodów giełdowych. Koszty te pojawiają się zarówno po stronie podmiotów sprzedających, jak i kupujących. W generalnym ujęciu za koszt uzyskania przychodu przy ustalaniu dochodu z odpłatnego zbycia akcji i innych papierów wartościowych uważa się wydatki na ich objęcie lub nabycie. Uwzględniają one koszty bezpośrednio związane z transakcją zakupu (rozumiane jako iloczyn ceny jednostkowej waloru i liczby nabywanych papierów wartościowych), jak i koszty poniesione w celu uzyskania przychodu w danym roku podatkowym i związane z obsługą rachunku inwestycyjnego przez biuro maklerskie (obejmujące m.in. koszty zrealizowanych transferów, koszty deponowania papierów wartościowych, opłaty za założenie rachunku itp.) (Gniadkowska-Szymańska, 2018, s. 22). Mają one charakter jawny, zaś ich wysokość jest co do zasady znana inwestorom. Ze względu na powiązania z kosztami transakcyjnymi płynność akcji może wywierać istotny wpływ na osiąganą stopę zwrotu z kapitału oraz wycenę spółek, co jest problematyką szeroko omawianą w krajowej i światowej literaturze przedmiotu (zob. m.in. Amihud, Mendelson, 1986; Dater i in., 1998; Chan, Faff, 2005; Zaremba, 2015; Włosik, 2017; Gniadkowska-Szymańska, 2018).

W niniejszym opracowaniu postanowiono rozpoznawczo zanalizować potencjalne związki zachodzące między obrotowością akcji poszczególnych emitentów z GPW w Warszawie a jakością wyników netto raportowanych przez te podmioty. W tym celu diagnostycznie skonfrontowano absolutne wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ obliczone dla spółek-lat w horyzoncie 2014-2023 ze współczynnikami obrazującymi roczny wskaźnik obrotu (ang. *annual turnover ratio*; zmienna *TURN*) oraz roczny wartościowy wolumen obrotu (ang. *annual turnover value*; zmienna *VOL*).

Wskaźnik obrotu wyrażany jest jako średnia liczba akcji danej spółki będących przedmiotem obrotu w danym okresie, która została podzielona przez liczbę akcji analizowanej spółki występujących w tym okresie (Gniadkowska-Szymańska, 2018, s. 30). Postać analityczna omawianej miary jest następująca:

$$TURN = \frac{\sum_{i=1}^n vol_{i,t}}{SO_{i,t}} \times (-1) \quad (23)$$

Gdzie:

- $TURN$ – roczny wskaźnik obrotowości akcji;
 $vol_{i,t}$ – średnia liczba akcji i będąca przedmiotem obrotu w okresie t ;
 $SO_{i,t}$ – liczba akcji i występujących w okresie t ;
 pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Natomiast wartościowy wolumen obrotu (VOL) kalkulowany jest jako iloczyn kursu akcji oraz liczby sprzedanych (kupionych) instrumentów w rozpatrywanym roku, stanowiącym podstawę odniesienia.

W pierwszym kroku realizowanych badań wszystkie obserwacje wyodrębniane na podstawie wartości zmiennej $TURN$ zostały podzielone na części dziesiętne (gdzie: 1 decyl – najniższa roczna obrotowość akcji, 10 decyl – najwyższa roczna obrotowość akcji). Następnie dokonano statystycznej oceny relacji występujących między wskaźnikami obrotu akcji a stopniem wykorzystania narzędzi kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego. Została ona zrealizowana m.in. w oparciu o testy Kruskala-Wallisa (będącego nieparametrycznym odpowiednikiem jednoczynnikowej analizy wariancji pomiędzy grupami), testy istotności statystycznej czy testy *post-hoc*. Postawiona w teście Kruskala-Wallisa hipoteza zerowa orzekała, iż wszystkie analizowane podpopulacje odznaczają się taką samą medianą bezwzględnych wartości dyskrecjonalnych różnic memoriałowych. Jednakże uzyskane rezultaty analiz empirycznych nie wykazały równości dystrybuant rozkładów testowanych zmiennych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w porównywanych grupach (zob. tab. 28). Ponieważ istotny wynik testu Kruskala-Wallisa wymagał przeprowadzenia porównań wielokrotnych, w tym celu zastosowano zarówno klasyczny test Dunna, jak i wersję z poprawką Bonferroniego. Uzyskane wyniki badań wykazały, że zarówno w przypadku zmiennej $|DACC_{Jones}|$, jak i $|DACC_{Dechow}|$ o statystycznie istotnej dywersyfikacji stopnia wykorzystania rachunkowych instrumentów kształtowania zysku (straty) w spółkach publicznych różnicujących się ze względu na obrotowość akcji $TURN$ można mówić jedynie w przypadku porównań międzygrupowych (dane te uwzględniają istotność skorygowaną testów *post-hoc*). Różnice te pojawiały się głównie w obrębie obserwacji zakwalifikowanych do skrajnych decyli. W tab. 29 zaprezentowano z kolei charakterystykę najważniejszych statystyk rozkładu dyskrecjonalnych różnic memoriałowych w obrębie poszczególnych decyli. Potwierdza ona generalne spostrzeżenie, iż absolutna wartość uznaniowych korekt zysku netto jest w słabym stopniu powiązana z obrotowością walorów szacowanych na podstawie wskaźnika $TURN$.

Tab. 28. Wyniki testów opisujących intensywność wykorzystania narzędzi rachunkowego kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na roczny wskaźnik obrotowości akcji *TURN*.

Test dla całej populacji					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
Decyl	Średnia ranga		Decyl	Średnia ranga	
1	1042,62		1	1145,69	
2	901,51		2	912,94	
3	1003,77		3	988,75	
4	1034,47		4	1049,16	
5	1033,80		5	1056,45	
6	1062,92		6	1052,81	
7	1079,61		7	1049,68	
8	1080,21		8	1023,59	
9	1102,69		9	1089,70	
10	1143,62		10	1117,95	
H Kruskala-Wallisa	p-value		H Kruskala-Wallisa	p-value	
21,888	0,009		22,049	0,009	
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
Grupy 2-9	-201,176	0,030	Grupy 2-10	-205,007	0,030
Grupy 2-10	-242,112	0,002	Grupy 2-1	232,746	0,004

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 29. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według rocznego wskaźnika obrotowości akcji *TURN* podzielonego na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie wskaźnika obrotu akcji <i>TURN</i>									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DACC _{Jones}	średnia	0,082	0,049	0,063	0,070	0,068	0,090	0,082	0,080	0,083	0,126
	mediana	0,046	0,035	0,042	0,049	0,043	0,044	0,047	0,048	0,051	0,053
	wariancja	0,026	0,002	0,004	0,007	0,006	0,017	0,009	0,011	0,010	0,107
	odchylenie stand.	0,163	0,045	0,065	0,086	0,080	0,132	0,093	0,105	0,099	0,327
DACC _{Dechow}	średnia	0,084	0,044	0,053	0,062	0,067	0,080	0,071	0,069	0,071	0,113
	mediana	0,045	0,033	0,038	0,044	0,040	0,042	0,037	0,039	0,040	0,044
	wariancja	0,026	0,002	0,003	0,007	0,007	0,017	0,009	0,014	0,008	0,080
	odchylenie stand.	0,162	0,040	0,058	0,083	0,082	0,132	0,096	0,117	0,090	0,283

Źródło: opracowanie własne.

Podobne wnioski płyną z badań nad zależnościami dotyczącymi skali procesów memoriałowego kształtowania wyniku finansowego w podmiocie gospodarczym a rocznymi wartościami obrotów danego emitenta (VOL). Podobnie jak miało to miejsce powyżej, zarówno w stosunku do zmiennej $|DACC_{Jones}|$, jak $|DACC_{Dechow}|$ przeprowadzone testy Kruskala-Wallisa wykazały podstawy do odrzucenia hipotez zerowych o równości dystrybuant rozkładów wymienionych zmiennych w obrębie testowanych podpopulacji (tab. 30). Na szczególną uwagę zasługują rezultaty zrealizowanych porównań wielokrotnych względem zmiennej $|DACC_{Dechow}|$ – testy *post-hoc* wykazały bowiem fakt występowania statystycznie istotnych różnic w zakresie kształtowania absolutnych wartości dyskrecjonalnych korekt zysku netto wyodrębnianych za pomocą metodologii Dechow i in. w pięciu przypadkach międzygrupowych komparacji. W tab. 31 przedstawiono natomiast najważniejsze statystyki rozkładu analizowanych zmiennych $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w poszczególnych kohortach (decylach) wydzielanych na podstawie pieniężnego wolumenu obrotu z uwzględnieniem wartości średnich, środkowych, wariancji oraz odchyłeń standardowych. Sugerują one, że najniższym zakresem wdrażanych manipulacji wynikiem finansowym typu rachunkowego w badanej próbie odznaczały się spółki cechujące się najwyższymi wartościami obrotów akcjami. Tym samym otrzymane wyniki badań nie potwierdzają wcześniejszych rezultatów Bidllego i in. (2009), Kothari i in. (2005), Liu i Lu (2007) oraz Changa i in. (2016), którzy w generalnym ujęciu zauważyli, że spółki o wyższym spektrum kształtowania wyników mają tendencję do wyższej zmienności cen akcji, co może zwiększać ich obrotowość. Jednocześnie, wyższa zmienność wyników finansowych, będąca pochodną angażowania się w praktyki *earnings management*, może przyciągać inwestorów szukających okazji do zrealizowania ponadprzeciętnych zysków krótkoterminowych.

Tab. 30. Wyniki testów opisujących intensywność wykorzystania narzędzi rachunkowego kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na roczną wartość obrotów akcjami VOL .

Test dla całej populacji			
$ DACC_{Jones} $		$ DACC_{Dechow} $	
Decyl	Średnia ranga	Decyl	Średnia ranga
1	1105,47	1	1170,76
2	1073,51	2	1025,99
3	1150,34	3	1165,57
4	1066,56	4	1126,23
5	1074,38	5	1085,71

Test dla całej populacji					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
6		1034,93	6		1020,36
7		1048,78	7		1015,74
8		1020,52	8		979,90
9		1016,92	9		1025,56
10		893,87	10		870,38
H Kruskala-Wallisa		p-value	H Kruskala-Wallisa		p-value
23,478		0,005	43,025		0,001
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
Grupy 10-1	211,595	0,030	Grupy 10-5	215,335	0,030
Grupy 10-3	256,456	0,001	Grupy 10-4	255,855	0,001
-			Grupy 10-3	295,196	0,000
			Grupy 10-1	300,378	0,000
			Grupy 8-1	195,190	0,049

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 31. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według rocznych wartości obrotów akcjami VOL podzielonych na części dziesiętne.

Miara kształtowania wyniku	Miara rozkładu	Decyle wyodrębniane na podstawie rocznych wartości obrotu akcjami VOL									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DACC _{Jones}	średnia	0,086	0,076	0,086	0,076	0,083	0,072	0,085	0,101	0,070	0,056
	mediana	0,056	0,047	0,056	0,050	0,048	0,046	0,044	0,040	0,041	0,032
	wariancja	0,012	0,007	0,009	0,008	0,014	0,010	0,026	0,103	0,007	0,006
	odchylenie stand.	0,110	0,086	0,096	0,087	0,120	0,100	0,161	0,321	0,082	0,077
DACC _{Dechow}	średnia	0,080	0,063	0,077	0,072	0,084	0,065	0,077	0,083	0,062	0,050
	mediana	0,051	0,039	0,053	0,045	0,041	0,042	0,035	0,033	0,037	0,026
	wariancja	0,009	0,006	0,008	0,007	0,031	0,012	0,026	0,067	0,005	0,005
	odchylenie stand.	0,095	0,075	0,088	0,084	0,175	0,107	0,163	0,258	0,073	0,067

Źródło: opracowanie własne.

4.3. Jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach niedowartościowanych i przewartościowanych – badanie diagnostyczne

Niedowartościowanie bądź przewartościowanie spółek publicznych, mierzone wskaźnikiem MV/BV (*market value to book value ratio*) determinowane jest wieloma czynnikami, które mogą wpływać na postrzeganą wartość rynkową firmy w stosunku do jej wartości księgowej. W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż w przedsiębiorstwach posiadających wysokie perspektywy wzrostu lub osiągających ponadprzeciętną rentowność, wartość rynkowa może znacząco przewyższać ich wartość księgową (Fama, French, 1992). Podobnie istotny wpływ na wyższą wartość wskaźnika MV/BV ma przyjęty, efektywny sposób zarządzania podmiotem gospodarczym. Kaplan i Norton (1996) sugerują, że inwestorzy postrzegają dobre zarządzanie jednostką gospodarczą jako czynnik prowadzący do poprawy jej rentowności, a w konsekwencji – do kreacji wartości spółek publicznych. Wyższymi wskaźnikami współczynnika MV/BV mogą się również charakteryzować przedsiębiorstwa o niskim poziomie ryzyka operacyjnego i finansowego (Miller, Modigliani, 1958) oraz spółki posiadające znaczny udział trudnych do wyceny aktywów niematerialnych w strukturze swojego majątku (Lev, 2001). Niedowartościowanie lub przewartościowanie podmiotów publicznych, wyrażane stosunkiem wartości rynkowej do wartości księgowej, może być również uzależnione od branży, w której operuje dana spółka. Barro i Lee (1994) zauważają, że przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą w sektorach nowej ekonomii cechują się większym potencjałem wzrostu aniżeli spółki przynależące do grona podmiotów starej ekonomii. W rezultacie te pierwsze mają większą szansę być przewartościowane przez inwestorów, z kolei w przypadku drugich wartość rynkowa powinna być bardziej zbliżona do wartości księgowej.

Wspomniany powyżej wskaźnik prezentujący relację między wartością rynkową a wartością księgową przedsiębiorstwa (MV/BV) został zaproponowany przez Stewarta w 1997 r. Jego postać wyznacza się według wzoru:

$$\frac{MV}{BV} = \frac{\text{cena akcji} \times \text{liczba akcji}}{\text{wartość księgowa kapitału własnego}} \quad (24)$$

Gdzie:

MV_t – wartość rynkowa przedsiębiorstwa w roku t ;
 BV_t – wartość księgowa przedsiębiorstwa w okresie t .

Po prostych przekształceniach wskaźnik MV/BV odzwierciedla stosunek ceny rynkowej akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję, stając się

tym samym istotnym miernikiem wyceny walorów spółek giełdowych. W ten sposób wartość mniejsza niż 1 oznaczać będzie niedowartościowanie akcji spółki (lub w przypadku innego podejścia interpretacyjnego będzie można powiedzieć, iż spółka nie posiada kapitału intelektualnego), natomiast przewyższająca 1 ukazywać będzie fakt, że inwestorzy szacują wartość akcji powyżej ich wartości księgowej (spółka posiada kapitał intelektualny) (Beyer, 2014, s. 11). Wartość omawianego wskaźnika powyżej 1,5 może być atrakcyjna dla inwestora, gdyż dostrzega on takie wartości niematerialne podmiotu gospodarczego, jak np. perspektywy wzrostu, markę czy jakość zarządzania (Skoczylas, Niemiec, 2016, s. 20). Z drugiej zaś strony skrajne przewartościowanie akcji spółki (rozumiane jako poziom ceny akcji, przy którym zarząd nie jest w stanie wypracować wyników finansowych, które uzasadniałyby aktualną cenę rynkową) może prowadzić do sytuacji, w których kadra kierownicza, chcąc podtrzymać wysokie notowania walorów giełdowych, będzie skłonna do podejmowania działań ograniczających kreację wartości przedsiębiorstwa w długim okresie. Praktyki te mogą przyjmować postać odkładania w czasie uzasadnionych inwestycji, niepoprawnego dyskontowania oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych z ryzykownych inwestycji przy użyciu stopy dyskontowej estymowanej za pomocą bieżącej ceny akcji, czy też wdrażania działań z zakresu kształtowania wyniku finansowego.

