

Struktura własnościowa przedsiębiorstw a księgowe kształtowanie wyniku finansowego

ANDRZEJ PIOSIK *

Streszczenie

Celem artykułu jest zbadanie związku między strukturą własnościową przedsiębiorstw, w tym koncentracją własności, udziałami menedżerskimi oraz występowaniem inwestorów instytucjonalnych a procesami księgowego kształtowania wyniku finansowego, prowadzącymi do wzrostu wyniku finansowego. W artykule modelowano w pierwszej kolejności uznaniowe zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego netto, a następnie zbudowano model zależności między tymi zmianami a elementami struktury własnościowej przedsiębiorstwa oraz zmiennymi kontrolnymi, wyznaczając funkcję regresji metodą najmniejszych kwadratów. Wykazano, że istnieje ujemna korelacja między stopniem koncentracji własności a rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego w górę. Nie wykazano związku między relatywnymi rozmiarami udziałów menedżerskich we własności a rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego. Wykazano, że obecność inwestorów instytucjonalnych obniża rozmiary księgowego kształtowania wyniku finansowego w górę. Nie potwierdzono, aby udział Skarbu Państwa we własności spółek wpływał na procesy kształtowania księgowego wyniku finansowego. Również nie stwierdzono, aby księgowe kształtowanie wyniku finansowego miało związek z raportowaniem małych zysków oraz małych przyrostów zysków.

Słowa kluczowe: kształtowanie wyniku finansowego, koncentracja własności, udziały menedżerskie, inwestorzy instytucjonalni.

Abstract

Ownership structure of a company and accounting earnings management

The objective of our study is to investigate whether the ownership structure of a company, including ownership concentration, managerial ownership and the presence of institutional investors, affects accrual earnings management practices. We first modelled discretionary accruals using the modified approach of Jones (1991), and then we built the model describing the relationship between discretionary accruals and elements of ownership structure of companies and control variables, determining regression using the least square method. We provided evidence of negative dependence between the magnitude of accrual earnings management and shareholder concentration. We do not corroborate the relationship between accrual earnings management and managerial ownership. The presence of institutional investors reduces the magnitude of accrual earnings management. We do not provide evidence that the presence of State Treasury affects accrual earnings management. We do not confirm that accrual earnings management is used for meeting or beating earnings benchmarks.

Keywords: earnings management, ownership concentration, managerial ownership, institutional investors.

* Dr hab. Andrzej Piosik, prof. UE, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Rachunkowości, ORCID: 0000-0003-0057-5501, andrzej.piosik@ue.katowice.pl

Wprowadzenie

Podstawowa problematyka badawcza artykułu związana jest ze znaczeniem struktury własnościowej w zarządzaniu (w tym koncentracji własności, udziałów menedżerskich oraz występowania inwestorów instytucjonalnych) w zakresie księgowego kształtowania wyniku finansowego na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie. Problem ten, jakkolwiek będący przedmiotem badań w literaturze światowej (opisanej w drugim podrozdz. artykułu), nie doczekał się jednoznacznych rozstrzygnięć i jest słabo zbadany w warunkach polskich. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie, czy struktura własnościowa przedsiębiorstw, w tym koncentracja własności, występowanie udziałów menedżerskich we własności oraz występowanie inwestorów instytucjonalnych mają związek z rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego w górę, na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie. W artykule zbadano, czy uznaniowe zmiany w kapitale pracującym netto (*discretionary accruals*) są związane ze strukturą własnościową przedsiębiorstw. Waga tego zagadnienia wynika z tego, że jest ono ściśle związane ze znaczeniem struktury własnościowej i jej wpływem na działania monitorujące przedsiębiorstwo. M.C. Jensen i W.H. Meckling (1976) wykazali, że rozdzielenie własności i kontroli prowadzi do rozbieżności celów zarządzających oraz właścicieli. W pewnym stopniu zostało to udowodnione empirycznie (Morck i in., 1988; Warfield i in., 1995; Cheng Q., Warfield, 2005). Zagadnienie związku między koncentracją własności a kształtowaniem wyniku finansowego jest badane przez pryzmat dwóch perspektyw: hipotezy efektywnego monitorowania (*efficient monitoring hypothesis*), przykładowo w badaniu P.M. Dechow i in. (1996), oraz hipotezy wywłaszczeniowej (*expropriation hypothesis*), którą zweryfikowali B. Jaggi i J. Tsui (2007). W związku z tym ważnym, aktualnym i słabo zbadanym na podstawie przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w Polsce zagadnieniem jest zbadanie znaczenia struktury własnościowej w procesach księgowego kształtowania wyniku finansowego.

