

Kształtowanie zysków w spółkach notowanych na GPW. Czy charakterystyka inwestorów instytucjonalnych ma znaczenie?*

Michał Kałdoński, Tomasz Jewartowski**

Streszczenie: *Cel* – Odpowiedź na pytanie, czy istnieje zależność między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania zysków zarówno typu realnego, jak i memoriałowego.

Metodologia badania – Jako podstawowe narzędzie do analizy zależności opisanej w celu opracowania wykorzystano analizę regresji wielorakiej, przy czym parametry równania regresji szacowano w oparciu o dwu-etapową procedurę Heckmana, w celu ograniczenia problemu samoselekcji próby.

Wynik – Przeprowadzone badania wykazały istotną negatywną zależność między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a kształtowaniem zysków typu realnego. Nie znaleziono żadnej zależności między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a kształtowaniem zysków typu memoriałowego.

Oryginalność/wartość – Artykuł wypełnia lukę badawczą w zakresie roli inwestorów instytucjonalnych w ograniczaniu kształtowania zysków przez spółki notowane na GPW.

Słowa kluczowe: kształtowanie zysków, stabilność udziałów inwestorów instytucjonalnych, koszty agencji, struktura własności spółek

Wprowadzenie

Inwestorzy instytucjonalni są w stanie efektywnie monitorować zarządzających (Shleifer, Vishny, 1986), przyczyniając się tym samym do ograniczenia kosztów agencji wynikających z tego, że zarządzający nie zawsze podejmują decyzje korzystne dla akcjonariuszy. Problem agencji – a w ślad za tym potencjalna rola inwestorów instytucjonalnych – nabiera znaczenia w spółkach giełdowych, o rozproszonym akcjonariacie, szczególnie w modelu anglosaskim, z silną pozycją zarządzających.

Polskie spółki giełdowe cechuje odmienna struktura własności – na ogół większościowy akcjonariusz kontroluje spółkę (poprzez podległy mu zarząd) – zatem potencjalne konflikty interesów w większym stopniu powstają na linii akcjonariusze mniejszościowi–akcjonariusz

* Opracowanie powstało w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki nr 2014/13/B/HS4/01556.

** dr hab. Michał Kałdoński, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: michal.kaldonski@ue.poznan.pl;
dr hab. Tomasz Jewartowski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: tomasz.jewartowski@ue.poznan.pl.

większościowy niż na linii zarządzający–akcjonariusze. Dodatkowo, w Polsce, podobnie jak w całej Europie kontynentalnej, istotną rolę na rynku finansowym odgrywają banki, jako dominująca grupa pośredników finansowych. To one w dużym stopniu wypełniają także funkcje kontrolne, z czego korzyści pośrednio mogą uzyskiwać akcjonariusze mniejszościowi.

Pojawia się w takim wypadku pytanie o rolę inwestorów instytucjonalnych w zakresie monitorowania zarządzających spółkami w takim szczególnym otoczeniu instytucjonalnym. Niniejsze opracowanie podejmuje tę problematykę w kontekście problemu kształtowania zysków (*earnings management*) w spółkach giełdowych.

W opracowaniu, za Healy i Wahlenem (1999), przyjmujemy, że kształtowanie zysków polega na świadomym działaniu zarządzających, którzy – mając możliwość wyboru różnych sposobów pomiaru i prezentacji danych w sprawozdaniach finansowych oraz możliwość kształtowania transakcji wpływających na generowane przez spółkę wyniki – kierują się własnym osądem (*use judgment*) w celu wprowadzenia w błąd określonej grupy interesariuszy co do rzeczywistych efektów działania spółki lub w celu realizacji postanowień umownych innych kontraktów, zależnych od prezentowanych wyników działalności, np. dodatkowego wynagrodzenia zarządu uzależnionego od poziomu zysku.

Działania zarządzających mogą dotyczyć prezentacji wyników w sprawozdaniach finansowych poprzez odpowiednie kształtowanie kategorii memoriałowych, takich jak odpisy i rezerwy (*accrual-based earnings management*) oraz realnych działań, wpływających zarówno na wyniki finansowe, jak również przepływy pieniężne, np. dotyczących przyspieszenia sprzedaży czy ograniczania niektórych kosztów (*real earnings management*). Ten pierwszy rodzaj kształtowania zysków będziemy określali mianem memoriałowego, a drugi realnego, podobnie jak Wójtowicz (2010).

W literaturze przedmiotu panuje zgoda co do tego, że kształtowanie zysków jest na ogół przejawem kosztów agencji ponoszonych ostatecznie przez akcjonariuszy (Schipper, 1989), chociaż w warunkach asymetrii informacji może również być wykorzystywane do sygnalizowania długoterminowej zdolności przedsiębiorstw do generowania zysków poprzez eliminowanie bieżących „szumów” (Ronen, Yaari, 2008).