Przy interpretacji wskaźnika MV/BV nie należy abstrahować od uwarunkowań prowadzonej działalności gospodarczej oraz przekonania, iż zmienna wielkość różnicy między rynkową a księgową wartością spółki jest związana ze zmianami wartości zysków osiąganych z ich wykorzystania przez spółkę (Szczepankowski, 2007, s. 248). Pojawiająca się w mianowniku formuły obliczeniowej miernika MV/BV wartość kapitałów własnych (patrz: równanie 24) ukazuje bowiem nakłady poniesione na utworzenie aktywów netto jednostki, lecz nie odzwierciedla efektywności ich użytkowania.

Podczas realizacji diagnostycznych badań empirycznych dotyczących relacji zachodzących między jakością raportowanych wyników a wyceną przedsiębiorstw giełdowych w pierwszej kolejności podzielono wszystkie obserwacje według wartości współczynników MV/BV obliczonych dla poszczególnych spółek w kolejnych latach 2014-2023. Następnie obserwacje zostały podzielone na pięć grup:

- grupa 0 – obserwacje, względem których nie można obliczyć wartości zmiennej MV/BV , bowiem wartość księgowa kapitału własnego jest ujemna;
- grupa 1 – akcje skrajnie niedoszacowane ($0 < MV/BV \leq 0,25$);
- grupa 2 – akcje niedowartościowane ($0,25 < MV/BV \leq 1$);

- grupa 3 – akcje przewartościowane ($1 < MV/BV \leq 4$);
- grupa 4 – akcje skrajnie przewartościowane ($MV/BV > 4$).

Następnie na podstawie testów Kruskala-Wallisa przetestowano hipotezy o równości dystrybuant rozkładów testowanych zmiennych *PERS*, *PRED*, *SMOOTH*, *REM1*, $|DACC_{Jones}|$ i $|DACC_{Dechow}|$ w zaproponowanych podpopulacjach. Uzyskane rezultaty badań przedstawiono w tab. 32. Wykazują one, że w obrębie poszczególnych podgrup poddanych analizie zidentyfikować można statystyczne zróżnicowanie wartości wszystkich miar obrazujących jakość wyniku finansowego, przy czym większość różnic dotyczy dysproporcji zachodzących względem obserwacji występujących w grupie 0 (ujemna wartość księgowa spółki).

Tab. 32. Wyniki testów opisujących jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na wartość wskaźnika *MV/BV*.

Test dla całej populacji					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
Grupa	Średnia ranga		Grupa	Średnia ranga	
0	1245,59		0	1340,52	
1	1065,81		1	1095,12	
2	1019,86		2	1020,88	
3	1034,94		3	1021,96	
4	1218,88		4	1218,63	
H Kruskala-Wallisa	p-value		H Kruskala-Wallisa	p-value	
20,224	<0,001			<0,001	
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
DACC _{Jones}			DACC _{Dechow}		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
2-4	-199,028	0,030	2-4	-197,754	0,030
2-0	225,735	0,034	2-0	319,637	0,000
3-4	-183,944	0,011	3-4	-196,668	0,005
			3-0	318,551	0,000
Test dla całej populacji					
REM1			PRED		
Grupa	Średnia ranga		Grupa	Średnia ranga	
0	998,41		0	1340,52	
1	1180,52		1	1095,12	
2	1070,91		2	1020,88	
3	1018,31		3	1021,96	
4	973,92		4	1218,63	
H Kruskala-Wallisa	p-value		H Kruskala-Wallisa	p-value	
11,307	0,023		13,936	0,008	

Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
REM1			PERS		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
4 - 1	206,597	0,030	4-3	197,369	0,030
Test dla całej populacji					
PRED			SMOOTH		
Grupa		Średnia ranga	Grupa		Średnia ranga
0		753,87	0		1784,63
1		1175,78	1		1147,59
2		1028,99	2		1027,63
3		1060,10	3		1012,41
4		1147,20	4		962,52
H Kruskala-Wallisa		p-value	H Kruskala-Wallisa		p-value
25,592		<0,001	107,564		<0,001
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
PRED			SMOOTH		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
0-2	-275,117	0,030	4-0	822,110	0,030
0-3	-306,225	0,001	3-0	772,218	0,000
0-4	-393,332	0,000	2-0	757,002	0,000
0-1	-421,907	0,000	2-0	637,042	0,000

Źródło: opracowanie własne.

Ponieważ uwzględnienie w analizach empirycznych obserwacji z grupy 0 może być dyskusyjne (współczynników MV/BV nie oblicza się co do zasady przy ujemnych wartościach księgowych spółek publicznych), procedurę tę powtórzono raz jeszcze, tym razem skupiając swoją uwagę wyłącznie na obserwacjach zakwalifikowanych do grup 1-4. Uzyskane rezultaty wykazały, że tym razem statystyczne rozbieżności w zakresie kształtowania współczynników jakości wyniku finansowego były obserwowalne zwłaszcza względem spółek o najwyższych wartościach współczynnika MV/MV (akcje skrajnie przewartościowane) (tab. 33).

Tab. 33. Wyniki ponownych testów opisujących jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na wartość wskaźnika MV/BV (bez grupy 0).

Test dla całej populacji			
$ DACC_{Jones} $		$ DACC_{Jones} $	
Grupa	Średnia ranga	Grupa	Średnia ranga
1	1038,13	1	1069,87
2	993,96	2	997,97
3	1008,47	3	998,72

4		1187,73	4		1190,96
H Kruskala-Wallisa		p-value	H Kruskala-Wallisa		p-value
13,087		0,004	13,084		0,004
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
DACC _{Jones}			DACC _{Jones}		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
2-4	-193,775	0,030	2-4	-192,990	0,030
3-4	-179,263	0,006	3-4	-192,239	0,003
Test dla całej populacji					
REM1			PRED		
Grupa	Średnia ranga		Grupa	Średnia ranga	
1	1141,54		1	984,42	
2	1035,58		2	1002,49	
3	984,76		3	1057,89	
4	941,79		4	869,06	
H Kruskala-Wallisa	p-value		H Kruskala-Wallisa	p-value	
10,806	0,013		13,873	0,003	
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
REM1			PERS		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
4-1	199,750	0,030	4-3	188,822	0,030
3-1	156,776	0,043	-		
Test dla całej populacji					
PRED			SMOOTH		
Grupa	Średnia ranga		Grupa	Średnia ranga	
1	1129,09		1	1136,50	
2	987,18		2	1017,72	
3	1017,51		3	1004,30	
4	1102,79		4	955,88	
H Kruskala-Wallisa	p-value		H Kruskala-Wallisa	p-value	
9,523	0,030		6,593	0,030	
Porównania międzygrupowe (tylko porównania istotne statystycznie)					
PRED			SMOOTH		
Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value	Porównanie	Statystyki testu	Skorygowane p-value
2-1	161,49	0,030	-		

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 34 ukazano statystykę rozkładu poszczególnych zmiennych *earnings quality* wykorzystywanych w badaniach nad relacjami zachodzącymi między

jakością wyniku finansowego a wyceną przedsiębiorstwa (która jednocześnie obrazuje fakt występowania oraz poziom kapitału intelektualnego w jednostce) z uwzględnieniem wyszczególnionych wcześniej grup 0-4. Z uzyskanych danych wynika, że zakres rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto wzrastał zarówno wśród spółek o ujemnej wartości księgowej kapitałów własnych, jak i podmiotów, których wycena rynkowa ponad czterokrotnie przewyższała wartość bilansową. Spółki odznaczające się wysokim poziomem przeszacowania akcji odznaczały się również zauważalnie niższymi średnimi i środkowymi wartościami persystencji i wygładzenia zysku (straty) netto od pozostałych podmiotów biorących udział w badaniu. Z drugiej zaś strony przedsiębiorstwa skrajnie niedoszacowane także cechowały się znacznym wykorzystywaniem praktyk kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego i realnego (przy jednoczesnym dążeniu do zachowania wysokich wartości prognostycznych tegoż wyniku), jak i dostrzegalnymi różnicami w relacjach między raportowanymi poziomami: operacyjnych przepływów pieniężnych i zysku (stratą) netto, o czym świadczą średnie i środkowe wartości zmiennej *SMOOTH*.

Tab. 34. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących jakość wyniku finansowego według wartości wskaźnika *MV/BV*.

Miara jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Porównywana grupa wydzielona na podstawie wskaźnika <i>MV/BV</i>				
		0	1	2	3	4
<i>DACC_{Jones}</i>	Średnia	0,234	0,091	0,069	0,073	0,105
	Mediana	0,070	0,047	0,043	0,045	0,063
	Wariancja	0,312	0,016	0,008	0,010	0,025
	Odchylenie stand.	0,559	0,127	0,088	0,098	0,098
<i>DACC_{Dechow}</i>	Średnia	0,234	0,086	0,061	0,064	0,095
	Mediana	0,083	0,038	0,039	0,038	0,055
	Wariancja	0,240	0,015	0,007	0,009	0,022
	Odchylenie stand.	0,490	0,123	0,086	0,095	0,095
<i>REM1</i>	Średnia	-0,005	0,019	0,003	-0,004	-0,008
	Mediana	-0,007	0,007	0,001	0,000	-0,009
	Wariancja	0,004	0,005	0,006	0,007	0,009
	Odchylenie stand.	0,067	0,070	0,078	0,084	0,084
<i>PERS</i>	Średnia	0,290	0,397	0,289	0,301	0,140
	Mediana	0,121	0,229	0,214	0,253	0,080
	Wariancja	0,355	0,960	0,281	0,180	0,354
	Odchylenie stand.	0,596	0,980	0,530	0,424	0,424

Miara jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Porównywana grupa wydzielona na podstawie wskaźnika <i>MV/BV</i>				
		0	1	2	3	4
<i>PRED</i>	Średnia	0,090	0,195	0,151	0,169	0,220
	Mediana	0,017	0,147	0,070	0,084	0,098
	Wariancja	0,025	0,042	0,033	0,043	0,070
	Odchylenie stand.	0,159	0,205	0,181	0,206	0,206
<i>SMOOTH</i>	Średnia	6,328	2,601	2,327	1,801	1,551
	Mediana	3,388	1,044	0,895	0,807	0,688
	Wariancja	24,162	24,890	22,664	14,121	6,610
	Odchylenie stand.	4,915	4,989	4,761	3,758	3,758

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane rezultaty analiz empirycznych znajdują swoje potwierdzenie we wcześniejszych badaniach prezentowanych w literaturze przedmiotu. Richardson (2000) wykazał, że spółki przewartościowane mają większą skłonność do manipulowania poziomem raportowanych wyników finansowych, aby utrzymać lub zwiększyć wartość swoich akcji, zaspokajając tym samym oczekiwania rynku. Zadeh i in. (2022) zwrócili uwagę, że, w przypadku spółek z wysokim wskaźnikiem *MV/BV*, implementacja praktyk kształtowania zyskiem (stratą) może być bardziej agresywna, co prowadzi do obniżenia jakości wyników finansowych. Często spotykaną formą oddziaływania na jakość wyników finansowych w tych podmiotach jest ponadprzeciętne wygładzanie zysków (co ostatecznie nie zostało udowodnione w kontekście polskiego rynku kapitałowego). Spoglądając z odwrotnej perspektywy Cormier i Magnan (2003) wykazali, że spółki niedowartościowane, charakteryzujące się niskimi wartościami wskaźnika *MV/BV*, częściej wdrażają bardziej konserwatywne podejście do wyceny wyników finansowych, co ogranicza możliwość ich manipulowania w celu poprawy ich postrzeganej wartości rynkowej.

4.4. Jakość wyniku finansowego a wypłata dywidendy na polskim rynku kapitałowym

Zasadniczym motywem działania każdego przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym jest z jednej strony dążenie do zapewnienia warunków do jego dalszego istnienia i rozwoju, z drugiej zaś maksymalizowanie bogactwa jego właścicieli poprzez prowadzenie działalności gospodarczej. Do najważniejszych obszarów kreacji wartości dla właścicieli, oprócz kategorii wartości rynkowej przedsiębiorstwa, zalicza się także: uzyskiwane ceny rynkowe akcji, generowane wysokości stóp zwrotu oraz realizowaną politykę dywidendy (Szewc-Rogalska, 2014, s. 76).

Implementowane w przedsiębiorstwach giełdowych strategie wypłat dywidendy są wypadkową wielu czynników o różnej sile oddziaływania. Do najważniejszych z nich zalicza się: preferencje akcjonariuszy względem realizacji wypłat z zysku, dostępność gotówki niezbędnej do wypłaty dywidendy, wymagania inwestorów co do stałego dochodu z powierzonego spółce kapitału, dostępność efektywnych możliwości inwestycyjnych, ograniczenia prawne wypłaty dywidendy czy też zawartość informacyjna ogłoszeń o poziomie dywidendy (Sierpińska, 1999, s. 119-130). Długookresowy charakter decyzji warunkujących wypłatę dywidend w spółce publicznej ukazuje potrzebę rozważnego jej formułowania, wyboru i realizacji z uwzględnieniem wielu różnorodnych czynników tworzących potencjalne i rzeczywiste warunki efektywnego rozwoju przedsiębiorstwa (Duraj, 2002, s. 84).

Eksponowane w literaturze przedmiotu poglądy dotyczące potencjalnego pierwszeństwa w oczach inwestorów wypłaty „pewnej” dywidendy nad realizacją oczekiwanych, lecz nie do końca potwierdzonych zysków kapitałowych, są efektem sporów o wpływ dywidendy na wartość podmiotu gospodarczego. Jak zauważa Gajdka (2013, s. 119), daje się wyróżnić różne podejścia do polityki dywidendy w przedsiębiorstwie: począwszy od „prodywidendowych” (zgodnie z którym wypłata dywidendy może przyczynić się do zwiększenia rynkowej wartości spółki i ceny akcji), poprzez neutralne, a skończywszy na „antydywidendowych” (zakładających, że wypłata dywidendy może spowodować spadek rynkowej wartości spółki i ceny akcji). Dywidenda w przedsiębiorstwie może być uznawana za instrument dyscyplinujący zarząd, który mając do dyspozycji mniejsze środki (te bowiem zostały przekazane inwestorom w formie wypłaty z zysku) powinien podejmować bardziej efektywne decyzje w obrębie organizacji (Czapiewski, Kubiak, 2016, s. 60). Może ona także spełniać istotną rolę w sygnalizowaniu przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, choć w tym

przypadku inwestorzy reagują nie tylko na sam fakt podjęcia przez zwyczajne zgromadzenie wspólników uchwały o zatwierdzeniu sprawozdania finansowego oraz o podziale zysku w formie wypłaty dywidendy, lecz także na zmianę wielkości dywidendy względem poprzednich okresów. Wiążąc zaś problematykę wypłaty dywidendy z zagadnieniami kształtowania wyniku finansowego zauważyć należy, że wcześniej wspomniana teoria sygnalizacji może mieć swoje odzwierciedlenie w konfliktach interesów zachodzących między akcjonariuszami większościowymi, którzy kontrolują decyzje kierownictwa, a akcjonariuszami mniejszościowymi. Konflikt ten owocować może dążeniami do intencjonalnego obniżania wyniku finansowego, mającymi na celu: zmniejszenie wypłaty dywidendy w spółce, zwiększenie samofinansowania działalności oraz ograniczenie zewnętrznego finansowania kapitałem własnym, co mogłoby osłabić kontrolę nad spółką dotychczasowych akcjonariuszy większościowych.