W literaturze przedmiotu nie ma jednolitego stanowiska odnośnie do definiowania kształtowania wyniku finansowego (*earnings management*). Interesującą klasyfikację definicji procesów kształtowania wyników przedstawiają J. Ronen i V. Yaari (2010, s. 25–26). Autorzy klasyfikują przyjmowane w literaturze definicje zgodnie z kryterium transparentności i jakości sprawozdań finansowych oraz wyróżniają definicje „białe”, wskazujące na korzystne konsekwencje tych procesów, „szare”, podkreślające korzyści, jakie mogą odnieść realizujący procesy kształtowania wyników, jednocześnie wskazujące na niekorzystne skutki procesów kształtowania, i wreszcie definicje „czarne”, podkreślające głównie skutki w postaci redukcji transparentności sprawozdań finansowych. Negatywne skutki procesów kształtowania opisywano już w latach 80. Według K. Schipper (1989, s. 92) kształtowanie wyniku finansowego przez podmioty sprawozdawcze stanowi interwencję w proces opracowania sprawozdania finansowego, z intencją otrzymania określonych „prywatnych” korzyści, w odróżnieniu od takiego sposobu opracowywania sprawozdań, które zakłada podejście „neutralne”. Biorąc za punkt wyjścia definicję kształtowania wyniku finansowego J. Ronena i V. Yaari (2010), przyjmuje się definicję, zgodnie z którą kształtowanie wyniku

finansowego stanowi cel lub zbiór celów przyjętych przez zarząd podmiotu sprawozdawczego oraz zintegrowany zespół instrumentów jego/ich realizacji (typu księgowego związanego z przyjętymi metodami i przede wszystkim szacunkami w rachunkowości oraz typu rzeczowego, związanego z przeprowadzonymi transakcjami), które skutkują brakiem wykazania (krótkoterminowego) wyniku finansowego, jaki jest znany zarządowi, a który byłby wykazany w sprawozdaniu finansowym w przypadku braku zastosowania określonej podgrupy celów i instrumentów (Piosik, 2016). Jednym z ważniejszych instrumentów rzeczowego kształtowania wyniku finansowego są decyzje odnośnie do kwoty kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży, przyspieszanie przychodów oraz kształtowanie kosztów produkcyjnych (Roychowdhury, 2006). Ten typ kształtowania wyniku finansowego nazywamy rzeczowym (*real earnings management*) i nie jest on przedmiotem badań w tym artykule. Zakłada się, że kształtowanie wyniku jest realizowane w korespondencji z przyjętą polityką bilansową podmiotu sprawozdawczego.

W literaturze polskojęzycznej analizowano determinanty księgowego kształtowania wyniku finansowego (Grabiński, 2016a; Piosik, 2016; Wójtowicz, 2010). Według K. Grabińskiego (2016a) na proces kształtowania wyniku finansowego wpływają czynniki specyficzne dla jednostki (wielkość przedsiębiorstwa, poziom zadłużenia, rentowność, zadłużenie). Drugą grupę stanowią czynniki makroekonomiczne. W okresie kryzysu kształtowanie wyniku finansowego jest ograniczone, w okresie ożywienia jest intensywniejsze (Grabiński, 2016b). Trzecią grupą determinant są czynniki kulturowe. Jednak P. Wójtowicz (2010) wykazuje, że znacznie częściej raportuje się małe zyski, aniżeli małe straty i ta prawidłowość jest silniejsza w okresie trudności gospodarczych.