Jednym z głównych motywów kształtowania zysków przez spółki giełdowe jest presja ze strony inwestorów (Dechow, Skinner, 2000). Wiele badań potwierdza, że zarządzający spółkami giełdowymi starają się zrealizować krótkoterminowe cele wynikowe (*meeting or beating targets*), czyli wykazać wyniki co najmniej na poziomie oczekiwań wyrażonych w przewidywaniach analityków, ewentualnie wykazać wyniki nie niższe niż w poprzednich okresach, czy wreszcie wykazać w ogóle wyniki dodatnie (Burgstahler, Dichev, 1997; Degeorge, Ding, Jeanjean, Stolowy, 2013). Badania prowadzone także na grupie spółek notowanych na GPW potwierdzają, że one również poddają się tej presji (Brzeszczyński, Gajdka, Schabek, 2011).

Rezultaty badań prowadzonych głównie na rynku amerykańskim wskazują, że poziom kształtowania zysków jest niższy w spółkach o większym udziale inwestorów

instytucjonalnych, szczególnie inwestorów długoterminowych (Koh, 2007; Sakaki, Jackson, Jory, 2017), z kolei obecność inwestorów krótkoterminowych (*transient*) jest pozytywnie skorelowana z poziomem kształtowania wyników (Bushee, 1998).

Podstawowym celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie, czy istnieje zależność między stabilnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania zysków zarówno typu realnego, jak i memoriałowego.

1. Miary stabilności inwestorów instytucjonalnych oraz kształtowania zysków

Podobnie jak Sakaki, Jackson i Jory (2017), w naszych badaniach stosujemy trzy miary stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych zaproponowane przez Elyasianiego i Jia (2008). Punktem wyjścia do wyznaczenia wszystkich tych miar jest analiza zmian udziałów wszystkich zidentyfikowanych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie danej spółki w okresie 12 kwartałów poprzedzających rok, dla którego wyznacza się daną miarę.

Pierwsza miara, określona jako wskaźnik IOP (*institutional ownership persistence*), bazuje na ilorazach średnich udziałów poszczególnych inwestorów instytucjonalnych ($\bar{p}_{i,t}^j$) oraz odchyłach standardowych tych udziałów $\sigma(p_{i,t}^j)$ wyznaczonych na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru. Tak wyznaczone miary są odwrotnościami współczynników zmienności udziałów poszczególnych inwestorów instytucjonalnych w przyjętym okresie. IOP to średni poziom miary dla poszczególnej spółki w danym roku, co można zinterpretować jako przeciętną odwrotność współczynnika zmienności udziałów inwestorów instytucjonalnych:

$$IOP_i = \sum_{j=1}^{J_i} \left[\frac{\bar{p}_{i,t}^j}{\sigma(p_{i,t}^j)} \right] / J_i \quad (1)$$

gdzie:

- $(\bar{p}_{i,t}^j)$ – średnia wartość udziału J -tego inwestora instytucjonalnego (J_1, \dots, J_N) w i -tej spółce, wyznaczona na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru,
- $\sigma(p_{i,t}^j)$ – odchylenie standardowe udziału J -tego inwestora instytucjonalnego (J_1, \dots, J_N) w i -tej spółce, wyznaczone na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru.

Im wyższa wartość tak wyznaczonego wskaźnika dla danej spółki, tym wyższy poziom stabilności inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie.

Kolejną miarą stabilności jest MSP (*maintain-stake-points duration*), czyli wyznaczona na podstawie 12 kwartałów poprzedzających rok pomiaru przeciętna liczba kwartałów, w których dany inwestor instytucjonalny co najmniej utrzymywał udział z początku tego okresu w danej spółce. Podobnie jak w przypadku wskaźnika IOP, miara MSP dla danej spółki w danym roku jest średnią wyznaczoną na podstawie wszystkich zidentyfikowanych

inwestorów instytucjonalnych. Można ją interpretować jako przeciętną liczbę kwartałów (w 12-kwartalnym okresie), przez które przeciętny inwestor instytucjonalny utrzymywał (lub zwiększał) swoje udziały w danej spółce.

Ostatnia z miar, NZP (*non-zero-points-duration*), ma zbliżoną konstrukcję do MSP, z tym że jest to przeciętna liczba kwartałów w 12-kwartalnym okresie, przez które przeciętny inwestor instytucjonalny utrzymywał swoje udziały w danej spółce na „niezerowym” poziomie. Niska wartość tego wskaźnika oznacza, że inwestorzy instytucjonalni utrzymują udziały w danej spółce relatywnie krótko.