Relacje ukazujące związki jakości wyników finansowych z wypłatą dywidendy są często eksplorowanym obszarem badawczym, zwłaszcza w zagranicznej literaturze przedmiotu. Jednakże uzyskiwane rezultaty badań są niekonkluzywne. Przykładowo, Hussain i Akbar (2002, s. 839-853) udowodnili, że wypłaty dywidendy mogą ograniczać zaangażowanie menedżerów w praktyki kształtowania wyników, co jest szczególnie często spotykane wśród firm nieposiadających ograniczeń finansowych. Ponadto autorzy ci dowiedli, że większe firmy wypłacające dywidendy w mniejszym stopniu angażują się w praktyki kształtowania wyników aniżeli większe jednostki gospodarcze. Skinner i Soltes (2011) znaleźli dowody na to, że raportowane wyniki w przypadku spółek wypłacających dywidendy charakteryzują się wyższą stabilnością, sugerując jednocześnie, że wdrażane polityki wypłaty dywidend mogą dostarczać informacji dotyczących persystencji raportowanych zysków. Tong i Miao (2011) udokumentowali, że firmy realizujące wypłatę z zysku dla akcjonariuszy cechują niższe dyskrecyjne naliczenia i większa istotność decyzyjna wyniku finansowego. Również Ham i in. (2021) uważają, że dywidendy dają silny i pozytywny sygnał o stałości zysków w przyszłości. Jensen (1996) oraz Grullon i Michaely (2002) udowodnili, że regularne wypłaty dywidend prowadzą do zmniejszenia możliwości nadmiernego inwestowania i pomagają zarządowi skoncentrować się na działalności, która przynosi realne korzyści ekonomiczne. La Porta i in. (2000) oraz Chen i Yuan (2016) wykazali, że przedsiębiorstwa, nie będące płatnikami dywidend, mają większą motywację do manipulacji wynikami finansowymi, zaś sam brak dywidend może być bezpośrednio powiązany z praktykami agresywnego kształtowania wyników. Kasanen i in. (1996) wykazali, że spółki giełdowe mają tendencję do kształtowania wyniku

finansowego „w górę”, jeśli znajdują się pod silną presją inwestorów instytucjonalnych w zakresie wypłaty dywidendy, a realnie osiągnięty wynik finansowy jest zbyt niski, aby pokryć docelowy poziom dywidendy. Wreszcie Liu i Espahbodi (2014) zauważyli, że spółki-płatnicy dywidendy implementują procesy zarówno rachunkowego, jak i rzeczowego kształtowania wyników w większym stopniu aniżeli pozostałe podmioty gospodarcze. Ich ustalenia są zgodne z założeniem, że firmy wypłacające dywidendy dążą do wygładzenia zysków, aby utrzymać dotąd stosowaną politykę wypłaty dywidendy.

W monografii podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czy spółki publiczne wypłacające dywidendę w latach 2014-2023 charakteryzowały się lepszą jakością raportowanych zysków (strat) netto aniżeli reszta przedsiębiorstw giełdowych poddanych badaniom. Zdając sobie sprawę, że uwzględniony w badaniach horyzont odniesienia obejmował m.in. turbulencje społeczno-ekonomiczne wywołane pandemią SARS-CoV-2, które mogły negatywnie wpłynąć na prowadzoną działalność gospodarczą, pojawił się dylemat, jakie warunki musiałyby zostać spełnione, aby dany emitent mógł być uznany za „pełnoprawną” spółkę wypłacającą dywidendę swoim akcjonariuszom. W związku z tym przeprowadzono odrębne analizy, w których za „płatników dywidendy” uznano odpowiednio te spółki, które w okresie 2014-2023 zrealizowały co najmniej trzy, pięć lub siedem wypłat z zysków dla swoich właścicieli. W tab. 35 znajdują się wyniki badań dotyczące statystycznego zróżnicowania mierników jakości wyniku finansowego obliczone względem spółek wypłacających (niewypłacających) dywidendy. Zwracają one uwagę na fakt, że bez względu na przyjęte kryterium klasyfikacji przedsiębiorstw do grona „płatników dywidendy”, podmioty te charakteryzowały się lepszą jakością raportowanych danych sprawozdawczych, odzwierciedloną m.in. niższym zakresem rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto, wyższą stabilnością i przewidywalnością wyników, czy też mniejszym stopniem wygładzania wyniku. Jediną miarą, względem której przeprowadzony test U Manna-Whitney’a potwierdził hipotezę H_0 o równości rozkładu w porównywanych podpopulacjach, był zagregowany wskaźnik realnego oddziaływania na wynik finansowy *REM1*.

W tym miejscu należy zasygnalizować, iż zastosowanie testu Manna-Whitney’a pomija potencjalne determinanty, które mogły wpływać na jakość wyników finansowych w spółkach wypłacających i niewypłacających dywidendy (np. struktura kapitałowa, wielkość przedsiębiorstwa czy specyfika branży), co może ograniczać możliwość pełnej interpretacji uzyskanych wyników. Niemniej jednak, analiza ta dostarcza istotnych informacji na temat różnic w jakości wyniku

finansowego między badanymi podpopulacjami. Wskazuje ona na potencjalne zależności warte dalszej, bardziej zaawansowanej eksploracji z wykorzystaniem metod kontrolujących wpływ dodatkowych czynników, które w niniejszej analizie nie mogły zostać użyte ze względu na charakter analizowanych zmiennych (w tym brak normalności ich rozkładu).

Tab. 35. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego w spółkach wypłacających (niewypłacających) dywidendy.

Kryterium odniesienia - wypłata minimum trzech dywidend w okresie 2014-2023						
Miernik jakości wyniku finansowego	Spółka wypłacająca dywidendę	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
DACC _{Jones}	tak (n=82)	1187,54	433312,0	638432,0	-4,229	<0,0001
	nie (n=135)	1023,52				
DACC _{Dechow}	tak (n=82)	1178,84	448285,0	653405,00	-3,104	0,002
	nie (n=135)	1028,81				
REM1	tak (n=82)	1085,38	489335,0	694455,0	-0,020	0,984
	nie (n=135)	1085,57				
PERS	tak (n=82)	965,93	575700,0	780820,0	6,469	<0,0001
	nie (n=135)	1158,13				
PRED	tak (n=82)	974,95	535400,0	740520,0	3,441	<0,001
	nie (n=135)	1152,65				
SMOOTH	tak (n=82)	1255,07	395500,0	600620,0	-7,070	<0,001
	nie (n=135)	982,50				
Kryterium odniesienia - wypłata minimum pięciu dywidend w okresie 2014-2023						
Miernik jakości wyniku finansowego	Spółka wypłacająca dywidendę	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
DACC _{Jones}	tak (n=111)	1160,72	504811,0	1067141,0	-5,722	<0,001
	nie (n=106)	1006,74				
DACC _{Dechow}	tak (n=111)	1152,32	514129,0	1076459,0	-5,084	<0,001
	nie (n=106)	1015,53				
REM1	tak (n=111)	1084,70	589184,0	1151514,0	0,061	0,952
	nie (n=106)	1086,33				
PERS	tak (n=111)	1001,94	681050,0	1243380,0	6,357	<0,001
	nie (n=106)	1173,00				
PRED	tak (n=111)	1022,57	658150,0	1220480,0	4,788	<0,001
	nie (n=106)	1151,40				
SMOOTH	tak (n=111)	1228,61	429450,0	991780,0	-10,888	<0,001
	nie (n=106)	935,64				

Kryterium odniesienia – wypłata minimum siedmiu dywidend w okresie 2014-2023						
Miernik jakości wyniku finansowego	Spółka wypłacająca dywidendę	Średnia ranga	U Manna-Whitney'a	W Wilcoxona	Stand. statystyka testu	p-value
DACC _{Jones}	tak (n=153)	1122,29	433312,0	638432,0	-4,229	<0,001
	nie (n=64)	997,55				
DACC _{Dechow}	tak (n=153)	1112,50	448285,0	653405,0	-3,104	0,002
	nie (n=64)	1020,95				
REM1	tak (n=153)	1085,67	489335,0	694455,0	-0,020	0,984
	nie (n=64)	1085,09				
PERS	tak (n=153)	1029,23	575700,0	780820,0	6,469	<0,001
	nie (n=64)	1220,03				
PRED	tak (n=153)	1055,57	535400,0	740520,0	3,441	<0,0001
	nie (n=64)	1157,06				
SMOOTH	tak (n=153)	1147,00	395500,0	600620,0	-7,070	<0,001
	nie (n=64)	938,47				

Źródło: opracowanie własne.

Dane zawarte w tab. 36 opisują statystyczny rozkład zmiennych *PERS*, *PRED*, *SMOOTH*, *REM1*, |DACC_{Jones}| i |DACC_{Dechow}| w gronie spółek realizujących określoną liczbę wypłat dywidendy w okresie 2014-2023 oraz w pozostałych podmiotach. Potwierdzają one wcześniejsze spostrzeżenia dotyczące lepszej jakości raportowanych zysków (strat) netto wśród przedsiębiorstw realizujących wypłatę z zysku dla akcjonariuszy. Podkreślić należy, że intencją autora było skupienie uwagi nie na wartościach korzyści dywidendowych płynących bezpośrednio dla właścicieli spółek giełdowych w związku z przyjętą strategią redystrybucji zysku netto, lecz na samym fakcie podjęcia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o podziale zysku w formie wypłaty dywidendy i jej późniejszej realizacji. Opisywany obszar stanowi interesujące pole badawcze do dalszych eksploracji na polskim rynku kapitałowym.

Tab. 36. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących jakość wyniku w spółkach wypłacających określoną minimalną liczbę dywidend w okresie 2014-2023 oraz pozostałych emitentach GPW w Warszawie.

Miara jakości wyniku finansowego	Miara statystyczna	Stosowana polityka dywidendowa w latach 2014-2023					
		Minimum trzy wypłaty dywidend		Minimum pięć wypłat dywidend		Minimum siedem wypłat dywidend	
		NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK
DACC _{Jones}	Średnia	0,101	0,066	0,094	0,064	0,086	0,063
	Mediana	0,057	0,041	0,053	0,039	0,049	0,038
	Wariancja	0,039	0,008	0,031	0,008	0,026	0,006
	Odchyl. stand.	0,199	0,087	0,176	0,089	0,160	0,078
DACC _{Dechow}	Średnia	0,093	0,058	0,086	0,056	0,077	0,057
	Mediana	0,049	0,036	0,047	0,035	0,042	0,036
	Wariancja	0,034	0,007	0,027	0,007	0,022	0,005
	Odchyl. stand.	0,185	0,081	0,164	0,082	0,150	0,068
REM1	Średnia	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Mediana	0,000	0,001	0,000	0,001	0,000	0,002
	Wariancja	0,008	0,006	0,008	0,006	0,007	0,005
	Odchyl. stand.	0,087	0,079	0,087	0,076	0,086	0,070
PERS	Średnia	0,240	0,320	0,265	0,316	0,267	0,345
	Mediana	0,133	0,279	0,147	0,318	0,152	0,346
	Wariancja	0,370	0,232	0,373	0,193	0,340	0,150
	Odchyl. stand.	0,608	0,482	0,611	0,439	0,583	0,388
PRED	Średnia	0,129	0,183	0,147	0,178	0,157	0,175
	Mediana	0,046	0,092	0,055	0,099	0,064	0,096
	Wariancja	0,029	0,045	0,038	0,041	0,039	0,041
	Odchyl. stand.	0,171	0,211	0,194	0,202	0,197	0,202
SMOOTH	Średnia	2,932	1,911	2,711	1,863	2,642	1,470
	Mediana	1,154	0,798	1,144	0,767	0,931	0,775
	Wariancja	20,415	20,804	17,958	23,619	25,821	8,164
	Odchyl. stand.	4,518	4,561	4,238	4,860	5,081	2,857

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione rezultaty badań empirycznych mają swoje odzwierciedlenie w różnych nurtach ekonomii. Teoria sygnalizacji wskazuje bowiem, że wypłaty dywidend mogą być postrzegane jako sygnał dobrej kondycji i stabilności finansowej firmy. W sytuacji, gdy spółka publiczna dzieli się wypracowanym zyskiem ze swoimi akcjonariuszami, daje do zrozumienia, że nie ma ukrytych problemów finansowych, co może poprawić postrzeganą jakość jej wyników finansowych. Ponadto wypłata dywidendy zmniejsza zasoby finansowe spółki, zmuszając poniekąd do lepszego zarządzania swoimi finansami oraz ograniczając

przestrzeń do potencjalnych manipulacji. Jest to jednocześnie zgodne z hipotezą wolnych przepływów pieniężnych, orzekającą, iż firmy z nadmiarem gotówki mają większe szanse na manipulację wynikami. Wreszcie zgodnie z założeniami teorii agencji, wypłaty dywidend mogą zmniejszać koszty agencji, ograniczając tym samym potencjał menedżerów do niewłaściwego wykorzystania wolnych przepływów pieniężnych. W ten sposób przedsiębiorstwa wypłacające dywidendy mogą podlegać większej kontroli, co będzie pozytywnie wpływać na jakość raportowanych danych finansowych. Powyższe spostrzeżenia znalazły swoje częściowe potwierdzenie zarówno w kontekście polskiego rynku kapitałowego, jak i w przytoczonych wcześniej badaniach innych autorów.

4.5. Kształtowanie wyniku finansowego a całkowity zwrot dla akcjonariuszy spółek publicznych

Współczynnik całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych *TSR* (ang. *Total Shareholder Return*) może być uważany za jedną z najistotniejszych miar wyrażających korzyści płynące dla inwestorów i wynikające z inkorporowanych praw majątkowych i korporacyjnych w związku z posiadanymi akcjami. Miernik ten posiada szerokie zastosowanie zarówno w podejmowaniu zarówno krótko-, jak i długookresowych decyzji dotyczących strategii zakupu, sprzedaży i posiadania walorów poszczególnych emitentów z GPW w Warszawie.

Równania wykorzystywane do oszacowania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy mogą przybierać różne formy. W wersji podstawowej wartość wskaźnika *TSR* będzie wprost utożsamiana ze stopą rentowności akcji danego podmiotu, obliczaną wyłącznie na podstawie zmian wartości tego aktywa w przyjętym horyzoncie odniesienia (Burgman, Van Clief, 2012, s. 1-8). Ujęcie to może szczególnie zainteresować inwestorów spekulacyjnych, zainteresowanych uzyskaniem szybkiego dochodu dzięki bieżącym wahaniom kursów papierów wartościowych. Jednakże proponowane w literaturze przedmiotu odmienne podejścia badawcze do wyznaczania postaci wskaźnika *TSR* postulują uwzględnianie w jego formule nakreślonej i realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki podziału zysku netto (Jaki, 2012, s. 124) oraz innych wypłat gotówki na rzecz właścicieli przypadających na akcje spółki w okresie realizowanej inwestycji (Mikołajek-Gocejna, 2010, s. 50). Najczęściej spotykane dodatkowe formy przepływów pieniężnych płynących dla akcjonariuszy, poza przepływami pieniężnymi z tytułu dywidend, przybierają postać korzyści netto z odkupienia akcji oraz korzyści z tytułu prawa poboru akcji nowej emisji.