Przedmiotem artykułu jest kształtowanie wyniku finansowego typu księgowego. Badania nad związkami między strukturą własnościową przedsiębiorstw a procesami księgowego kształtowania wyniku finansowego były już przedmiotem badań i publikacji, przedstawionych w następnej części artykułu, a wyniki tych badań nie są jednoznaczne. Dodatkową luką jest niewielki zakres badań nad związkami między strukturą własnościową przedsiębiorstw a rozmiarami księgowego kształtowania wyniku finansowego w warunkach polskich, ograniczone w zasadzie do uwzględnienia występowania inwestorów instytucjonalnych (Piosik, 2016).

Badania empiryczne przeprowadzono na podstawie próby 137 spółek notowanych na GPW w Warszawie z okresu 2008–2017. Uznaniowe zmiany w niepieniężnych składnikach kapitału pracującego netto modelowano oddzielnie dla każdej branży i każdego roku, zgodnie ze skorygowanym podejściem J.J. Jones (1991), stosując metodę regresji bez wyrazu wolnego. To pozwoliło ostatecznie na weryfikację modelu ekonometrycznego opisującego związki między rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego a strukturą własnościową przedsiębiorstw. Modelowano zależność między uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego netto oraz indykatorami struktury własnościowej i różnymi zmiennymi kontrolnymi stosując metodę najmniejszych kwadratów przy estymacji parametrów modelu. Normalność reszt modelu testowano za pomocą testu Kołmogorowa-Smirnowa, uwzględniając losowość próby.

1. Wcześniejsze badania i sformułowanie hipotez

1.1. Koncentracja własności a księgowo kształtowanie wyniku finansowego

Koncentracja własności oznacza duży stopień intensywności mechanizmu nadzoru właścicielskiego, w którym właściciele lub ich grupa wpływają na zarządzanie przedsiębiorstwem w celu ochrony interesów tych właścicieli (Maghani, 2016). Koncentracja własności związana jest z tym, że największy właściciel lub najwięksi właściciele mają nieproporcjonalnie duży wpływ na zarządzanie. Stopień koncentracji własności może być mierzony w różny sposób. Tu przyjęto, że stopień koncentracji własności to całkowity udział procentowy akcji posiadanych przez inwestorów, którzy są właścicielami co najmniej 5% akcji i którzy nie są inwestorami instytucjonalnymi. Większość badaczy wykazała istnienia monotonicznej, zwykle dodatniej zależności pomiędzy stopniem koncentracji własności a rozmiarami księgowego kształtowania wyniku finansowego. Zdaniem Chen-Lung i in. (2005) skoncentrowana własność w warunkach struktur holdingowych prowadzi do konfliktów agencyjnych między właścicielami kontrolującymi grupę a pozostałymi inwestorami. Wyniki badań uzyskane przez N.M. Waweru i G.K. Riro (2013) wskazują na to, że znaczny stopień koncentracji własności zwiększa rozmiary księgowego kształtowania wyniku finansowego. Podobne rezultaty badań uzyskali inni badacze: S. Dempsey i in. (1993), F.A. Hamid i in. (2014) – w wyniku metaanalizy, J. Yang i in. (2012), A. Ağca i S. Önder (2016), J.R. Francis i in. (2009), A. Shuto i T. Iwasaki (2014) – w zakresie wygładzania wyniku finansowego.

W innych badaniach wykazano istnienie ujemnej korelacji między stopniem koncentracji własności a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego: S. Alves (2012), A. Kouaib i A. Jarbou (2014), P. Saona i L. Muro (2018).

W niektórych badaniach wykazano, że związek między stopniem koncentracji własności a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego jest krzywoliniowy. Jak twierdzą D. Yuan i in. (2007) oraz Y. Bozec (2008) związek ten ma kształt typu odwróconego „U”.

Istnienie korelacji między stopniem koncentracji własności a rozmiarami księgowego kształtowania wyniku finansowego zostało zakwestionowane w badaniach E. Garcii-Mecy i J.P. Sáncheza-Ballesty (2009), w których na podstawie metaanalizy stwierdzono nieistotność tego związku i heterogeniczność korelacji.