W celu oszacowania poziomu kształtowania zysku typu memoriałowego przez poszczególne spółki w danym roku wykorzystujemy skorygowany model Jones (1991). W podejściu tym, dla każdej spółki, w każdym roku analizy wyznaczane są różnice między wynikiem operacyjnym a przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, czyli tzw. *total accruals* (TACC). W kolejnym etapie budowany jest model regresji, w którym tak wyznaczone różnice traktowane są jako zmienne objaśniane m.in. przez przyrost sprzedaży (ΔS) oraz wartość rzeczowych aktywów trwałych (PPE). Parametry modelu estymowane są na podstawie obserwacji dotyczących spółek działających w tej samej branży (w naszym przypadku zidentyfikowanej na podstawie 4-cyfrowego kodu Global Industry Classification System). Po przeskalowaniu wszystkich zmiennych wartością całkowitych aktywów z poprzedniego okresu (A_{t-1}), wyznaczane są wartości teoretyczne *total accruals* dla każdej spółki w każdym roku. Następnie porównuje się wartości faktyczne z wyznaczonymi na podstawie modelu regresji wartościami teoretycznymi.

W naszym badaniach wykorzystujemy specyfikację modelu zaproponowaną przez Kothari, Leone' i Wasleya (2005), którzy zamienili (za Dechow, Sloan, Sweeney, 1995) przyrost sprzedaży różnicą między przyrostem sprzedaży a przyrostem należności (ΔAR) oraz uwzględnili jeszcze jedną zmienną objaśnianą – wynik netto (NI). Ostateczna postać modelu wygląda następująco:

$$\frac{TACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \lambda_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \lambda_2 \frac{(\Delta S_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{NI_{i,t}}{A_{i,t-1}} \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Im wyższa rozbieżność (różnica) między faktyczną wartością zmiennej TACC dla danej spółki w danym roku a jej wartością teoretyczną wynikającą z modelu, tym wyższy poziom kształtowania zysków typu memoriałowego.

Do oszacowania poziomu kształtowania wyniku typu realnego wykorzystujemy podejście proponowane przez Roychowdhury (2006) zbliżone do podejścia stosowanego dla szacowania poziomu kształtowania wyników typu memoriałowego.

Podobnie jak Roychowdhury stosujemy trzy kategorie (*proxy*), których „nietypowe” wartości mogą świadczyć o realnym kształtowaniu wyników: a) przepływy operacyjne (ABOCF), b) koszty produkcji (*production costs*) wyznaczone jako koszty wytworzenia sprzedanych produktów powiększone o zmiany zapasów (ABPROD) oraz c) koszty/wydatki

niezależne od poziomu sprzedaży (*discretionary expenditures*), wyznaczone jako suma kosztów ogólnych i kosztów sprzedaży¹ (ABSGA).

Roychowdhury zakłada, że spółki często sztucznie zawyżają (przyspieszają) sprzedaż, stosując np. ponadprzeciętne rabaty, czego konsekwencją jest niższy poziom przepływów operacyjnych. Nadprodukcja z kolei pozwala na sztuczne zawyżanie wyniku poprzez rozłożenie stałych kosztów wytworzenia na większą liczbę produktów (co zmniejsza koszt wytworzenia produkcji sprzedanej). Cięcia w kosztach związanych z reklamą, sprzedażą czy zarządem mają bezpośrednie przełożenie na bieżący wzrost wyniku operacyjnego, jednak mogą w największym stopniu ograniczyć zdolność do generowania wyników kolejnych okresów.

Poniższy wzór przedstawia specyfikację modelu, w którym zmienną objaśnianą są przepływy operacyjne, a zmiennymi objaśnianymi sprzedaż analogicznego okresu i jej zmiana w stosunku do okresu poprzedniego (wszystkie zmienne modelu skalowane są za pomocą wielkości aktywów z poprzedniego okresu):

$$\frac{OCF_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Przyjmujemy za Roychowdhury, że ujemne różnice między faktycznymi przepływami operacyjnymi raportowanymi przez spółkę w danym okresie a ich wartością wynikającą z powyższego modelu, którego parametry szacowane są w oparciu o obserwacje dla spółek z tej samej branży, świadczą o kształtowaniu zysku typu realnego. Podobne modele wykorzystywane są do wyznaczania nietypowych poziomów pozostałych dwóch kategorii: ABPROD oraz ABSGA. Aby zachować zgodność kierunków znaków dla wszystkich trzech zmiennych, wartości zmiennych ABOCF oraz ABSGA mnożymy przez -1 , podobnie jak Badertscher (2011). Tym samym im wyższe wartości wszystkich trzech zmiennych (oraz ich sumy jako syntetycznej miary), tym wyższy poziom kształtowania wyników typu realnego.