Jak zauważa Comporek (2018, s. 226), obliczenie finalnej wartości współczynnika *TSR* nie wyczerpuje zakresu i stopnia analizy finansowego zadowolenia właścicieli przedsiębiorstw giełdowych z tytułu osiągniętego dochodu z kapitału zainwestowanego w akcje danego emitenta. Ważnym punktem referencyjnym jest wypełnienie ich pierwotnych oczekiwań względem przewidywanego poziomu wygenerowanego bogactwa w drodze realizacji inwestycji w akcje, a te mogą być ustalane m.in. w oparciu o porównania wewnątrzsektorowe. Pomocna może okazać się formuła relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy *RTSR* (ang. *Relative Total Shareholder Return*), przedstawiająca relację między absolutną wartością współczynnika *TSR* a średnią grupową wartością tej miary, obliczaną np. dla rynku, branży lub konkurencji (Mikołajek-Gocejna, 2010, s. 51). Tak skalkulowana wartość współczynnika *RTSR* pozwala na wyselekcjonowanie tych przedsiębiorstw, które osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu dla swoich akcjonariuszy. Umożliwia ona również na ulokowanie danego podmiotu gospodarczego na liście emitentów wypełniających lub niewypełniających finansowe oczekiwania jego właścicieli.

W literaturze przedmiotu problematyka relacji zachodzących między stopniem intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego a zwrotem dla właścicieli spółek publicznych podejmowana jest głównie w dwóch ujęciach. Pierwsze z nich odnosi się wprost do wpływu praktyk kształtowania wyniku finansowego na osiąganą rentowność akcji w danym okresie. Drugie z kolei ocenia praktyki *earnings management* w kontekście ich oddziaływania na przyszłe lub oczekiwane stopy zwrotu z akcji. Przywołując najważniejsze wyniki wybranych badań empirycznych dotyczących omawianych zagadnień warto odnieść się do wniosków Bansala i in. (2021) sugerujących, że inwestorzy negatywnie postrzegają działania nakierowane na obniżanie zysku (straty) netto poprzez praktyki realnego kształtowania wyniku finansowego. W momencie, gdy kierownictwo jednostki zdecyduje się na redukcję wyniku w celu raportowania stałego strumienia dochodów, inwestorzy będą to odbierać jako element ryzyka, za który należy się dodatkowa premia. Z drugiej zaś strony akcjonariusze pozytywnie odbierają efekty płynące z podwyższania wyniku finansowego drogą manipulacji transakcjami gospodarczymi, co ma swoje odzwierciedlenie m.in. w braku chęci do pozbywania się walorów nawet w momencie wystąpienia niższych stóp zwrotu. W generalnym ujęciu udokumentowali oni negatywną zależność między REM a stopami zwrotu z akcji spółek giełdowych. Podobnie Bhutto i in. (2021) wykazali statystyczne, ujemne powiązania między wdrażanym spektrum operacji z zakresu rachunkowego i rzeczowego oddziaływania na wynik finansowy

a uzyskiwanymi stopami zwrotu dla akcjonariuszy identyfikowanymi z rentownością akcji. Negatywny związek między zwrotami z akcji a kształtowaniem wyników na poziomie firmy poświadczyli również Aboody i in. (2005) oraz Wang i in. (2024), przy czym ci drudzy powyższą konkluzję odnosili w stosunku do firm o wysokim ryzyku refinansowania długu. Z kolei Salehi i in. (2018) nie wykazali istotnych zależności między jakością ujawnień oraz skalą i kierunkami memoriałowego kształtowania wyniku na osiągane stopy zwrotu z akcji w Iranie. Należy jednocześnie podkreślić, iż liczne badania potwierdzają (Graham i in., 2005; Dechow, Dichev, 2002; Biddle i in., 2009), że w perspektywie długookresowej wysoka jakość raportowanych wyników finansowych jest pozytywnie skorelowana z wartościami wskaźnika TSR. Natomiast praktyki kształtowania wyników typu memoriałowego lub transakcyjnego mogą, co prawda, w krótkim horyzoncie przyczynić się do wzrostu stóp zwrotu dla inwestorów, lecz w dłuższej perspektywie będą prowadzić do obniżenia zaufania inwestorów i finalnego spadku wartości współczynnika TSR.

Postawione w monografii pytanie badawcze wiązało się z próbą uzyskania odpowiedzi, czy wartości wskaźników całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie obliczane dla danego roku są statystycznie powiązane z zakresem i kierunkami procesów rachunkowego i realnego kształtowania zysku (straty) netto zachodzącymi w danym przedsiębiorstwie. W tym celu wykorzystano metodę regresji wielorakiej z procedurą stopniowego usuwania zmiennych egzogenicznych nieistotnych statystycznie. Za zmienne endogeniczne w testowanych modelach przyjęto tradycyjną (*TSR*) i relatywną (*RTSR*) postać wskaźnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy. Pierwszy miernik został obliczony z uwzględnieniem następującego równania:

$$TSR_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t}{P_{t-1}} \quad (25)$$

Gdzie:

- TSR_t – wskaźnik relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w roku t ;
- P_t – rynkowa cena akcji na koniec okresu t ;
- P_{t-1} – rynkowa cena akcji na początku okresu t ;
- DPS_t – wartość dywidendy przypadającej na akcję spółki w okresie t .

Z kolei wskaźnik relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy *RTSR* został skalkulowany według wzoru:

$$RTSR_t = TSR_t - \overline{TSR}_t \quad (26)$$

Gdzie:

- $RTSR_t$ – wskaźnik relatywnego całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w roku t ;
- $\overline{TSR}_t$ – średnia wartość wskaźnika całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy dla sektora w okresie t .

Do zmiennych egzogenicznych w przyjętych modelach regresyjnych zaliczono: wskaźnik dyskrejonalnych różnic memoriałowych wyznaczanych za pomocą metodologii Dechow i in. ($DACC_{Dechow}$), zagregowany współczynnik realnego kształtowania zysku (straty) netto $REM1$, a także zestaw zmiennych kontrolnych (opisanych w podrozdziale 3.2):

$$\begin{bmatrix} TSR_t \\ RTSR_t \end{bmatrix} = \alpha_0 + \alpha_1 DACC_{Dechow,t} + \alpha_2 REM1_t + \sum_{i=1}^{n=6} CONTROL\ VARIABLES + \varepsilon_t \quad (27)$$

Przedstawione w tab. 37 rezultaty przeprowadzonych analiz regresji potwierdzają wcześniejsze spostrzeżenia z innych rynków kapitałowych i dowodzą, że w badanej populacji można mówić o występowaniu statystycznie istotnych, negatywnych związków między rachunkowym i realnym kształtowaniem zysku (straty) netto a uzyskiwanymi wartościami wskaźników obrazujących stopę zwrotu dla akcjonariuszy z tytułu inwestycji w akcje danego emitenta (Graham i in., 2005; Dechow, Dichev, 2002; Biddle i in., 2009; Cohen i in., 2008). Uwaga ta dotyczy zarówno tradycyjnego miernika korzyści (strat) kapitałowych w związku z inwestycjami w walory określonej spółki (TSR), jak i jego wersji względnej ($RTSR$). Zauważalny jest fakt, iż testowane modele regresyjne charakteryzowały się słabym stopniem dopasowania do danych empirycznych, choć jak zauważa Michalak (2018, s. 207) analiza regresji jest w tego typu przypadkach wykorzystywana do wykrywania zależności, a nie do prognozowania, i z tego względu moc modelu nie ma decydującego znaczenia. Nadmienić również należy, że otrzymane wartości testów Durbina-Watsona wskazują, iż w omawianych przypadkach autokorelacja reszt (I rzędu) nie występuje. Wartości współczynników wariancji inflacji (VIF), określające, czy między badanymi predyktorami występuje współliniowość, również w obu przypadkach okazała się być na niskim poziomie.

Tab. 37. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między uzyskiwanym zwrotem dla akcjonariuszy a skalą i kierunkami kształtowania wyników w spółkach giełdowych.

Zmienna zależna: TSR_t							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestand.		Współczynniki stand.	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	11,668	1,972	-	5,918	<0,001	-	-
DACC_{Dechow}	-26,346	9,207	-0,073	-2,861	0,004	0,689	1,451
REM1	-84,373	14,766	-0,125	-5,714	<0,001	0,929	1,076
TANG	-15,655	5,863	-0,057	-2,67	0,008	0,968	1,034
INT	-0,752	0,86	-0,019	-0,874	0,382	0,989	1,011
RET	-0,042	0,024	-0,037	-1,74	0,082	0,986	1,014
LTL	5,168	8,674	0,013	0,596	0,551	0,96	1,042
STL	2,984	0,594	0,128	5,021	<0,001	0,681	1,469
ROA	63,01	6,43	0,286	9,8	<0,001	0,522	1,915
Krok 2							
(Stała)	12,257	1,705	-	7,188	<0,001	-	-
DACC_{Dechow}	-25,871	9,171	-0,071	-2,821	0,005	0,695	1,44
REM1	-84,381	14,764	-0,125	-5,715	<0,001	0,929	1,076
TANG	-15,056	5,776	-0,055	-2,607	0,009	0,997	1,003
INT	-0,748	0,86	-0,018	-0,87	0,384	0,989	1,011
RET	-0,042	0,024	-0,037	-1,749	0,080	0,986	1,014
STL	2,959	0,593	0,127	4,993	<0,001	0,684	1,461
ROA	62,737	6,412	0,285	9,784	<0,001	0,525	1,905
Krok 2							
(Stała)	12,128	1,699	-	7,14	<0,001	-	-
DACC_{Dechow}	-26,174	9,164	-0,072	-2,856	0,004	0,696	1,438
REM1	-83,838	14,75	-0,124	-5,684	<0,001	0,931	1,074
TANG	-15,096	5,775	-0,055	-2,614	0,009	0,997	1,003
RET	-0,042	0,024	-0,037	-1,756	0,049	0,987	1,014
STL	2,99	0,592	0,129	5,054	<0,001	0,687	1,456
ROA	63,295	6,38	0,288	9,922	<0,001	0,530	1,886
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durбина-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,276	0,076	0,073	52,57185	2,065	<0,001	2170
2	0,276	0,076	0,073	52,56368		<0,001	
3	0,275	0,076	0,073	52,5606		<0,001	

Zmienna zależna: RTSR _t							
Zmienne niezależne	Współczynniki niestandardyzowane		Współczynniki standaryzowane	t	p-value	Statystyki współliniowości	
	B	Błąd stand.	Beta			Tolerancja	VIF
Krok 1							
(Stała)	-0,703	1,831	-	-0,384	0,701	-	-
DACC _{Dechow}	-26,653	8,551	-0,08	-3,117	0,002	0,689	1,451
REM1	-58,01	13,714	-0,093	-4,23	<0,001	0,929	1,076
TANG	-11,527	5,445	-0,046	-2,117	0,034	0,968	1,034
INT	-0,335	0,799	-0,009	-0,419	0,675	0,989	1,011
RET	-0,056	0,022	-0,054	-2,516	0,012	0,986	1,014
LTL	7,241	8,056	0,02	0,899	0,369	0,96	1,042
STL	2,252	0,552	0,105	4,08	<0,001	0,681	1,469
ROA	56,006	5,971	0,276	9,379	<0,001	0,522	1,915
Krok 2							
(Stała)	-0,756	1,826	-	-0,415	0,678	-	-
DACC _{Dechow}	-26,786	8,543	-0,08	-3,135	0,002	0,69	1,449
REM1	-57,768	13,699	-0,093	-4,217	<0,001	0,931	1,074
TANG	-11,542	5,444	-0,046	-2,12	0,034	0,968	1,034
RET	-0,056	0,022	-0,054	-2,521	0,012	0,986	1,014
STL	7,216	8,054	0,019	0,896	0,37	0,96	1,042
LTL	2,266	0,551	0,106	4,113	<0,001	0,683	1,464
ROA	56,254	5,94	0,277	9,47	<0,001	0,527	1,896
Krok 3							
(Stała)	0,066	1,577	-	0,042	0,967	-	-
DACC _{Dechow}	-26,121	8,511	-0,078	-3,069	0,002	0,696	1,438
REM1	-57,781	13,698	-0,093	-4,218	<0,001	0,931	1,074
TANG	-10,706	5,363	-0,042	-1,996	0,046	0,997	1,003
RET	-0,057	0,022	-0,054	-2,533	0,011	0,987	1,014
STL	2,231	0,549	0,104	4,06	<0,001	0,687	1,456
ROA	55,868	5,925	0,275	9,43	<0,001	0,53	1,886
Krok	R	R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania	Statystyka Durбина-Watsona	ANOVA p-value	N
1	0,251	0,063	0,059	48,82392	2,061	<0,001	2170
2	0,251	0,063	0,06	48,81421		<0,001	
3	0,250	0,063	0,06	48,81189		<0,001	

Źródło: opracowanie własne.

Zakończenie

Asymetria informacji pojawiająca się pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy przedsiębiorstw publicznych (w tym między zarządem a inwestorami) może być rozpatrywana w skali makro, jak i mikro. Powszechnie uważa się, że oddziałuje ona na efektywność rynków kapitałowych, skuteczność alokacji zasobów oraz szereg innych decyzji podejmowanych w obrębie podmiotu gospodarczego. Zjawisko asymetrii informacji może być niwelowane m.in. poprzez stwarzanie warunków zapewniających dostęp do informacji w drodze przyznania stronom zainteresowanym prawa do żądania od zarządu spółki przekazywania informacji w sposobie i treści precyzyjnie określonych normami prawa. Może być ono również zredukowane poprzez ograniczanie bodźców do oportunistycznych zachowań kadry menedżerskiej, sytuujących osiągnięcie prywatnych korzyści ponad interesy obecnych bądź potencjalnych właścicieli przedsiębiorstwa. Wdrożenie obu ścieżek działań nakierowanych na ograniczanie asymetrii informacji wydaje się być niezbędne w celu wypełnienia obowiązującego w dobie globalizacji paradygmatu komunikacji opierającego się na komunikowaniu wartości. Komunikacja spółek publicznych z inwestorami oraz pozostałymi przedstawicielami społeczności finansowej odbywa się przy wykorzystaniu instrumentów komunikacji marketingowej oraz narzędzi sygnalizacji. Pierwsze z nich są wykorzystywane głównie w obszarze kreacji relacji inwestorskich oraz doboru instrumentów promocji. Natomiast drugie znajdują swoje zastosowanie w sferze komunikowania polityki kondycyjno-cenowej spółki. Narzędzia komunikacji marketingowej w spółkach publicznych można klasyfikować ze względu na ich

obligatoryjny lub fakultatywny charakter, osobowy bądź bezosobowy wymiar, jak również zewnętrzne lub wewnętrzne ukierunkowanie z perspektywy organizacji. Bez wątpienia jednak najistotniejszą formą komunikacji kierownictwa spółek giełdowych z inwestorami w dalszym ciągu jest raportowanie finansowe.