Wyżej opisane wyniki badań świadczą o niejednoznacznej korelacji między stopniem koncentracji własności a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego, co utrudnia stawianie hipotez odnośnie do tego związku w warunkach polskich. Biorąc jednak pod uwagę stosunkowo duży stopień koncentracji własności w przypadku spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz często występujący rodzinny charakter kapitału oraz wyniki badań Alves (2012), Kouaib i Jarbou (2014); Saony i Muro (2018) stawia się następującą hipotezę:

H1: Występuje ujemna korelacja między stopniem koncentracji własności spółek notowanych na GPW a rozmiarami księgowego kształtowania wyniku finansowego w górę.

1.2. Udziały menedżerskie a księgowe kształtowanie wyniku finansowego

Zgodnie z teorią agencji udział menedżerów we własności spółki prowadzi do wzrostu jej wartości, ponieważ menedżerowie również korzystają wtedy z tego wzrostu wartości. Zgodnie zatem z hipotezą wyrównywania interesów (*alignment of interest hypothesis*) możemy spodziewać się, że wzrostom udziałów menedżerskich we własności będzie towarzyszył spadek rozmiarów kształtowania wyniku finansowego. Ta hipoteza została potwierdzona w badaniach empirycznych: D.S. Dhaliwal i in. (1982), T.D. Warfield i in. (1995), A. Ebrahim (2007) oraz M.R. Banderlipe (2009). Ujemną korelację między wielkością udziałów menedżerskich a rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego wykazali również: García-Meca i Sánchez-Ballesta (2009), H. Huang i in. (2012), N. Van Thuan i Xu Li (2010) oraz Alves (2012).

Z drugiej strony cele właścicieli i zarządzających przedsiębiorstwami nie są identyczne, a sami zarządzający mogą realizować specyficzne cele oraz indywidualnie mogą definiować korzyści, co może prowadzić do działań oportunistycznych (Fama i Jensen, 1983). To potwierdza hipotezę ukorzenia kierownictwa (*entrenchment hypothesis*). Została ona wykazana w badaniach empirycznych: P.M. Healy (1985), R.W. Holthausen i in. (1995), S. Perry i T. Williams (1994), M. Beneish i M.E. Vargus (2002) oraz Q. Cheng i T.D. Warfield (2005). Na dodatnią korelację między udziałami menedżerskimi a wielkością kształtowania wyniku finansowego zwracają uwagę dodatkowo inni badacze: R. Gopalan i S. Jayaraman (2012), B. Jaggi i J. Tsui (2007), B. Bok i in. (2010). Niektórzy badacze wykazali istnienie krzywoliniowej zależności między wzrostem udziałów menedżerskich a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego, a dokładniej zależność typu „U”: G.H.H. Yeo i in. (2002), Sánchez-Ballesta i García-Meca (2007) oraz Saona i Muro (2018). Należy jednak podkreślić, że w pewnych badaniach nie znajdowano żadnego związku między tymi zmiennymi (Lai, Tam, 2017).

Wyniki badań empirycznych są zatem niejednoznaczne w zakresie korelacji między wielkością udziałów menedżerskich a rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego. Przyjmując jednak ogólne założenia teorii agencji oraz wyniki grupy badań, przyjmuje się następującą hipotezę:

H2: Istnieje ujemna korelacja między wielkością udziałów menedżerskich w spółce a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego.

1.3. Inwestorzy instytucjonalni a księgowe kształtowanie wyniku finansowego

Zgodnie z hipotezą efektywnego monitorowania istnieje ujemna korelacja między rozmiarami księgowego kształtowania wyniku finansowego a obecnością inwestorów instytucjonalnych we własności spółki. Badania empiryczne wielu autorów wykazały taką prawidłowość: B. Bushee, 1998, M.M. Cornett i in. (2008), C. Bueselinck i in.

(2017). W badaniach wykazano jednak pewne ograniczenia mitygowania wielkości kształtowania wyników przez obecność inwestorów instytucjonalnych. Zdaniem A. Almazan i J.C. Hartzell (2005) zależy ona od kosztów związanych z monitorowaniem. Wyniki niektórych badań negują hipotezę efektywnego monitorowania: S. Claessens i J.P.H. Fan (2002) oraz M. Porter (1992). A. Piosik (2016) wykazał, że występowanie co najmniej 5% udziałów instytucji finansowych we własności skorelowane jest z większą częstotliwością raportowania wygładzonych wyników finansowych.