2. Metodologia badania, źródła danych i podstawowa charakterystyka próby badawczej

Badanie kierunku oraz siły zależności między poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych a zakresem kształtowania zysków przeprowadzono przy wykorzystaniu dwuetapowej procedury Heckmana, opracowanej na potrzeby modelowania samoselekcji. W literaturze przedmiotu poświęconej kształtowaniu zysków podkreśla się, że decyzje firm dotyczące kształtowania zysków nie są losowe i że względu na ten swoisty „defekt próby” konieczna jest pewna „korekta”, jaką należy zastosować przy estymacji, aby otrzymać właściwe oceny parametrów (Cohen, Zarowin, 2010; Zang, 2012). Co więcej, zastosowanie

¹ Roychowdhury uwzględnia w tej kategorii również wydatki na badania i rozwój, które pomijamy ze względu na brak informacji.

modelu samoselekcji pozwala także na uwzględnianie nieobserwowanej informacji (prywatnej), wpływającej na decyzje przedsiębiorstw (Gruszczyński, 2012, s. 73). Coraz częściej, zwłaszcza w badaniach dotyczących kształtowania zysków typu realnego, postuluje się wstrzemięźliwość w interpretacji „odchyleń operacji biznesowych od praktyk uznanych za normalne w danej branży” jako przejawu kształtowania zysków (Gunny, 2010). Odchylenia od norm branżowych mogą być bowiem także następstwem realizacji unikalnej strategii biznesowej, umożliwiającej osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. W konsekwencji korekta modelu z powodu samoselekcji pozwala przetestować, na ile informacja prywatna będąca w posiadaniu firmy (w tym przypadku odnosi się ona do unikalności strategii biznesowej) jest podstawą dokonanego przez nią wyboru w zakresie sprzedaży, produkcji czy pozostałych operacji biznesowych.

W pierwszym etapie badania określono mechanizm samoselekcji. W tym celu zidentyfikowano spółki szczególnie „podejrzane” o manipulowanie zyskami. Nawiązując do wcześniejszych badań prowadzonych zarówno na rynkach rozwiniętych (Burgstahler, Dichev, 1997; Degeorge, Ding, Jeanjean, Stolowy, 2013; Bartov, Gul, Tsui, 2000), jak również na rynkach wschodzących (Brzeszczyński, Gajdka, Schabek, 2011), do tej grupy spółek zaliczone zostały wszystkie firmy, które osiągnęły jedną z trzech tzw. progowych wartości zysku, tj. w danym roku osiągnęły ROA w przedziale od 0 do 1% lub odnotowały wzrost ROA w stosunku do roku poprzedniego o nie więcej niż 1% lub pobiły konsensus rynkowy w zakresie EPS. Status firmy podejrzanej o kształtowanie zysków (SUSPECT) stanowi zmienną wyboru w modelu probitowym, która przyjmuje wartość 1, gdy spółka osiąga „progową wartość zysku” oraz 0 w przeciwnym przypadku. Jako zmienne objaśniające zmienną SUSPECT zaliczone zostały te, które – w świetle dotychczasowych badań empirycznych – mogą mieć wpływ na decyzje dotyczące kształtowania zysków (Cohen, Zarowin, 2010; Zang, 2012).

Wyniki licznych badań potwierdzają występowanie premii w wycenie spółek, które systematycznie przekraczają prognozy analityków. Zachęta do kształtowania zysków, związana z wyceną rynkową, w badaniach reprezentowana jest przez zmienną binarną HAB_BEAT. Ponieważ zawyżanie zysków poprzedzające wtórną emisję akcji umożliwia zarządzającym pozyskanie kapitału po relatywnie niskim koszcie, wśród zmiennych objaśniających uwzględniona została zmienna binarna STOCK_ISSU. Z kolei objęcie rekomendacjami przez coraz większą liczbę analityków wywiera dodatkową presję na osiągnięcie tzw. progowych wartości zysku, dlatego w badaniach ujęta została zmienna ANALYST, skalkulowana jako logarytm naturalny z liczby analityków. Ponieważ duży odsetek progowych wartości zysku wyrażony jest w przeliczeniu na jedną akcję (co zwiększa skłonność do kształtowania zysku), wśród zmiennych objaśniających zmienną SUSPECT znalazła się także zmienna reprezentująca logarytm naturalny z liczby wyemitowanych akcji (zmienna SHARES_OUT). Kolejnym czynnikiem stanowiącym zachętę do kształtowania zysków jest powiązanie wynagrodzeń menadżerów ze zmianą rynkowej ceny akcji, zatem w badaniach

uwzględniono także status firmy wykorzystującej elementy wynagrodzeń, takie jak opcje na akcje czy akcje nieodpłatne (zmienna binarna STOCK_COMP).