Sporządzane przez podmioty gospodarcze raporty finansowe są wytworem sprawozdawczości finansowej, stanowiącej ostatni etap procesu przetwarzania informacji w systemie rachunkowości. Ranga, jaka jest przypisywana sprawozdaniu finansowemu, wynika głównie z potrzeb informacyjnych zgłaszanych przez poszczególne grupy użytkowników tychże raportów. Uprzywilejowana pozycja inwestorów w gronie odbiorców informacji sprawozdawczej wynika z faktu, że to właśnie ta grupa interesariuszy dostarcza kapitał niezbędny do zapewnienia ciągłości istnienia podmiotu gospodarczego na rynku, jego trwania i rozwoju. Inwestorzy są postrzegani za pierwszoplanowych beneficjentów wartości kreowanej w przedsiębiorstwie m.in. ze względu na fakt, iż realizowane przez nich inwestycje w walory danego emitenta cechują się znacznym stopniem ryzyka. Potrzeby informacyjne inwestorów w zakresie sprawozdawczości finansowej mogą być różne i w znacznej mierze zależą od charakteru podejmowanych inwestycji, preferowanych metod analizy spółek giełdowych i cen ich akcji, wiedzy, doświadczeń oraz cech behawioralnych.

Spośród szerokiego spektrum raportowanych danych finansowych na szczególną uwagę zasługuje kategoria wyniku finansowego, będącego nie tylko najbardziej syntetycznym odzwierciedleniem oceny działalności przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, ale także podstawą do określania zdolności przedsiębiorstwa względem generowania przyszłych korzyści ekonomicznych. Aby raportowany wynik finansowy dobrze wypełniał swoją rolę, musi on odznaczać się wysoką jakością. O jakości wykazywanego zysku (straty) świadczyć może trafność decyzji podejmowanych w oparciu o ujawniane dane dotyczące wyniku finansowego oraz dokładność raportowanego wyniku wygenerowanego na określonym szczeblu działalności przedsiębiorstwa. Innymi słowy ujmując, wysokojakościowy wynik finansowy przedstawiać powinien rzetelny i prawdziwy obraz przedsiębiorstwa, bez zniekształceń będących efektem manipulacji dokonywanych przez osoby odpowiedzialne za rachunkowość w podmiocie gospodarczym. Jakość wyniku finansowego może być estymowana na podstawie jego: stabilności, przewidywalności, stopnia wygładzenia, szybkości ujmowania strat (konserwatywizmu rachunkowego) czy też zakresu implementowanych praktyk z obszaru rachunkowego i rzeczowego kształtowania wyniku finansowego. Do oceny jakości raportowanych wyników służyć może wiele mierników i modeli analitycznych, które w założeniu

mogą być zaklasyfikowane do jednej z trzech grup. Pierwsza z nich uwzględnia miary pomocne w oszacowaniu poziomu jednej wybranej własności (cechy) jakości wyniku finansowego. Druga obejmuje narzędzia pozwalające na pomiar jakości wyniku finansowego w sposób holistyczny, z uwzględnieniem czynnika fundamentalnej efektywności ekonomiczno-finansowej podmiotu gospodarczego. Trzecia z kolei obejmuje instrumenty umożliwiające estymację stopnia rachunkowych praktyk związanych z manipulacją danymi sprawozdawczymi przy założeniu, że manipulacje te mogą dotyczyć również samego wyniku finansowego jednostki.

Wynik finansowy, ze względu na swój memoriałowy charakter, jest wysoce podatny na intencjonalne kształtowanie. Procesy kształtowania wyniku finansowego są rozumiane jako wdrażanie praktyk skutkujących brakiem wykazania takiego poziomu zysku (straty), jaki jest znany zarządowi, i który byłby wykazany w sprawozdaniu finansowym emitenta w normalnych okolicznościach (tj. w przypadku braku wcześniej zdefiniowanych i postawionych celów finansowych możliwych do osiągnięcia na gruncie twórczej interpretacji zasad rachunkowości, elastycznego podejścia do procesów rejestracji, ewidencji, przetwarzania i prezentacji zdarzeń gospodarczych oraz strukturalizacji operacji biznesowych). Systematyka metod i typów kształtowania wyniku finansowego może być opracowana zarówno w odniesieniu do konsekwencji (uzyskanych rezultatów) wynikających z aktywnego wpływania na wynik finansowy jednostki, jak i w oparciu o rodzaj stosowanych metod czy przedmiot modyfikacji (ścieżkę realizacji założonego celu działań). Może ona również obejmować stosowane hierarchizacje uwzględniające: typ przedsiębiorstw, w których praktyki kształtowania mają miejsce, czas podejmowanych działań związanych z kształtowaniem zysku (straty) oraz charakter ich wpływu na raportowane pozycje sprawozdawcze. Zauważyć należy, że podjęcie się próby oceny skali i kierunków działań nakierowanych na intencjonalne oddziaływanie na wynik finansowy w podmiocie może być obarczone pewnymi dylematami natury metodologicznej. Pojawiające się wątpliwości mogą dotyczyć m.in. liczebności, doboru i sposobów uwzględniania konkretnych obserwacji w próbie badawczej, wyboru określonych narzędzi służących do estymacji zakresu kształtowania wyników typu rachunkowego i typu rzeczowego, czy też mechanizmów dokonywania odpowiednich szacunków (np. wybór między możliwością przeprowadzania badań przekrojowych w obrębie sektorów oraz analiz na poziomie pojedynczych przedsiębiorstw).

Wyniki przeprowadzonych badań empirycznych wykazały, że spółki publiczne odznaczające się wyższymi od mediany dla sektora wartościami współczynników stabilności i przewidywalności wyniku finansowego w mniejszym zakresie

wdrażały w okresie 2014-2023 praktyki rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto od pozostałych jednostek uwzględnionych w analizie. Z drugiej zaś strony skala memoriałowego kształtowania wyniku finansowego była statystycznie zależna od stopnia wygładzania zysku (straty) netto – przedsiębiorstwa giełdowe odznaczające się wyższym od wartości środkowej dla branży zakresem wygładzania wyniku netto cechowały się statystycznie większymi absolutnymi wartościami dyskrecjonalnych różnic memoriałowych wyodrębnianych za pomocą metodologii Dechow i in. (2003). Otrzymane rezultaty badań empirycznych uwydatniły także, że statystyczna ocena związków zachodzących między skalą implementowanych praktyk *earnings management* a przewidywalnością i gładkością wyniku finansowego jest w dużej mierze uzależniona od sposobu ekstrakcji uznaniowych różnic memoriałowych.

Do oceny relacji między memoriałowym a operacyjnym kształtowaniem wyników finansowych w spółkach giełdowych posłużyła metoda regresji wielorakiej z procedurą stopniowego usuwania zmiennych egzogenicznych nieistotnych statystycznie. Z analizy przeprowadzonych badań regresyjnych wynika, że w badanej populacji można mówić o występowaniu dodatnich związków między współczynnikami uznaniowych różnic memoriałowych a zagregowanym wskaźnikiem całkowitego rzeczowego oddziaływania na wynik finansowy jednostki, obliczanym za pomocą metodologii Roychowdhury'ego. Spostrzeżenie to może potwierdzać tezę o występowaniu komplementarnego związku między wskazanymi rodzajami kształtowania wyniku finansowego na polskim rynku kapitałowym. Jednakże rezultaty dalszych badań empirycznych prowadzą do konkluzji, że w ocenie substytucyjności bądź komplementarności zastosowania obu rodzajów kształtowania zysku (straty) netto w przedsiębiorstwach publicznych niebagatelną rolę odgrywa przyjęty sposób oceny skali i ścieżek rzeczowego oddziaływania na wynik finansowy w podmiocie gospodarczym. Okazało się bowiem, że, przyjmując za podstawę odniesienia wskaźnik *REM2*, uwzględniający sumę standaryzowanych dyskrecjonalnych kosztów produkcji i standaryzowanych dyskrecjonalnych kosztów uznaniowych (przemnożonych przez -1), relacje między testowanymi zmiennymi okazały się być negatywne. Jednakże, ze względu na powszechnie wskazywany w literaturze przedmiotu problem z potencjalną endogenicznością między rachunkowym a realnym kształtowaniem wyniku finansowego, należy mieć na uwadze, iż wyniki powyższych analiz mogą być obciążone błędem wynikającym z obciążenia estymatora. W konsekwencji prowadzić to może do problemów z poprawną identyfikacją kierunku zależności przyczynowo-skutkowych między rozpatrywanymi rodzajami kształtowania wyników.

Koncepcja lepkości kosztów wywodzi się z założeń rachunkowości zarządczej i opisuje asymetryczne kształtowanie się przychodów i kosztów w przedsiębiorstwie w momencie zaistnienia zmian generowanej sprzedaży. W tradycyjnym ujęciu przyjmuje się, że wzrost wielkości wybranych grup kosztów (np. kosztów zarządu i kosztów sprzedaży) w przypadku spadku generowanych przychodów ze sprzedaży jest oznaką nieefektywności jednostki gospodarczej. Obecnie utrzymuje się, że jeśli menedżerowie spodziewają się, że spadek sprzedaży jest tymczasowy, mogą decydować się na poniesienie kosztów utrzymania nadmiaru zasobów w celu uniknięcia wydatków związanych z dostosowaniem się przedsiębiorstwa do nowych warunków prowadzenia działalności gospodarczej (w związku ze zmniejszeniem popytu na oferowane dobra i usługi) lub ich ponownym odtwarzaniem do przywrócenia pierwotnego poziomu popytu. Ponieważ lepkość kosztów może mieć integralny wpływ na wyniki finansowe jednostki, w opracowaniu podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czy wpływa ona na zakres rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto w spółkach publicznych. Przeprowadzone badania udokumentowały, że w subpopulacjach przedsiębiorstw wdrażających strategię lepkości (antylepkości) kosztów własnych sprzedaży zakres rachunkowego kształtowania wyników dywersyfikuje się w sposób statystyczny. Skala memoriałowego kształtowania wyniku finansowego wzrasta bowiem wraz z obniżaniem się poziomu lepkości kosztów własnych sprzedaży. Jednocześnie podobnych zależności nie odnotowano względem innej rozpatrywanej kategorii kosztów, a mianowicie sumarycznej wielkości kosztów zarządu powiększonych o koszty sprzedaży.

Analiza relacji zachodzących między zakresem rachunkowego kształtowania wyniku finansowego a stopniem konserwatyzmu rachunkowego ocenianym na podstawie relacji między zyskiem netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi (wskaźnik *CONS1*) przyniosła zaskakujący wniosek, że spółki publiczne notowane wdrażające zasadę ostrożności cechują się statystycznie większą intensywnością (spektrum) stosowanych praktyk memoriałowego kształtowania wyniku netto aniżeli podmioty nierealizujące założeń konserwatyzmu warunkowego. Jednocześnie najniższymi średnimi i środkowymi absolutnymi wartościami dyskrejonalnych korekt zysku netto charakteryzują się te spółki, dla których różnice między raportowanymi poziomami wyniku netto i operacyjnych przepływów pieniężnych w dziesięcioletnim horyzoncie 2014-2023 były najmniejsze. Odmienne konkluzje płyną z oceny powiązań zakresu rachunkowego kształtowania wyniku finansowego ze stopniem konserwatyzmu rachunkowego szacowanego na podstawie asymetryczności relacji między całkowitymi różnicami memoriałowymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi. W tym przypadku fakt występowania

statystycznej zależności między testowanymi zmiennymi zauważono jedynie w przypadku różnic memoriałowych wyznaczanych za pomocą modelu Dechow i in. (i to na dodatek w momencie przyjęcia poziomu istotności $\alpha=0,1$).

Z analizy uzyskanych wyników badań empirycznych wynika również, że spółki publiczne funkcjonujące w ramach grup kapitałowych i pełniące w ich obrębie funkcję jednostki dominującej charakteryzowały się podobnym stopniem stabilności i przewidywalności wyniku finansowego jak podmioty gospodarcze niewchodzące w skład grup kapitałowych. Statystycznie wyższymi przeciętnymi wartościami stopnia wygładzania zysków cechowały się przedsiębiorstwa funkcjonujące w ramach struktur powiązanych kapitałowo, z kolei o większej skali memoriałowego kształtowania wyniku finansowego netto można mówić w odniesieniu do spółek nieoperujących w ramach grup kapitałowych. Przeprowadzone testy nie wykazały przy tym istotnych statystycznie dysproporcji między zakresem realnego oddziaływania na wynik finansowy w obu analizowanych subpopulacjach.

W opracowaniu zbadano również związki zachodzące między obrotowością akcji a zakresem wdrażanych manipulacji wynikiem finansowym typu rachunkowego. Poczynione analizy skłaniają ku twierdzeniu, że niższe spektrum memoriałowego kształtowania wyników notuje się względem spółek cechujących się wyższymi wartościami obrotów akcjami.

W pomiarze jakości raportowanego wyniku finansowego w spółkach niedowartościowanych i przewartościowanych pomocny okazał się wskaźnik obrazujący wartość rynkową przedsiębiorstwa w odniesieniu do jego wartości księgowej. Po zastosowaniu prostych przekształceń, wskaźnik MV/BV odzwierciedlać będzie stosunek ceny rynkowej akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję, stając się tym samym istotnym miernikiem wyceny walorów spółek publicznych. Zrealizowane badania empiryczne wykazały, iż zakres rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto wzrastał zarówno wśród spółek o ujemnej wartości księgowej kapitałów własnych, jak i w obrębie podmiotów, których wycena rynkowa ponad czterokrotnie przewyższała wartość bilansową (co teoretycznie świadczy o mocnym przewartościowaniu akcji). Spółki cechujące się wysokim poziomem przeszacowania akcji odznaczały się ponadto zauważalnie niższymi średnimi i środkowymi wartościami persystencji i wygładzenia wyniku finansowego od pozostałych podmiotów biorących udział w badaniu. Z drugiej zaś strony przedsiębiorstwa skrajnie niedoszacowane ($MV/BV \leq 0,25$) także odznaczały się znaczną intensywnością wykorzystania praktyk kształtowania wyniku finansowego typu rachunkowego i typu realnego, lecz (co ciekawe) miało to miejsce przy jednoczesnym dążeniu do zachowania wysokich wartości progностycznych zysku netto.

Bez względu na przyjęte kryterium klasyfikacji spółek publicznych do grona „płatników dywidendy” zaliczamy te przedsiębiorstwa, które w okresie 2014-2023 co najmniej trzykrotnie zrealizowały wypłatę z zysku dla swoich akcjonariuszy oraz charakteryzowały się lepszą jakością raportowanych danych sprawozdawczych od pozostałych podmiotów poddanych analizie. Wyrazem tego jest statystycznie niższy zakres rachunkowego kształtowania zysku (straty) netto, wyższa stabilność i przewidywalność wyników oraz mniejszy stopień wygładzania zysku (straty) netto we wspomnianych jednostkach (w porównaniu do reszty testowanych spółek).

Za pomocą metody regresji wielorakiej zbadano również, czy wartości wskaźników całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie (obliczanych w skali roku) są statystycznie powiązane z zakresem i kierunkami procesów rachunkowego i realnego kształtowania zysku (straty) netto. Otrzymane rezultaty potwierdziły spostrzeżenia płynące z innych krajów i dowodzą, że w badanej populacji można mówić o występowaniu statystycznie istotnych, negatywnych związków między rachunkowym i realnym kształtowaniem zysku (straty) netto a uzyskiwanymi stopami zwrotu dla akcjonariuszy z tytułu inwestycji w akcje danego emitenta.

Wyeksponowanie powyższych spostrzeżeń i wniosków w reasumpcji pracy pozwala podkreślić bogactwo i wielowymiarowość podejmowanych zagadnień, jak również zaakcentować fakt, że zrealizowane badania stanowią niewątpliwą przyczynę do rozwijania dalszych prac teoretyczno-empirycznych nad zagadnieniami jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. Jednocześnie zrealizowane badania mają szerokie implikacje natury praktycznej, teoretycznej i społecznej.