Ze względu na to, że w wielu badaniach potwierdzono hipotezę efektywnego monitorowania, stawia się tezę, że obecność inwestorów instytucjonalnych mityguje wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego.

H3: Obecność inwestorów instytucjonalnych redukuje wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego.

1.4. Udział Skarbu Państwa we własności a księgowo kształtowanie wyniku finansowego

Jedną z właściwości struktury własnościowej jest udział Skarbu Państwa we własności oraz znaczenie powiązań politycznych. Właścicielem części udziałów pewnej grupy spółek notowanych na GPW w Warszawie jest Skarb Państwa. Zgodnie z wynikami badań Ku i in. (2017) wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego spółek, których udziałowcem jest Skarb Państwa obniża się po tym, jak kończą się powiązania polityczne. Inne wyniki uzyskał M. Comporek (2017) na podstawie badań nad kształtowaniem wyniku finansowego przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Zgodnie z tymi wynikami najniższy poziom kształtowania wyniku finansowego jest charakterystyczny dla spółek, których większościowym udziałowcem jest Skarb Państwa. Relatywnie niewiele wyników badań w tym zakresie oraz różne konkluzje z nich wypływające utrudniają postawienie hipotezy w tym zakresie. Stawia się zatem hipotezę, że udział Skarbu Państwa we własności spółek nie ma wpływu na wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego:

H4: Udział Skarbu Państwa we własności spółek nie ma wpływu na wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego.

1.5. Struktura własnościowa a realizacja benchmarków wyniku finansowego

W wielu badaniach stawia się tezę, że podmioty sprawozdawcze mają skłonności do unikania wykazywania straty finansowej netto niewielkiej wartości. Według C. Hayn (1995) i P. Wójtowicza (2010) małe straty są bardzo rzadkie, podczas gdy małe zyski bardzo częste. D. Burgstahler i I. Dichev (1997) stwierdzają, że kierownicy spółek kształtują wynik finansowy w taki sposób, aby uniknąć straty oraz redukcji wyniku. Z punktu widzenia celów artykułu istotna jest odpowiedź na pytanie dotyczące związków kształtowania wyniku finansowego z unikaniem strat oraz unikaniem redukcji wyniku oraz wpływu struktury własnościowej na ten związek. Przyjmuje się hipotezę:

H5: Struktura własnościowa przedsiębiorstwa (koncentracja własności, występowanie udziałów menedżerskich oraz obecność inwestorów instytucjonalnych we własności) ma związek z unikaniem małych strat finansowych oraz unikaniem małych redukcji wyniku.

2. Dane i metody badawcze

2.1. Identyfikacja uznaniowych zmian w kapitale pracującym

Uznaniowe zmiany w niepieniężnych składnikach kapitału pracującego netto (*DACCI*) stanowią reszty modeli opisujących całkowite zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego. Zgodnie z podejściem Jones (1991) wyznaczono w pierwszej kolejności całkowite zmiany w składnikach niepieniężnych kapitału pracującego (*ACC*) (równanie 1):

$$ACC_t = (\Delta CA_t - \Delta CASH_t) - \Delta CL_t - DEP_t \quad (1)$$

gdzie:

ACC_t = całkowite zmiany w niepieniężnych składnikach kapitału pracującego;

ΔCA_t = zmiany aktywów obrotowych;

$\Delta CASH_t$ = zmiany aktywów pieniężnych;

ΔCL_t = zmiany zobowiązań krótkoterminowych;

DEP_t = koszty amortyzacji.

Całkowite zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego (*ACC*) były skalowane sumą aktywów z bilansu otwarcia (ACC/A) oraz modelowane zgodnie ze skorygowanym podejściem Jones (1991) jako funkcja zmian przychodów ze sprzedaży, skalowanych sumą aktywów, oraz wartości rzeczowych aktywów trwałych. Przyjęto zatem następujący model całkowitych zmian niepieniężnych składników kapitału pracującego:

$$ACC_t/A_{t-1} = \beta_0/A_{t-1} + \beta_1\Delta S_t/A_{t-1} + \beta_2PPE_t/A_{t-1} + \zeta_t \quad (2)$$

gdzie:

PPE_t = wartość rzeczowych aktywów trwałych;

A_t = suma aktywów;

ΔS_t = zmiana przychodów ze sprzedaży;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$ = oceny parametrów modelu ekonometrycznego bez wyrazu wolnego.