W modelu probitowym, wśród zmiennych objaśniających decyzję o kształtowaniu zysków, uwzględniono ponadto zmienne nawiązujące do poziomu zadłużenia, wyceny rynkowej oraz rentowności. Zmienna LEV (wyznaczona na podstawie łącznej wartości zobowiązań o charakterze finansowym) wyraża zachętę do manipulowania zyskami w celu uniknięcia naruszeń tzw. *covenantów* finansowych. Z kolei wysokie poziomy wskaźników wartości rynkowej do księgowej (MB) mogą skłaniać do kształtowania zysków wskutek przewartościowania cen akcji (tzw. problem *overvalued equity*). Zainteresowanie kształtowaniem zysków maleje w miarę wzrostu rentowności przedsiębiorstwa, reprezentowanej przez zmienną ROA.

Oszacowanie modelu probitowego umożliwiło określenie mechanizmu samoselekcji, w wyniku czego, przy uwzględnieniu korekty błędu próby w postaci ilorazu Millsa, w ramach drugiego etapu przeprowadzono badanie kierunku oraz siły zależności między poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych a zakresem kształtowania zysków.

Zmienne objaśniane związane z kształtowaniem zysków oraz podstawowe zmienne objaśniające odnoszące się do stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych zdefiniowano w poprzednim punkcie. W modelach regresji uwzględniono dodatkowo zmienne kontrolne, które – w świetle wyników dotychczasowych badań empirycznych – mogą mieć wpływ na skalę kształtowania zysków (Achleitner, Günther, Kaserer, Siciliano, 2014).

Wśród zmiennych kontrolnych, poza wcześniej opisanymi zmiennymi związanymi z zadłużeniem, wyceną rynkową oraz rentownością, przede wszystkim uwzględniono udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (I_PROP). *Gros* badań wskazuje, że obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki może w istotny sposób wpływać na skalę i preferowany mechanizm kształtowania zysków (Bushee, 1998; Roychowdhury, 2006; Koh, 2007; Zang, 2012). Innym czynnikiem uwzględnionym w grupie zmiennych kontrolnych jest skorygowana o branżę skala działalności zmierzona logarytmem naturalnym aktywów spółek (TA). Duże firmy są głównym obiektem zainteresowań większości uczestników rynku i w ich przypadku presja na spełnianie oczekiwań rynkowych jest większa aniżeli w przypadku firm o relatywnie małej skali działalności. Jednocześnie wraz ze wzrostem skali działalności zwiększeniu ulega także szeroko rozumiany zakres transparentności spółek, co znacząco może ograniczać możliwość kształtowania zysków. O możliwych rozmiarach zjawiska zarządzania zyskami, w szczególności w zakresie kształtowania zysków typu memoriałowego, decydować może także monitoring ze strony audytora spółki. Zakres i jakość wspomnianego monitoringu powiązany jest zazwyczaj z doświadczeniem i reputacją audytora. Zmienna binarna BIGAUD reprezentuje wszystkie spółki, które korzystały z usług tzw. wielkiej 4/5/6. Preferencje zarządzających co do skali i mechanizmu kształtowania zysków mogą być także determinowane przez udział insiderów (np. rodzin) w strukturze własności (INSIDEOWN). Kontrola insiderów nad firmami rodzinnymi sprawia, że ci ostatni, w porównaniu z menadżerami spółek nierodzinnych,

unikają destrukcyjnego z punktu widzenia długoterminowej wartości firmy kształtowania zysków w ujęciu realnym (Achleitner, Günther, Kaserer, Siciliano, 2014). Ostatnia zmienna kontrolna reprezentuje większą skłonność do realnego manipulowania zyskami w spółkach stosujących międzynarodowe standardy raportowania (ACCSTAND).

Badania przeprowadzono na niezbilansowanym panelu 217 spółek (1204 obserwacji) notowanych na GPW w Warszawie w latach 2007–2016. Wyjściowa próba badawcza obejmowała wszystkie spółki notowane na rynku głównym GPW, dla których dane finansowe dostępne były w bazie Capital IQ firmy Standard & Poors. Z tak określonej próby wyeliminowano spółki z sektora finansowego. O ostatecznym rozmiarze próby zdecydowała konstrukcja miar kształtowania zysków, a w szczególności dostępność danych dla minimum 15 spółek w każdym sektorze, w każdym roku okresu objętego analizą.