Wiedza na temat mechanizmów i determinant kształtowania wyników (zarówno typu memoriałowego, jak i transakcyjnego) oraz skutków ich oddziaływania na wartość rynkową przedsiębiorstwa, osiągnęte stopy zwrotu czy realizowaną politykę redystrybucji zysku netto może pomóc inwestorom w podejmowaniu bardziej świadomych decyzji i unikaniu spółek o niskiej transparentności finansowej lub ponadprzeciętnym angażowaniu się w praktyki *earnings management*. Istotne implikacje badań płyną również dla analityków finansowych oraz doradców inwestycyjnych, którzy w swoich rekomendacjach mogą uwzględniać m.in. wpływ strategii kształtowania wyniku finansowego na realizację nadrzędnego celu działalności spółek publicznych, jakim jest maksymalizacja korzyści dla ich właścicieli w drodze osiągnięcia możliwie wysokiego zwrotu z zainwestowanego kapitału przy akceptowalnym poziomie ryzyka. Wreszcie dzięki diagnostycznemu

zobrazowaniu relacji zachodzących między stopniem kształtowania zysku (straty) a obrotowością akcji, łatwiejsze stanie się prognozowanie zmian w płynności rynku oraz predykcja przyszłych zachowań inwestorów. Przedstawione wyniki mogą stanowić cenny punkt odniesienia dla zarządów spółek giełdowych, dla których zrozumienie skutków wdrażanych praktyk rachunkowego i transakcyjnego kształtowania wyniku pozwoli na bardziej świadomą realizację polityki finansowej przedsiębiorstwa, która będzie nastawiona na minimalizowanie ryzyka utraty reputacji oraz budowanie zaufania wśród inwestorów.

Na gruncie teoretycznym otrzymane rezultaty analiz empirycznych mogą przyczynić się do rozwoju krajowej literatury dotyczącej zagadnień jakości wyniku finansowego w spółkach publicznych oraz jego determinant. Istotnym wkładem do dotychczasowych rozważań teoretyczno-poznawczych jest identyfikacja relacji między konserwatyzmem rachunkowym a dyskrecyjnymi różnicami memoriałowymi, która dostarcza nowych dowodów na temat wpływu polityki rachunkowej przedsiębiorstwa na wiarygodność raportowanych danych finansowych. Podobnie może być postrzegana analiza wpływu lepkości kosztów na zakres rachunkowego kształtowania wyniku finansowego, która wzbogaca dotychczasowe badania nad praktykami spółek giełdowych w zakresie zarządzania kosztami. O ile bowiem dotychczasowe badania koncentrowały się głównie na wpływie strategii lepkości (antylepkości) kosztów na generowane wyniki operacyjne, o tyle wyeksponowane w niniejszej monografii wnioski pozwalają na szersze określenie roli asymetrycznego zachowania kosztów w kontekście przyjętych strategii kształtowania wynikiem finansowym.

Wreszcie implikacje społeczne przeprowadzonych badań dotyczą głównie możliwości zwiększenia transparentności i przejrzystości raportowania spółek publicznych. Otrzymane rezultaty analiz empirycznych mogą pozytywnie wpłynąć na usprawnienia w zakresie regulacji rynku kapitałowego oraz ochronę interesariuszy przedsiębiorstwa (w tym inwestorów) przed niekorzystnymi praktykami manipulacji danymi sprawozdawczymi. Zważywszy na fakt, iż współczesne rynki opierają się na zaufaniu, a wszelkie przejawy intencjonalnej „kreacji” wyników finansowych mogą prowadzić do zaburzenia równowagi między outsiderami a zarządami spółek publicznych, podjęte w monografii zagadnienia wydają się być istotne i aktualne. W obliczu dynamicznych zmian zachodzących w globalnej gospodarce oraz rozwoju nowych metod analizy spółek giełdowych dostarczają one cennych informacji dla inwestorów, regulatorów i innych interesariuszy rynku kapitałowego.

Bibliografia

- Aboody, D., Hughes, J., Liu, J. (2005). Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), s. 651-673.
- Achleitner, A. K., Günther, N., Kaserer, C., Siciliano, G. (2014). Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review*, 23, s. 431-461.
- Achleitner, P., Wichels, D. (2003). *Management von Kapitalmarkterwartungen*. W: Ebel, B., Hofer, M.B. (red.) *Investor Marketing*. Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Adamczyk, A., Franek, S. (2024). The Impact of Earnings Management on the Value of Companies – The Role of Ownership Structure. *Journal of Banking and Financial Economics*, 2022(18), s. 60-71.
- Adamczyk-Kowalczyk, M. (2022). *Behawioralne determinanty decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym*. PWE, Warszawa.
- Aluchna, M. (2002). *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*. W: Rudolf, S. (red.) *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Amihud, Y., Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, s. 223-249.
- An, Y. (2017). Measuring Earnings Quality Over Time. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), s. 82-87.
- Anderson, M., Banker, R., Janakiraman, S. (2003). Are selling, general and administrative costs 'sticky'? *Journal of Accounting Research*, 41(1), s. 47-63.
- Anderson, M., Banker, R., Huang, R., Janakiraman, S. (2007). Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 22(1), s. 1-28.
- Araújo Mendes, C., Lima Rodrigues, L., Parte Esteban, L. (2012). Evidence of earnings management using accruals as a measure of accounting discretion. *Tékhnē – Review of Applied Management Studies*, 10, s. 3-14.
- Artienwicz, N. (2018). *Rachunkowość behawioralna*, CeDeWu, Warszawa.
- Artienwicz, N., Bartoszewicz, A., Cygańska, M., Wójtowicz, P. (2020). *Kształtowanie wyniku finansowego w Polsce. Teoria – praktyka – stan badań*. Wydawnictwo IUS Publicum, Katowice.
- Arya, A., Glover, J., Sunder, S. (1998). Earnings management and the revelation principle. *Review of Accounting Studies*, 3(1), s. 7-31.
- Arya, A., Glover, J., Sunder, S. (2003). Are unmanaged earnings always better for shareholders? *Accounting Horizons*, 17(s1), s. 111-116.
- Asien, E. N. (2012). It Is Not "Earnings Management" If It Is Not Earnings Management: An Epistemological Dialectic. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 8(1), s. 73-89.
- Ball R., Shivakumar L., (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), s. 83-128.
- Banker, R. D., Chen, J., Park, H. (2014). Cost behavior models analysts and investors use, <https://ssrn.com/abstract=2482723> (dostęp: 09.11.2024).
- Banker, R. D., Chen, L. (2006). Predicting earnings using a model of cost variability and cost stickiness. *The Accounting Review*, 81(1), s. 285-307.
- Bansal, M., Ali, A., Choudhary, B. (2021). Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), s. 266-280.
- Bareja, K., Giedroyc, M. (2016). Motywy wyboru wartości godziwej do wyceny środków trwałych w świetle pozytywnej teorii rachunkowości. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 87(143), s. 9-18.
- Barro, R. J., Lee, J.-W. (1994). Sources of Economic Growth. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 40, s. 1-46.
- Barton, J., Simko, P. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review*, 77(1), s. 1-27.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), s. 3-37.

- Beatty, A., Harris, D. (1999). The effects of taxes, agency costs and information asymmetry on earnings management: a comparison of public and private firms. *Review of Accounting Studies*, 4, s. 299-326.
- Beaver, W.H., Ryan, S.G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modelling. *Review of Accounting Studies*, 10, s. 269-309.
- Beidleman, C. R. (1975). Income Smoothing: The Role of Management: A Reply. *The Accounting Review*, 50(1), s. 122-126.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 27(12), s. 3-17.
- Beneish, M. D., Lee, C. M. C., Nichols, D. C. (2012). Fraud Detection and Expected Returns, *Working Paper*, Indiana University Bloomington, s. 1-53.
- Beneish, M. D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), s. 24-36.
- Beyer, A., Guttman, I., Marinovic, I. (2019). Earnings Management and Earnings Quality: Theory and Evidence. *The Accounting Review*, 94(4), s. 77-101.
- Beyer, K. (2014). Pomiar kapitału intelektualnego wskaźnikiem MV/BV. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 38(1), s. 9-19.
- Bhutto, N. A., Shaique, M., Kanwal, S., Matlani, A. (2021). Impact of Earnings Management Practices on Stock Return. *Indonesian Capital Market Review*, 13(1), s. 12-36.
- Białas-Szymańska, M. (2018). Efektywny rynek kapitałowy a system rachunkowości przedsiębiorstw. *Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie*, 49(4), 63-74.
- Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), s. 112-131.
- Boylan, D. (2015). A review of the effects of Sarbanes-Oxley on stock price. *Global Business & Finance Review*, 20(1), 121-126.
- Braam, G., Nandy, M., Weitzel, U., Lodh, S. (2015). Accrual-based and Real Earnings Management and Political Connections. *The International Journal of Accounting*, 50(2), s. 111-141.
- Burda, M., Wypłosz, Ch. (2000). *Makroekonomia. Podręcznik europejski*. PWE, Warszawa.
- Burgman, R., Van Clieaf, M. (2012). Total Shareholder Return and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? *Rotman International Journal of Pension Management*, 5(2), s. 1-8.
- Callao, S., Jarne, J., Wróblewski, D. (2014). The development of earnings management research. A review of literature from three different perspectives. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 79(135), s. 135-177.
- Chambers, D.J. (1999). Earnings Management and Capital Market Misallocation. *S&P Global Market Intelligence Research Paper Series*, s. 1-50. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=198790 (data wejścia: 25.10.2024).
- Chan, H., Faff, R. (2005). Asset Pricing and Illiquidity Premium. *The Financial Review*, 40, s. 429-458.
- Chang, K. H., Chen, M. A., Kuo, L. (2016). The Effect of Earnings Management on Stock Liquidity. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), s. 1012-1042.
- Chen, C. J. P., Yuan, H. (2016). Dividend policy and earnings management. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, s. 125-146.
- Chen, C.-L., Huang, S.-H., Fan, H.-S. (2012). Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. *Journal of Economic Policy Reform*, 15(2), s. 93-108.
- Chen, T.-Y., Gu, Z., Kubota, K., Takehara, H. (2015). Accrual-Based and Real Activities Based Earnings Management Behavior of Family Firms in Japan. *The Japanese Accounting Review*, 5, s. 21-47.
- Choi, J. H., Kim, Y., Lee, Y. (2016). Earnings Management in Business Groups: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 41, s. 251-270.
- Christensen, T. E., Huffman, A., Lewis-Western, M. F., Valentine, K. (2023). A Simple Approach to Better Distinguish Real Earnings Manipulation from Strategy Changes. *Contemporary Accounting Research*, 40, s. 406-450.
- Ciftci, M., Mashruwala, R., Weiss, D. (2016). Implications of cost behavior for analysts' earnings forecasts. *Journal of Management Accounting Research*, 28(1), s. 57-80.
- Cohen, D. A., Dey, A., Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), s. 757-787.

- Cohen, D. A., Pandit, S., Wasley, C. E., Zach, T. (2020). Measuring real activity management. *Contemporary Accounting Research*, 37, s. 1172–1198.
- Cohen, D. A., Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), s. 2-19.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., Weiss, I. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), s. 39-67.
- Comporek, M. (2018). Metodologiczne aspekty naliczania całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy spółek giełdowych. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 357, s. 217-236.
- Comporek, M. (2020a). *Zarządzanie wynikiem finansowym w przedsiębiorstwie. Wymiary – modele – ocena*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Comporek, M. (2020b). The Effectiveness of the Beneish Model in the Detection of Accounting Violations – The Example of Companies Sanctioned by the Polish Financial Supervision Authority. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 64(10), s. 18-30.
- Comporek, M. (2022a). Determinanty struktury kapitałowej a rachunkowe kształtowanie wyniku finansowego przedsiębiorstw. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 46(1), s. 9-27.
- Comporek, M. (2022b). Real Earnings Management and the Organisational Life Cycle – The Example of Industrial Enterprises. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 3(997), s. 11-29.
- Comporek, M. (2023a). The Quality of Earnings Reported in Financial Statements of Capital Groups. *Journal of Finance and Financial Law*, (2), s. 233–255.
- Comporek, M. (2023b). Wykorzystanie oceny scoringowej w ocenie jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw. *Optimum. Economic Studies*, 1(111), s. 185-203.
- Comporek, M. (2023c). Accrual-based earnings management and organizational life cycles: Two-dimensional analysis. *International Entrepreneurship Review*, 9(1), s. 97-108.
- Comporek, M. (2024). Earnings Management in Business Groups during the SARS-CoV-2 Pandemic. *Central European Economic Journal*, 11(58), s. 286-304.
- Conceptual Framework for Financial Reporting – Project Summary (2018)*. International Accounting Standards Board, <https://www.ifrs.org/-/media/project/conceptual-framework/fact-sheet-project-summary-and-feedback-statement/conceptual-framework-project-summary.pdf> (dostęp: 10.11.2024).
- Copeland, R. M. (1968). Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, 6, s. 101–116.
- Cormier, D., Magnan, M. (2003). The impact of corporate governance and environmental disclosure on financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(1), s. 111-143.
- Cug, J., Cugova, A. (2021). Relationship between Earnings Management and Earnings quality in the Globalized Business Environment. *SHS Web of Conferences*, 92, s. 1–6.
- Dalecka, M. (2015). Użyteczność modelu Beneisha w detekcji manipulacji księgowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73(1), s. 1-9.
- Dater, V., Naik, N., Radcliffe, R. (1998). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, 1, s. 203–219.
- DeAngelo, L. (1985). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61, s. 400-420.
- Dechow, P. M., Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement), s. 35-59.
- Dechow, P. M., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), s. 344-401.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8, s. 355-384.
- Dechow, P. M., Schrand, C., (2004). *Earnings quality*. The Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville.
- Dechow, P. M., Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), s. 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), s. 193-225.

- Di Narzo, A. F., Freo, M., Mattei, M. M. (2018). Estimating accruals models in Europe: industry-based approaches versus a data-driven approach. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), s. 37-54.
- Dichev, I., Graham, J., Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting & Economics*, 56(2/3), s. 1-33.
- Dobek-Ostrowska, B. (2002). *Podstawy komunikowania społecznego*. Astrum, Wrocław.
- Dopuch, N., Drake, D. F. (1966). The Effect of Alternative Accounting Rules for Nonsubsidiary Investments. *Journal of Accounting Research*, 4, s. 192-219.
- Dopuch, N., Sunder, S. (1980). FASB's statements on objectives and elements of financial accounting: A review. *The Accounting Review*, 55(1), s. 1-21.
- Duraj, N. (2002). *Czynniki realizacji polityki wypłat dywidendy przez publiczne spółki akcyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Durana, P., Michalkova, L., Privara, A., Marousek, J., & Tumpach, M. (2021). Does the life cycle affect earnings management and bankruptcy? *Oeconomia Copernicana*, 12(2), s. 425-461.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG.*
- Eppler, M. J. (2006). *Managing Information Quality: Increasing the Value of Information in Knowledge-intensive Products and Processes*. Heidelberg: Springer Science & Business Media.
- Ewert, R., Wagenhofer, A. (2005). Economics effect of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), s. 1101-1124.
- Fajariwati, H., Eltivia, N., Amalia, R. (2021). The effect of earning management on level of stickiness cost in registered consumer goods industry sector companies on the Indonesia Stock Exchange 2016-2018. *Proceedings of 2nd Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2020)*, 183, s. 101-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), s. 383-417.
- Fama, E. F., French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), s. 427-465.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31, s. 255-307.
- Fijałkowska, J. (2006). Zarządzanie zyskiem w warunkach globalizujących się rynków kapitałowych – motywy, techniki i sposoby identyfikowania. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 35(91), s. 29-49.
- Fischer, M., Rozenzweig, K. (1995). Attitudes of Students and Accounting Practitioners Concerning the Ethical Acceptability of Earnings Management. *Journal of Business Ethics*, 14(6), s. 433-444.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, 79(4), s. 967-1010.
- Francis, J., Olsson, P., Schipper, K. (2006). Earnings quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4), s. 1-85.
- Francis, J., Schipper, K., (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), s. 319-352.
- Franke, G., Hax, H. (1994). *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*. Springer-Lehrbuch. Springer, Berlin-Heidelberg.
- Gabrusewicz, W., Remlein, M. (2011). *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa – jednostkowe i skonsolidowane*, PWE, Warszawa.
- Gad, D. (2014). Źródła konfliktu agencyjnego w towarzystwach funduszy inwestycyjnych. *Studia prawno-ekonomiczne*, 91(2), s. 89-104.
- Gajdka, J. (2012a). Czy kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach ma związek z kryzysem w Europie? *Przegląd Organizacji*, 10, s. 15-19.
- Gajdka, J. (2012b). Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego w Europie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 51, s. 304-311.