Ze względu na uwarunkowania branżowe kształtowania się elementów kapitału pracującego oraz duże wahania wartości tych elementów w poszczególnych latach, zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego modelowano przekrojowo, oddzielnie dla poszczególnych branż oraz poszczególnych lat.

2.2. Metodologia badawcza

Weryfikujemy ekonometryczny model opisujący związki między koncentracją własności oraz udziałami menadżerskimi a uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego (*DACCI*). Zmiany te opisywane są jako funkcja stopnia koncentracji własności, udziałów menadżerskich, obecności inwestorów instytucjonalnych oraz zmiennych kontrolnych. Model ma następującą postać (3):

$$\begin{aligned} DACCI_t = & \beta_0 + \beta_1 CON_t + \beta_2 MNGI_t + \beta_3 INSTOI_t + \beta_4 CONSTOI_t + \beta_5 MEET_t \\ & + \beta_6 MEET_t \times CONOI_t + \beta_7 MEAT_t \times MNGI_{10I_t} + \beta_8 BEAT_t + \beta_9 BEAT_t \times CONOI_t \\ & + \beta_{10} BEAT_t \times MNGI_{10I_t} + \beta_{11} \wedge MNG_t + \beta_{12} PO_t + \beta_{13} CONOI_t \times MNGI_{10I_t} + \beta_{14} ROI_t \\ & + \beta_{15} D_{t-1}/A_{t-1} + \beta_{16} LnA_t + \beta_{17} AUDQ_t + \beta_{18} LnNBRD_t + \beta_{19} M/BV_t + \beta_{20} SCORE_t \\ & + \beta_{21} CYCLE_t + \beta_{22} t + \zeta_t. \end{aligned} \quad (3)$$

gdzie:

- DACCI* = reszty modeli opisujących całkowite zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego (reszty z równania 2);
- CON* = stopień koncentracji: całkowity udział procentowy akcji posiadanych przez inwestorów, którzy są właścicielami co najmniej 5% akcji i którzy nie są inwestorami instytucjonalnymi;
- MNGI* = udział procentowy akcji, których właścicielami są członkowie zarządu podmiotu;
- CONOI* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli *CON* jest powyżej median w próbie, 0 w przeciwnym razie;
- MNGI_{10I}* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli *MNGI* jest większe od 5%, 0 w przeciwnym razie;
- INSTOI* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli inwestorzy instytucjonalni posiadają przynajmniej 5% udziałów, 0 w przeciwnym razie;
- CONSTOI* = koncentracja udziałów posiadanych przez SP: zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli do SP należy co najmniej 5% udziałów, 0 w przeciwnym razie;
- MEET* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli wynik finansowy dzielony przez sumę aktywów jest większy od 0 i mniejszy od 0,01; 0 w przeciwnym razie;
- BEAT* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli zmiana wyniku finansowego dzielonego przez sumę aktywów jest większa od 0 i mniejsza od 0,01; 0 w przeciwnym razie;
- $\wedge MNG$ = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli miała miejsce zmiana prezesa zarządu; 0 w przeciwnym razie;
- PO* = zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli miała miejsce publiczna oferta akcji; 0 w przeciwnym razie;
- ROI* = stopa zwrotu z aktywów, równa sumie wyniku finansowego przez sumę aktywów z bilansu otwarcia;
- D/A* = dźwignia finansowa, stanowiąca sumę zobowiązań z bilansu otwarcia przez sumę aktywów z bilansu otwarcia;
- LnA* = logarytm naturalny sumy aktywów w tys. zł;
- AUDQ* = jakość audytu, zmienna zero-jedynkowa równa 1, jeżeli firma audytorska była ułokowana od 1 do 10 miejsca w rankingu firm audytorskich „Rzeczpospolitej” w okresie 2008–2017, 0 w przeciwnym razie;
- LnNBRD* = logarytm naturalny liczby członków rady nadzorczej;
- M/BV* = relacja wartości rynkowej do wartości księgowej akcji;
- SCORE* = model dyskryminacyjny PAN-F podmiotu (Mączyńska, Zawadzki, 2006).
- CYCLE* = wskaźnik cyklu operacyjnego w dniach;
- t* = numer roku.