Podstawowe statystyki opisowe dla próby badawczej zawiera z kolei tabela 1.

Średnia wartość (mediana) udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności (I_PROP) wynosi 25% (21%). Z kolei przeciętna wartość (mediana) podstawowego mierznika stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych – IOP kształtuje się na poziomie 0,75 (0,69). Inwestorzy instytucjonalni są zaangażowani kapitałowo w przeciętnej spółce przez około sześć kwartałów, przy czym średni okres utrzymywania (nie zmniejszania) przez nich udziałów nieznacznie przekracza cztery kwartały. Przeciętna spółka z próby jest kontrolowana przez insiderów (średnia i mediana dla zmiennej INSIDEOWN wynoszą odpowiednio 0,235 i 0,15), ma aktywa przekraczające średnią dla branży, stosuje międzynarodowe standardy raportowania, jest rentowna i w niewielkim stopniu finansuje aktywa zobowiązaniami o charakterze finansowym.

Zgodnie z oczekiwaniami, firmy podejrzane o kształtowanie zysków (grupa SUSPECT) mają więcej zachęt do kształtowania zysków aniżeli firmy, które nie osiągają tzw. progowych wartości zysku. Od spółek z grupy NSUP odróżnia je większa liczba rekomendacji analityków oraz wyższa częstotliwość przekraczania przygotowywanych przez nich prognoz zysku. Spółki z grupy SUSPECT cechują się także większym odsetkiem wtórnych emisji akcji, większą liczbą wyemitowanych akcji oraz częstszym wykorzystywaniem mechanizmów wynagradzania menadżerów powiązanych z kształtowaniem się rynkowej ceny akcji.

Najciekawsze obserwacje dotyczące obu grup spółek odnoszą się jednak do miar kształtowania zysków oraz cech charakteryzujących inwestorów instytucjonalnych. W porównaniu z grupą kontrolną, spółki podejrzane o kształtowanie zysków charakteryzują się mniejszą skalą manipulowania zyskami w ujęciu realnym. Dotyczy to głównie operacji w zakresie sprzedaży (zmienna ABOCF) oraz produkcji (zmienna ABPROD). Co ciekawe, nie ma żadnych istotnych różnic między poziomem kształtowania zysków typu memoriałowego w obu grupach spółek. Warto jednocześnie podkreślić, że na tle spółek niepodejrzanych o manipulowanie zyskami, spółki z grupy SUSPECT charakteryzują się zarówno wyższym poziomem, jak i stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych. Inną cechą wyróżniającą tę ostatnią grupę spółek jest wyższy poziom koncentracji własności wśród inwestorów instytucjonalnych.

Tabela 1

Statystyki opisowe zmiennych charakteryzujących próbę badawczą

Zmienne	Ogółem (1204)		NSUSP (850)		SUSPECT (354)	
	średnia	mediana	średnia	mediana	średnia	mediana
Mierniki skali kształtowania zysków						
AM	-0,011	-0,014	-0,011	-0,014	-0,011	-0,013
RM	-0,131	-0,125	-0,112	-0,096	-0,177***	-0,169***
ABOCF	-0,017	-0,022	-0,011	-0,014	-0,032***	-0,032***
ABPROD	-0,022	-0,018	-0,011	-0,006	-0,048***	-0,047***
ABSGE	-0,093	-0,067	-0,091	-0,063	-0,099	-0,073*
Charakterystyki inwestorów instytucjonalnych						
I_PROP	0,252	0,211	0,232	0,187	0,301***	0,261***
STD	0,010	0,007	0,010	0,007	0,009**	0,006***
IOP	0,753	0,689	0,732	0,667	0,804***	0,730***
MSP	4,301	4,330	4,180	4,200	4,593***	4,610***
NZP	6,245	6,429	6,048	6,167	6,716***	6,834***
I_HHI	0,031	0,014	0,029	0,011	0,037**	0,018***
Motywy kształtowania zysków						
HAB_BEAT	0,000	0,295	0,027	–	0,263***	–
STOCK_ISSU	0,000	0,184	0,028	–	0,051*	–
ANALYST	0,000	0,829	0,221	0,000	0,866***	1,000***
SHARES_OUT (w mln szt.)	17,550	3,998	15,569	15,145	22,073***	23,163***
STOCK_COMP	0,000	0,236	0,044	–	0,096***	–
Ogólne cechy spółek						
SIZE	0,254	1,293	0,201	0,081	0,806***	0,904***
LEV	0,090	0,123	0,113	0,089	0,128*	0,092
ROA	0,035	0,087	0,032	0,035	0,054***	0,036**
MB	1,062	2,202	1,109	1,080	1,110***	1,007***
ACCSTAND	0,912	1,000	0,908	–	0,935*	–
BIG5	0,354	0,000	0,313	–	0,452***	–
INSIDEOWN	0,235	0,150	0,252	0,180	0,193***	0,009***
WIG20	0,027	0,000	0,018	–	0,051***	–