- Gajdka, J. (2013). *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- García Lara, J. M., García Osma, B., Araceli, M. (2005). The Effect of Earnings Management on the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(3-4), s. 691-726.
- García Lara, J., García Osma, B., Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39, 106738, s. 1-67.
- Gibbs, N. M., Gibbs, S. V. (2015). Misuse of 'trend' to describe 'almost significant' differences in anaesthesia research. *British Journal of Anaesthesia*, 115(3), s. 337-339.
- Gibson, C. H. (1998). *Financial statement analysis: Using financial accounting information (Seventh Edition)*, South-Western College Publishing.
- Gierusz, J., Gawrońska, J. (2012). Ewolucja pojęcia wyniku finansowego a pomiar jego jakości. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 66(122), s. 29-45.
- Gilliam, T. A. (2021). Detecting real activities manipulation: beyond performance matching. *Abacus*, 57, s. 619- 653.
- Gissel, J. L., Giacomino, D., Akers, M. D. (2005). Earnings Quality: It's Time to Measure and Report. *Accounting Faculty Research and Publications*, 12, s. 1-7.
- Givoly, D., Hayn, C. K., Natarajan, A. (2007). Measuring Reporting Conservatism. *The Accounting Review*, 82(1), s. 65-106.
- Gmytrasiewicz, M., Karmańska, A. (2006). *Rachunkowość finansowa*. Difin, Warszawa.
- Gniadkowska-Szymańska, A. (2018). *Płynność obrotu a stopa zwrotu z akcji notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Goban-Klas. T. (2009). *Media i komunikowanie masowe. Teorie i analizy prasy, radia, telewizji i Internetu*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., Holmes, S. (2010). *Accounting Theory*. Wiley & Sons, Milton.
- Golec, A. (2019). Ocena skuteczności modelu Beneisha w wykrywaniu manipulacji w sprawozdaniach finansowych. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica*, 2(341), s. 161-182.
- Gordon, M. J. (1964). Postulates, Principles and Research in Accounting. *The Accounting Review*, 39(2), s. 251-263.
- Gorynia, M. (2000). *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Gos, W. (2014). *Rachunkowość czy sprawozdawczość – głos w dyskusji*. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 2(4), s. 23-34.
- Gos, W., Hońko, S. (2015). Zasada ostrożności. *Rachunkowość*, 4, s. 6-17.
- Grabiński, K. (2010). Zarządzanie zyskami jako jeden z kierunków rozwoju pozytywnej teorii rachunkowości. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 56(112), s. 71-82.
- Grabiński, K. (2016). *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Grabiński, K., Wójtowicz, P. (2022). The impact of catholic religion on earnings management: A case of Poland. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 33, s. 18-56.
- Graham, B., Dodd, D. L. (1934). *Security analysis: Principles and technique*. McGraw-Hill, New York.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), s. 3-73.
- Grullon, G., Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), s. 1649-1684.
- Gruszczyński, M. (2013). Ekonometria w rachunkowości. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 129, s. 161-177.
- Gruszecki, T. (2002). *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Gryko, J., Czapiewski, L., & Lizińska, J. (2024). Corporate Cash Holdings and Earnings Quality – Evidence from the Stock Market in Poland. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, 58(1), 125-144.

- Guan, J., Zhang, Y. (2015). Earnings Management and Business Groups: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22(3), s. 1-22.
- Gullett, N. S., Kilgore, R. W., Geddie, M. F. (2018). Use of Financial Ratios to Measure the Quality of Earnings. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2), s. 1-12.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence From Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), s. 855-888.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27, s. 855-888.
- Ham, C., Kaplan, Z., Utke, S. (2021). Attention to dividends, inattention to earnings? *Review of Accounting Studies*, 28(1), s. 265-306.
- Hambrick, D. C., Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), s. 193-206.
- Hamza, S. E., Kortas, N. (2019). The interaction between accounting and real earnings management using simultaneous equation model with panel data. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, s. 1195-1227.
- Haque, A., Fatima, H., Abid, A., Qamar, M. A. J. (2019). Impact of firm-level uncertainty on earnings management and role of accounting conservatism. *Quantitative Finance and Economics*, 3(4), s. 772-794.
- Hartam, W., Kresnawati, E. (2022). Accounting conservatism and earnings management: Moderating effect of the corporate life cycle. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 201, s. 295-303.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, s. 85-107.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), s. 365-383.
- Hendriksen, E. A., van Breda, M. F. (2002). *Teoria rachunkowości*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Hepworth, S. R. (1953). Smoothing periodic income. *The Accounting Review*, 28(1), s. 32-39.
- Hines, R. D. (1988). *Financial accounting: in communicating reality, we construct reality*. *Accounting, Organizations and Society*, 13(3), s. 251-261.
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, s. 74-91.
- Huang, X., Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in Accounting*, 39, s. 91-104.
- Hussain, A., Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), s. 839-853.
- Imke, F. J. (1966). Relationships in Accounting Theory. *The Accounting Review*, 41(2), 318-322.
- Jaki, A. (2012). *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Jakobson, R. (1960). *Linguistics and poetics*. W: Sebeok, T. (red.), *Style in Language*. Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.
- Jakobson, R. (1989). *W poszukiwaniu istoty języka*. Wybór pism. PIW, Warszawa.
- Jakubowski, S., Wójtowicz, P. (2019). Pojemność informacyjna wyników finansowych a pojemność informacyjna ich prognoz. Analiza spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 105(161), s. 77-94.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), s. 323-329.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, s. 305-360.
- Jones, J., (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, s. 193-228.

- Kabir, H. (2005). Normative accounting theories. *Dhaka University Journal of Business Studies*, 26(1), 87-123.
- Kahnemann, D., Lovallo, D. (1993). Timid choices and bold forecast. Cognitive perspective on risk taking. *Management Science*, 39(1), s. 17-31.
- Kaldoński, M., Jewartowski, T. (2017). Agency costs of overvalued equity and earnings management in companies listed on WSE. *Economics and Business Review*, 3(1), s. 7-37.
- Kalinowski, M. (2011). Anomalie czasowe jako przejaw nieefektywności rynku kapitałowego w Polsce. *Nauki o Finansach. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 4(9), s. 36-50.
- Kamp, B. (2002). Earnings quality assessment by a sell-side financial analyst. *Issues in Accounting Education*, 174, s. 361-368.
- Kang, S-H., Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), s. 353-357.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1996). The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. *Harvard Business Review Press*, Boston.
- Kasanen, E., Kinnunen, J., Niskanen, J. (1996). Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), s. 283-312.
- Kasperowicz, A. (2015). Znaki i kody rachunkowości w procesie komunikacji. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 81, s. 107-122.
- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, s. 57-81.
- Kędzior, M. (2014). Polityka pełnych i dobrowolnych ujawnień na rynkach kapitałowych. W: Grabiński, K., Kędzior, M., Krasodomska, J. (red.) *Współczesna rachunkowość na rynkach finansowych*. Difin, Warszawa.
- Kighir, A., Omar, N., Mohamed, N. (2014). Earnings management detection modelling: a methodological review. *World Journal of Social Sciences*, 4(1), s. 18-32.
- Kirchhoff, K. R. (2005). Grundlagen der Investor Relations. W: Kirchhoff, K. R., Piwinger, M. (red.) *Praxishandbuch Investor Relations*. Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Kisielnicki, J. (1982). Metody badania zapotrzebowania na informacje. W: Maciejewski W. (red.) *Informacyjne problemy planowania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Klimczak, K., Michalak, J. (2014). Istotność sprawozdań finansowych dla wyceny a stosowanie zasady memoriałowej i konserwatyzm warunkowy. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 66, s. 123-133.
- Kociolek, T. (2019). Zasada ostrożności w polskich i międzynarodowych standardach rachunkowości. *Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula*, 4(62), s. 17-30.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, s. 163-197.
- Krasodomska, J. (2010). Informacje niefinansowe jako element rocznego raportu spółki. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 816, s. 25-40.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), s. 1-33.
- Larcker, D., Richardson, S. (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42, s. 625-658.
- Lasswell, H. (1948). The structure and function of communication in society. W: Bryson, L. (red.), *The communication of ideas*. Harper, New York.
- Lesiak, M. (2024). Manipulacje danymi w sprawozdaniach finansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie – ocena skuteczności modelu Beneisha. *Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie*, 72(2), 67-78.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, s. 505-527.
- Leuz, C., Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), s. 525-622.
- Lev, B. (2001). Intangible Assets and Equity Valuation. *Journal of Financial Statement Analysis*, 7(1), s. 4-20.

- Levitt, A. (1998). *The Numbers Game, Remarks delivered at the NYU Center for Law and Business*, New York. <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive> (data wejścia: 20.05.2023).
- Licerán-Gutiérrez, A., Cano-Rodríguez, M. (2019). A Review on the multidimensional analysis of earnings quality. *Revista de Contabilidad Spanish Accounting Review*, 22(1), s. 41–60.
- Lim, Y. J., Lee, Y. (2019). Earnings Management in Business Groups: Evidence from Korean Chaebols. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48(3), s. 455–481.
- Liu, C., Lu, Y. (2007). Earnings Management and Stock Liquidity: Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(3), s. 199–221.
- Liu, N., Espahbodi, R. (2014). Does dividend policy drive earnings smoothing? *Accounting Horizons*, 28(3), s. 501–528.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2016). IPO Firms' earnings quality in Poland Around the Crisis. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 82(2), s. 201–212.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2018). Earnings management and underpricing of IPOs on an emerging market. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, (6)2, s. 7–20.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2023a). Trudności finansowe a memoriałowe i realne zarządzanie wynikiem finansowym w polskich spółkach giełdowych. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 47(3), s. 79–97.
- Lizińska, J., Czapiewski, L. (2023b). Earnings Management amid the COVID-19 Financial Crisis: The Experience of Poland. *Gospodarka Narodowa*, 313(1), s. 93–112.
- Maćkiewicz J. (2016). Jak można badać przekazy multimodalne. *Język Polski*, 96(2), s. 18–27.
- Malkiel, B. G., Saha, A. (2005). Hedge funds: risk and return. *Financial Analysts Journal*, 61(6), s. 80–88.
- Mamcarz, K. (2012). *Inwestorski marketing-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*. C.H. Beck, Warszawa.
- Masztalerz, M. (2018). *Komunikacja w rachunkowości – aspekty językowe*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Matsuura, S. (2008). On the Relation between Real Earnings Management and Accounting Earnings Management: Income Smoothing Perspective. *Journal of International Business Research*, 7(3), 2008, s. 63–78.
- Mazurowska, M., Płoska, R. (2022). *Sprawozdawcza i pozasprawozdawcza komunikacja zewnętrzna w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu*. Centrum Myśli Strategicznych, Sopot.
- McClure, B. (2004). *Quality earnings count, investing*. Pozyskano z: <http://www.fool.com/news/commentary/2004/commentary040311ben.htm> [data dostępu: 12.03.2023].
- McKee, T. E. (2005). *Earnings Management: An Executive Perspective*. Thomson, Toronto.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?. *Journal of Accounting Literature*, 27, s. 116–196.
- Metzker, Z., Siekelova, A. (2021). Explanatory Power of Earnings Management Models. *SHS Web of Conferences*, 92, s. 1–8.
- Michalak J. (2018). *Metody pomiaru i determinanty jakości informacji w raportach spółek giełdowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Michalak, J., Waniak-Michalak, H., Czajor, P. (2012). Impact of mandatory IFRS implementation on earnings quality. Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 68(124), s. 63–82.
- Michalczyk, L. (2013). *Rola inżynierii rachunkowości w kształtowaniu wyników finansowych przedsiębiorstwa*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Micherda, B. (2006). *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*. Difin, Warszawa.
- Mikołajek-Gocejna, M. (2010). Rynkowe miary tworzenia wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy. *E-finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy*, 6, s. 46–63.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), s. 261–297.
- Mulford, C. W., Comiskey, E. E. (2002). *The financial numbers game: Detecting creative accounting practices*. Wiley, New York.

- Nasev, J. (2009). The Link between Conditional Conservatism and Cost Stickiness. W: Nasev, J. (red.) *Conditional and Unconditional Conservatism: Implications for Accounting Based Valuation and Risky Projects*, Gabler, Wiesbaden.
- Natkaniec, K. (2021). Cechy jakościowe informacji sprawozdawczej – przegląd badań empirycznych. W: Kozioł, W. (red.) *Egzogeniczne i endogeniczne uwarunkowania rachunkowości*. Wydawnictwo IUS Publicum, Katowice.
- Niedziółka, D. (2008). *Relacje inwestorskie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Niemirski, K. (1948). *Teoria i technika księgowości przedsiębiorstw*. Spółdzielnia Wydawnicza Książka, Warszawa.
- O Cualain, G., Tawiah, V. (2022). Review of IFRS consequences in Europe: An enforcement perspective. *Cogent Business & Management*, 10(1), s. 1-19.
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, s. 661-687.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, V. L., & Peek, E. (2007). *Business Analysis & Valuation: IFRS Edition*. Thomson Learning, London.
- Parfet, W. U. (2000). Accounting Subjectivity and Earnings Management: A Preparer Perspective. *Accounting Horizons*, 14(4), s. 481-488.
- Parker, L. (2013). The accounting communication research landscape. W: Jack, L., Davison, J., Craig, R. (red.), *The Routledge companion to accounting communication*. Routledge, London.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., Young S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research*, 30(4), s. 313-326.
- Penman, S. H., Zhang, X.-J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), s. 237-264.
- Perotti, P., Wagenhofer, A. (2014). Earnings Quality Measures and Excess Returns. *Journal of Business Finance and Accounting*, 41, s. 545-571.
- Perveen, S. (2019). The value relevance of accounting information: an empirical analysis of banking sector of Pakistan. *Journal of Marketing and Information Systems*, 1(2), s. 10-17.
- Piątek, E. (2009). Polityka bilansowa grupy kapitałowej – aktualne wyzwanie teorii i praktyki. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, s. 475-483.
- Piech, A. (2018). Ograniczenia metod wykrywania earnings management. *Przegląd Nauk Ekonomicznych*, 31, s. 75-89.
- Pincus, M., Rajgopal, S. (2002). The interaction between accrual management and hedging: evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review*, 77(1), s. 127-160.
- Piosik A. (2016). *Kształtowanie wyniku finansowego przez podmioty sprawozdawcze w Polsce*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Piosik, A. (2011). Metodyka określania nieuznaniowych zmian rozliczeń międzyokresowych netto w analizie kształtowania wyników finansowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 181, s. 478-490.
- Piosik, A. (2019). Struktura własnościowa przedsiębiorstw a księgowe kształtowanie wyniku finansowego. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 103(159), s. 135-150.
- Piosik, A., Genge, E. (2019). The Influence of a Company's Ownership Structure on Upward Real Earnings Management. *Sustainability*, 12(1), 152.
- Piosik, A., Strojek-Filus, M. (2013). Procesy kształtowania wyników bilansowych, W: A. Piosik (red.) *Kształtowanie zysków podmiotów sprawozdawczych w Polsce. MSR/MSSF a ustawa o rachunkowości*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Plöckinger, M., Aschauer, E., Hiebl, M. R., Rohatschek, R. (2016). The influence of individual executives on corporate financial reporting: A review and outlook from the perspective of upper echelons theory. *Journal of Accounting Literature*, 37, s. 55-75.
- Putman, R. L., Griffin, R. B., Kilgore, R. W. (2005). A model for the determination of the quality of earnings. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 9(3), s. 41-50.
- Rankin, M., Stanton, P., McGowan, S., Ferlauto, K., Tilling, M. (2012). *Contemporary Issues in Accounting*. John Wiley & Sons, Milton Qld Australia.