Statystyki opisowe, wartości współczynników korelacji oraz modele regresji były opracowane za pomocą pakietu TIBCO Statistica, wersja 13.3.

2.3. Dobór próby

Próba obejmuje spółki notowane na GPW w Warszawie w okresie 2008–2017. Wyeliminowano wszystkie sektory, które od 2008 roku obejmowały mniej niż 16 spółek, ze względu na tworzenie modeli *DACCI* dla każdej branży oddzielnie. Próba obejmuje wstępnie siedem sektorów, zawierając 137 przedsiębiorstw za okres 10 lat, co daje 1 370 obserwacji. W skład próby weszły spółki z następujących sektorów: budownictwo (27), przemysł elektromaszynowy (23), hutnictwo, energia i metale (16), informatyka (21), odzieżowy i kosmetyczny (17), produkcja żywności (17) oraz handel (16). Jednak z powodu braku danych odrzucono dane z dwóch sektorów (33 przedsiębiorstwa) z roku 2008–2009.

Ostateczna próba została zredukowana o brakujące dane i obserwacje odstające i jest następująca:

Tabela 1. Wybór próby

Numer	Obserwacje	N
1	Liczba obserwacji obejmująca okres 2008–2017 ze 137 spółek	1370
2	Liczba obserwacji z przemysłu produkcji żywności i handlu za 2008 i 2009 rok	66
3	Liczba obserwacji wyeliminowanych z powodu braku danych i wartości odstających	95
4	Całkowita liczba obserwacji do modelowania	1209

Źródło: opracowanie własne (dotyczy wszystkich tabel).

2.4. Statystyki opisowe

W tabeli 2 podano statystyki opisowe zmiennej zależnej i zmiennych niezależnych zastosowanych w modelu (3).

Tabela 2. Statystyki opisowe (N ważnych 1 209)

Zmienna	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
<i>DACCI</i>	0,000	0,002	0,085	-79260,7
<i>CON</i>	0,535	0,577	0,227	42,4
<i>MNG1</i>	0,147	0,000	0,219	149,2
<i>INST01</i>	0,680	1,000	0,467	68,6
<i>CONST01</i>	0,061	0,000	0,240	391,8
<i>MEET</i>	0,068	0,000	0,252	370,9
<i>MEETxCON01</i>	0,046	0,000	0,210	453,9

Ciąg dalszy tabeli 2

Zmienna	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
MEETxMNG101	0,027	0,000	0,163	597,2
BEAT	0,132	0,000	0,339	256,2
BEATxCON01	0,057	0,000	0,232	406,6
BEATxMNG101	0,068	0,000	0,252	370,9
^MNG	0,131	0,000	0,337	258,0
PO	0,012	0,000	0,107	924,3
MNG01xCON01	0,242	0,000	0,428	177,3
ROI	0,039	0,040	0,081	207,2
D/A	0,475	0,465	0,188	39,6
AUDQ	0,571	1,000	0,495	86,8
LnNBRD	1,880	1,792	0,324	17,2
LnA	12,62	12,55	1,76	13,9
M/BV	2,346	1,000	9,415	401,4
SCORE	2,416	2,065	2,404	99,5
CYCLE	64,69	54,48	80,70	124,7

Średnia i mediana *DACCI* świadczą raczej o neutralnym podejściu spółek notowanych na GPW w Warszawie do księgowego kształtowania wyniku finansowego, ponieważ oscylują wokół zera.

W tabeli 3 podano tablicę wartości współczynników korelacji Spearmana pomiędzy zmiennymi ciągłymi, stosowanymi w modelu (3).