Ujęte w tabeli zmienne o charakterze ciągłym poddane zostały uprzedniej winsoryzacji jednego procenta wartości odstających (punktami granicznymi były pierwszy i 99. percentyl). Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio: *** istotność na poziomie 1%, ** istotność na poziomie 5%, * istotność na poziomie 10%. Testy istotności różnic przeprowadzono przy użyciu testu *t*-Studenta dla średnich oraz test U Manna-Whitneya dla wartości median, przy hipotezach zerowych zakładających ich równość w obydwu grupach spółek.

Źródło: opracowanie własne.

3. Wyniki badań empirycznych

Wyniki analizy regresji dotyczącej zależności między stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a skalą kształtowania zysków zawarto w tabeli 2. Prezentowane modele różnią się przede wszystkim pod względem definicji zmiennej objaśnianej i dotyczą

cd tabeli 2

Panel B.						
Wyniki estymacji modeli regresji liniowej w zakresie zależności pomiędzy stabilnością udziałów inwestorów instytucjonalnych a skalą kształtowania zysków						
	Model 7	8	9	10	11	12
Wyraz wolny	-0,059* (0,035)	-0,054 (0,034)	-0,054 (0,039)	0,131 (0,107)	0,136 (0,102)	0,210* (0,117)
Miary stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych						
IOP	0,012 (0,013)	X X	X X	-0,057** (0,027)	X X	X X
MSP	X X	0,002 (0,003)	X X	X X	-0,019** (0,007)	X X
NZP	X X	X X	0,001 (0,003)	X X	X X	-0,019*** (0,006)
Zmienne kontrolne						
I_PROP	0,005 (0,021)	0,002 (0,021)	0,003 (0,021)	-0,078 (0,056)	-0,058 (0,056)	-0,044 (0,055)
TA	0,003 (0,005)	0,002 (0,005)	0,003 (0,005)	-0,022 (0,016)	-0,015 (0,016)	-0,014 (0,015)
MB	-0,018** (0,007)	-0,019** (0,007)	-0,019** (0,007)	-0,064*** (0,023)	-0,062*** (0,023)	-0,065*** (0,023)
ROA	-0,143 (-0,111)	-0,144 (0,111)	-0,141 (0,111)	-1,950*** (0,248)	-1,924*** (0,247)	-1,918*** (0,251)
LEV	-0,016 (0,041)	-0,013 (0,040)	-0,013 (0,040)	-0,235** (0,096)	-0,247** (0,096)	-0,250*** (0,096)
ACCSTAND	0,046** (0,020)	0,040** (0,020)	0,046** (0,020)	-0,078 (0,053)	-0,057 (0,051)	-0,086 (0,052)
BIGAUD	-0,001 (0,010)	-0,001 (0,010)	-0,001 (0,010)	0,046 (0,028)	0,046 (0,028)	0,044 (0,028)
INSIDEOWN	0,044* (0,022)	0,041* (0,022)	0,041* (0,022)	0,070 (0,055)	0,080 (0,054)	0,078 (0,054)
ILORAZ MILLSA	0,009 (0,015)	0,008 (0,015)	0,009 (0,015)	-0,051 (0,059)	-0,043 (0,058)	-0,050 (0,057)
Efekty stałe dla lat	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
N	354	354	354	354	354	354
Skorygowany R ²	0,033	0,033	0,031	0,340	0,343	0,347

Liczba gwiazdek oznacza istotność na poziomie odpowiednio: 10% (*), 5% (**), 1% (***). W nawiasach podano informacje o błędach standardowych parametrów. Modele w panelu A to modele regresji probitowej, modele w panelu B szacowane były klasyczną metodą najmniejszych kwadratów.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników oszacowań modeli regresji liniowej w panelu B tabeli 2, w których zmienną objaśnianą jest zmienna AM, wskazuje na brak istotnych statystycznie zależności pomiędzy poziomem stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych (niezależnie od sposobu jej pomiaru) a skalą kształtowania zysków (modele [7]–[9]). Z kolei ujemna, statystycznie istotna zależność między zmiennymi IOP (model [8]), MSP (model [9]) oraz NZP

(model [10]) a zmienną RM sugeruje, że skala interwencji w operacje biznesowe w celu manipulowania zyskami maleje wraz ze wzrostem poziomu stabilności udziałów inwestorów instytucjonalnych. Po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych stabilne udziały inwestorów instytucjonalnych wciąż stanowią istotny czynnik ograniczający skalę kształtowania zysków typu realnego. Oznacza to, że skuteczny monitoring poczynień menadżerów związany jest z długoterminowym zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek. Ocena poprawności przebiegu procesów biznesowych ograniczająca potencjalne manipulowanie zyskami wymaga bowiem nie tylko zasobów, ale przede wszystkim czasu na zapoznanie się ze specyfiką spółki i branży, w której ona działa.