- Remelin, M., Strojek-Filus, M., Świetla, K. (2021). *Polityka rachunkowości grup kapitałowych*. CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa.
- Remlein, M. (2013). *Rachunkowość grup kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Richardson, S. A. (2000). Information asymmetry and earnings management: A historical perspective. *Accounting Horizons*, 14(4), s. 341-360.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), s. 437-485.
- Riedl J., Busch M., (1997). Marketing-Kommunikation in On Line Medien, Anwendungsbedingungen, Vorteile und Restriktionen. *Marketing. Zeitschrift für Forschung und Praxis*, 1, s. 163-176.
- Ronen, J., Yaari, V. (2008). *Earnings Management*. Springer Verlag, New York.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, s. 335-370.
- Rudkin, K. (2007). Accounting as myth maker. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(2), s. 13-24.
- Sajnog, A., Sosnowski, T. (2018). The Effect of Other Comprehensive Income Reporting on Accruals-based Earnings Management Activities. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H*, 52(3), s. 127-135.
- Salehi, M., Tagribi, M., Farhangdoust, S. (2018). The effect of reporting quality on stock returns of listed companies on the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(1), s. 4-19.
- Sankar, M. R., Subramanyam, K. R. (2001). Reporting Discretion and Private Information Communication through Earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(2), s. 365-386.
- Sawicki, K. (2013). Zakres rachunkowości jako nauki. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 71(127), s. 211-226.
- Sayrani, M., Hasas Yeganeh, Y., Esmail Zade, A. (2018). Evaluation of earnings management and corporate governance with expense stickiness. *Journal of Management and Accounting Studies*, 6(1), s. 20-26.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), s. 91-103.
- Seifert. U. (2006). *Aktienrückkäufe in Deutschland*. Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Sierpińska, M. (1999). *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków.
- Sikacz, H. (2011). *Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Skinner, D. J., Soltes, E. F. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), s. 1-28.
- Skoczylas, W., Niemiec, A. (2016). *Leksykon mierników dokonań*. Ce-De-Wu, Warszawa.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 71(3), s. 289-315.
- Śnieżek, E., Wiatr, M. (2011). *Interpretacja i analiza przepływów pieniężnych*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Śnieżek, E., Wiatr, M. (2017). Refleksje na temat współczesnych form komunikacji z interesariuszami. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 345, s. 114-126.
- Sosnowski, T. (2016). Kształtowanie wyniku bilansowego a dyferencjacja form pierwszych ofert publicznych. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, 4(4), s. 5-17.
- Sosnowski, T. (2017). Earnings management and the floatation structure: empirical evidence from Polish IPOs. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 12(4), 693-709.
- Sosnowski, T. (2018). Earnings management in the private equity divestment process on Warsaw Stock Exchange. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 13(4), s. 689-705.
- Speier, C., Valacich, J. S. and Vessey, I. (1999). The Influence of Task Interruption on Individual Decision Making: An Information Overload Perspective. *Decision Sciences*, 30, s. 337-360.
- Srivastava, A. (2019). Improving the measures of real earnings management. *Review of Accounting Studies*, 24(4), 1277-1316.

- Sunder, S. (2005). Minding our manners: Accounting as social norms. *The British Accounting Review*, 37(4), s. 367–387.
- Svabova, L., Kramarova, K., Chutka, J., & Strakova, L. (2020). Detecting earnings manipulation and fraudulent financial reporting in Slovakia. *Oeconomia Copernicana*, 11(3), s. 485–508.
- Sylwestrzak, M. (2024). Application of the Beneish Model on the Warsaw Stock Exchange. *Journal of Banking and Financial Economics*, 18, s. 5–16.
- Szczepankowski, P. (2007). *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Szews-Rogalska, A. (2014). Koniunkturalne i sektorowe uwarunkowania kreacji wartości dla akcjonariuszy. *Nauki o Finansach/Financial Science*, 1(18), s. 75–86.
- Szycha, A. (2015). Przedmiot, cele i teorie nauki rachunkowości. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 85(141), s. 9–36.
- Szycha, A. (2011). Wynik całościowy w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych. W: Sobańska, I., Turzyński, M. (red.) *Rachunkowość, audyt i kontrola w zarządzaniu*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Szycha, A. (2015). Pozytywna teoria rachunkowości jako koncepcja głównego nurtu badawczego. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 388, s. 176–188.
- Tong, Y. H., Miao, B. (2011). Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting Horizons*, 25(1), s. 183–205.
- Turzyński, M. (2011). Zastosowanie teorii agencji w badaniu historii rachunkowości. Perspektywa ziem polskich w wieku XVII i XVIII. *Przegląd organizacji*, 7–8, s. 54–57.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości* (Dz.U. 1994, Nr 121, poz. 591 z późn. zm.).
- Walińska, E. (2014). Rachunkowość jako nauka – jej współdziałanie z dyscypliną finanse. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, 66, s. 1–15.
- Walińska, E. (red.) (2013). *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*. Wolters Kluwer, Warszawa.
- Walińska, E., Gad, J. (2017). Kluczowe narzędzia raportowania korporacyjnego w praktyce polskiego rynku kapitałowego – analiza przypadku. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 92(148), s. 207–226.
- Wang, S.-F., Kim, Y., Kim, S., “Roy” Song, K. (2024). Refinancing risk, earnings management, and stock return. *Research in International Business and Finance*, 70(2), s. 102–393.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Toward a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53, s. 112–134.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1979). The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review*, 54(2), s. 273–305.
- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts’ earnings forecasts. *The Accounting Review*, 85(4), s. 1441–1471.
- Welti, A. (2019). *Aktienrückkauf*. Versus Verlag, Zürich.
- Wendland, M. (2012). Działanie komunikacyjne a przekazywanie informacji. W: Kulczycki, E., Wendland, M./ (red.), *Komunikologia. Teoria i praktyka komunikacji*. Wydawnictwo Naukowe Instytutu Filozofii UAM, Poznań.
- White, G. E. (1970). Discretionary Accounting Decisions and Income Normalization. *Journal of Accounting Research*, 8(2), s. 260–273.
- Wiktor, J. (2013). *Komunikacja marketingowa: modele, struktury, formy przekazu*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Włosik, K. (2017). Płynność przy wycenie akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 79(2), s. 127–141.
- Wójtowicz, P. (2005). Wykrywanie malowania zysków dokonywanego w celu unikania strat. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 30, s. 129–141.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Wójtowicz, P. (2012). Próba identyfikacji czynników determinujących kształtowanie wyniku finansowego w celu unikania małych strat w spółkach publicznych w Polsce. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 65(121), s. 111–129.

- Wróblewski, D., Callao, S., Jarne, J. I. (2017). Detecting Earnings Management Investigation on Different Models Measuring Earnings Management for Emerging Eastern European Countries. *International Journal of Research – Granthaalaya*, 5(11), s. 222-259.
- Xie, B., Davidson, W., DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), s. 295-316.
- Yoon, S. S., Miller, G., Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), s. 85-109.
- Zadeh, F. N., Askarany, D., Asl, S. A. (2022). Accounting conservatism and earnings quality. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9), 413, s. 1-18.
- Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych. (2007). W: *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, IASB, Londyn.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the trade-off between real manipulation and accrual manipulation. *The Accounting Review*, 87(2), s. 675-703.
- Zaremba, A. (2015). Efekty wartości, wielkości i momentum a wycena aktywów na polskim rynku akcji. *Finanse*, 1, s. 111-143.
- Zhao, Y., Chen, K., Zhang, Y., Davis, M. (2012). Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), s. 109-135.

Spis tabel

Tab. 1. Klasyfikacja zysku netto według odbiorców informacji sprawozdawczej.....	35
Tab. 2. Przykładowe kryteria uwzględniane w ocenie jakości wyniku finansowego przedsiębiorstw....	43
Tab. 3. Wybrane modele służące do wyodrębnienia poszczególnych subkategorii różnych memoriałowych.....	72
Tab. 4. Wybrane modele służące do szacowania realnego kształtowania zysku (straty) w przedsiębiorstwie.....	78
Tab. 5. Zależności między zagregowanymi wskaźnikami realnego kształtowania wyniku finansowego obliczanymi na poziomie przedsiębiorstwa oraz za pomocą analizy przekrojowej dla sektorów-lat w horyzoncie 2014-2023.....	81
Tab. 6. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się stabilnością wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.....	92
Tab. 7. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>PERS</i> podzielonych na części dziesiętne.....	92
Tab. 8. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się przewidywalnością wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.....	94
Tab. 9. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>PRED</i> podzielonych na części dziesiętne.....	94
Tab. 10. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek charakteryzujących się stopniem wygładzania wyniku finansowego powyżej (poniżej) wartości środkowej dla branży.....	95
Tab. 11. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według stopnia wygładzania wyniku finansowego w podziale na części dziesiętne.....	96
Tab. 12. Analiza związków zachodzących między badanymi zmiennymi opisana za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona.....	99
Tab. 13. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$, $DACC_{Dechow}$ a zmienną egzogeniczną <i>REM1</i> ... 100	100
Tab. 14. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$, $DACC_{Dechow}$ a zmienną egzogeniczną <i>REM2</i> ... 102	102
Tab. 15. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między zmiennymi endogenicznymi $DACC_{Jones}$, $DACC_{Dechow}$ a zmienną egzogeniczną <i>REM3</i> ... 104	104
Tab. 16. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających strategię lepkości (antylepkości) kosztów zarządu i kosztów sprzedaży.....	109
Tab. 17. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>STICKY_{SG&A}</i> podzielonych na części dziesiętne.....	110
Tab. 18. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających strategię lepkości (antylepkości) kosztów własnych sprzedaży... 110	110
Tab. 19. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>STICKY_{COGS}</i> podzielonych na części dziesiętne.....	111
Tab. 20. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających (niewdrażających) zasady konserwatyzmu rachunkowego estymowanego w oparciu o wskaźnik <i>CONS1</i>	116
Tab. 21. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>CONS1</i> podzielonych na części dziesiętne.....	116
Tab. 22. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek wdrażających (niewdrażających) zasady konserwatyzmu rachunkowego estymowanego w oparciu o wskaźnik <i>CONS2</i>	117
Tab. 23. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według wartości współczynników <i>CONS2</i> podzielonych na części dziesiętne.....	118

Tab. 24. Statystyczne zróżnicowanie mierników jakości wyniku finansowego – porównanie spółek funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.	123
Tab. 25. Statystyka rozkładu wybranych mierników jakości wyniku finansowego w spółkach funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.	123
Tab. 26. Statystyczne zróżnicowanie mierników obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego – porównanie spółek funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.	124
Tab. 27. Statystyka rozkładu mierników obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego w spółkach funkcjonujących (jednostki dominujące) i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych.	124
Tab. 28. Wyniki testów opisujących intensywność wykorzystania narzędzi rachunkowego kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na roczny wskaźnik obrotowości akcji <i>TURN</i>	128
Tab. 29. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według rocznego wskaźnika obrotowości akcji <i>TURN</i> podzielonego na części dziesiętne.	128
Tab. 30. Wyniki testów opisujących intensywność wykorzystania narzędzi rachunkowego kształtowania wyniku finansowego w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na roczną wartość obrotów akcjami <i>VOL</i>	129
Tab. 31. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących zakres kształtowania wyniku finansowego według rocznych wartości obrotów akcjami <i>VOL</i> podzielonych na części dziesiętne.	130
Tab. 32. Wyniki testów opisujących jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na wartość wskaźnika <i>MV/BV</i>	133
Tab. 33. Wyniki ponownych testów opisujących jakość raportowanych wyników finansowych w spółkach publicznych dywersyfikujących się ze względu na wartość wskaźnika <i>MV/BV</i> (bez grupy 0).	134
Tab. 34. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących jakość wyniku finansowego według wartości wskaźnika <i>MV/BV</i>	136
Tab. 35. Statystyczne zróżnicowanie mierników kształtowania wyniku finansowego w spółkach wypłacających (niewypłacających) dywidendy.	141
Tab. 36. Statystyka rozkładu zmiennych obrazujących jakość wyniku w spółkach wypłacających określoną minimalną liczbę dywidend w okresie 2014-2023 oraz pozostałych emitentach GPW w Warszawie.	143
Tab. 37. Ocena parametrów oraz stopnia dopasowania modeli regresyjnych testujących związki między uzyskiwanym zwrotem dla akcjonariuszy a skalą i kierunkami kształtowania wyników w spółkach giełdowych.	148

Spis rysunków

Rys. 1. Wpływ jakości dostarczanych informacji na asymetrię informacji, koszt kapitału i giełdową wycenę spółki.	14
Rys. 2. Zgeneralizowany obraz komunikacji spółki publicznej z inwestorami.	16
Rys. 3. Model komunikacji marketingowej.	18
Rys. 4. Klasyfikacja instrumentów komunikacji marketingowej spółek publicznych z inwestorami.	19
Rys. 5. Model komunikacji w rachunkowości bazujący na koncepcji komunikacji językowej Jakobsona.	21
Rys. 6. Zarys struktury teorii rachunkowości.	24
Rys. 7. Różnice między normatywnymi a pozytywnymi teoriami rachunkowości.	30
Rys. 8. Poziomy wyniku finansowego wydzielane w rachunku zysków i strat sporządzanym na podstawie UoR.	33
Rys. 9. Dwuwymiarowe podejście do pojmowania wyniku finansowego przedsiębiorstwa.	36
Rys. 10. Klasyfikacja cech jakościowych danych sprawozdawczych według MSSF.	41
Rys. 11. Zestawienie wybranych instrumentów pomiaru jakości wyniku finansowego.	49
Rys. 12. Umiejscowienie przykładowych działań z zakresu kształtowania wyniku finansowego w spektrum praktyk związanych z manipulacją danymi finansowymi.	56
Rys. 13. Przykładowe kryteria klasyfikacyjne procesów kształtowania wyników w podmiotach sprawozdawczych.	59
Rys. 14. Kształtowanie wyniku finansowego w przedsiębiorstwie – ujęcie schematyczne.	66