Uwagi końcowe

Przeprowadzone przez nas badania wykazują istotną statystycznie ujemną zależność między stabilnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW a poziomem kształtowania przez nie zysków typu realnego. Nie znajdujemy jednocześnie żadnej istotnej zależności między stabilnością inwestorów instytucjonalnych a poziomem kształtowania zysków typu memoriałowego. Uzyskane wyniki mogą sugerować, że stabilni, długoterminowi inwestorzy instytucjonalni, którzy powinni być szczególnie zainteresowani długoterminową zdolnością spółek do tworzenia wartości, mają odpowiednie narzędzia służące efektywnemu monitorowaniu działań zarządzających. Monitoring nabiera znaczenia wówczas, gdy bieżące działania mogą ograniczać zdolność spółki do kreowania wartości w przyszłości, a często taki zarzut podnoszony jest w odniesieniu do kształtowania zysków typu realnego. Stabilni inwestorzy, dzięki doświadczeniu, są w stanie lepiej zinterpretować potencjalne efekty działań zarządzających niż inwestorzy krótkoterminowi.

Literatura

- Achleitner, A.K., Günther, N., Kaserer, C., Siciliano, G. (2014). Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management in Family Firms. *European Accounting Review*, 3 (23), 431–461.
- Badertscher, B.A. (2011). Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 5 (86), 1491–1518.
- Bartov, E., Gul, F.A., Tsui, J.S.L. (2000). Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (30), 421–452.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. (2011). Earnings Management in Polish Companies. *Comparative Economic Research*, 3 (14), 137–150.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (24), 99–126.
- Bushee, B.J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 3 (73), 305–333.
- Cohen, D.A., Zarowin, P. (2010). Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (50), 2–19.
- Dechow, P.M., Skinner, D.J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 2 (14), 235–250.

- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 2 (70), 193–225.
- DeGeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., Stolowy, H. (2013). Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1 (32), 1–25.
- Elyasiani, E., Jia, J.J. (2008). Institutional Ownership Stability and BHC Performance. *Journal of Banking & Finance*, 9 (32), 1767–1781.
- Gruszczyński, M. (2012). *Empiryczne finanse przedsiębiorstw: Mikroekonometria finansowa*. Warszawa: Difin.
- Gunny, K.A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks *Contemporary Accounting Research*, 3 (27), 855–888.
- Healy, P.M., Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 4 (13), 365–383.
- Jones, J.J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 2 (29), 193–228.
- Koh, P.S. (2007). Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 3 (23), 267–299.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (39), 163–197.
- Ronen, J., Yaari, V. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. New York: Springer.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (42), 335–370.
- Sakaki, H., Jackson, D., Jory, S. (2017). Institutional Ownership Stability and Real Earnings Management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1 (49), 227–244.
- Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting Horizons*, 4 (3), 91–102.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 3 (94), 461–488.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 2 (87), 675–703.

EARNINGS MANAGEMENT IN COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE. DO INSTITUTIONAL INVESTORS' CHARACTERISTICS MATTER?

Abstract: *Purpose* – The answer to the question of whether there is a relationship between the institutional investors ownership stability and the level of both real and accrual-based earnings management in companies listed on Warsaw Stock Exchange.

Design/methodology/approach – We use multiple regression analysis to identify the relations between institutional investors ownership stability and the level of both earnings management. We use the two-stage Heckman selection model to correct for any selection bias.

Findings – We find a significant negative relation between institutional investors ownership stability and real earnings management but no relation between the former and accrual-based earnings management.

Originality/value – Our paper adds to the literature on both earnings management and institutional investors as monitors. To our knowledge it is the first study of relations between institutional investors ownership stability and earnings management based on companies listed on WSE.

Keywords: earnings management, institutional investors ownership stability, agency costs, companies' ownership structure

Cytowanie

- Kałdoński, M., Jewartowski, T. (2018). Kształtowanie zysków w spółkach notowanych na GPW. Czy charakterystyka inwestorów instytucjonalnych ma znaczenie? *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 255–267. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-22.