Tabela 3. Współczynniki korelacji Spearmana

Zmienna	<i>DACCI</i>	<i>CON</i>	<i>MNGI</i>	<i>ROI</i>	<i>D/A</i>	<i>LnNBRD</i>	<i>LnA</i>	<i>M/BV</i>	<i>SCORE</i>	<i>CYCLE</i>
<i>DACCI</i>	1,000									
<i>CON</i>	-0,019	1,000								
<i>MNGI</i>	-0,002	0,163	1,000							
<i>ROI</i>	0,140	-0,042	-0,030	1,000						
<i>D/A</i>	0,020	0,081	-0,071	-0,287	1,000					
<i>LnNBRD</i>	0,038	-0,188	-0,334	0,003	0,043	1,000				
<i>LnA</i>	0,002	-0,159	-0,259	0,142	0,126	0,429	1,000			
<i>M/BV</i>	-0,015	0,046	-0,066	0,319	0,102	-0,003	-0,006	1,000		
<i>SCORE</i>	0,136	-0,032	0,030	0,741	-0,719	-0,047	-0,015	0,091	1,000	
<i>CYCLE</i>	0,039	0,015	-0,079	0,024	-0,282	-0,023	-0,012	-0,090	0,285	1,000

Objaśnienie: wartości współczynników korelacji istotne statystycznie na poziomie $p = 0,05$ zaznaczono czcionką półgrubą.

Z danych zawartych w tabeli 3 wynika, że wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego nie jest skorelowana ze stopniem koncentracji własności oraz z odsetkiem udziałów menedżerskich. Jest ona jedynie dodatnio skorelowana z dwiema zmiennymi kontrolnymi: stopą zwrotu z aktywów oraz wskaźnikiem ogólnej sytuacji przedsiębiorstwa (*SCORE*). Warto jednak zwrócić uwagę na to, że stopień koncentracji własności oraz udziały menadżerskie są skorelowane z niektórymi zmiennymi kontrolnymi.

3. Wyniki badań

W tabeli 4 przedstawiono oszacowania modelu regresji (3), opisującego związek między uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego oraz koncentracją własności, udziałami menedżerskimi, obecnością inwestorów instytucjonalnych oraz innymi zmiennymi, w tym kontrolnymi. Szacunki parametrów, które są istotne statystycznie wpisano pogrubioną czcionką. Spełnione są założenia stosowalności przedziałów ufności i testów statystycznych, nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy, że rozkład reszt modelu jest normalny.

Tabela 4. Model regresji DACCI

Zmienna	Parametr	Bł. stand.	p	95% przedział ufności	
Wyraz wolny	-0,067	0,029	0,020	-0,124	-0,011
CON	-0,027	0,013	0,033	-0,052	-0,002
MNG1	0,000	0,016	0,990	-0,032	0,031
INST01	-0,012	0,006	0,033	-0,024	-0,001
CONST01	0,006	0,012	0,584	-0,016	0,029
MEET	0,005	0,018	0,761	-0,029	0,040
MEETxCON01	-0,038	0,020	0,067	-0,078	0,003
MEETxMNG101	0,011	0,020	0,562	-0,027	0,050
BEAT	0,018	0,011	0,113	-0,004	0,040
BEATxCON01	0,000	0,014	0,981	-0,027	0,028
BEATxMNG101	0,003	0,014	0,832	-0,024	0,030
^MNG	0,009	0,007	0,246	-0,006	0,023
PO	0,010	0,022	0,654	-0,034	0,054
MNG01xCON01	0,007	0,009	0,418	-0,010	0,024
ROI	0,018	0,048	0,707	-0,077	0,113
D/A	0,118	0,020	0,000	0,079	0,157
LnA	-0,002	0,002	0,374	-0,005	0,002
AUDQ	-0,003	0,006	0,586	-0,014	0,008
LnNBRD	0,021	0,009	0,023	0,003	0,038
M/BV	0,000	0,000	0,232	0,000	0,001

Ciąg dalszy tabeli 4

Zmienna	Parametr	Bł. stand.	p	95% przedział ufności		
SCORE	0,011	0,002	0,000	0,007	0,015	
CYCLE	0,000	0,000	0,207	0,000	0,000	
t	-0,001	0,001	0,136	-0,003	0,000	
<i>Test SS dla pełnego modelu względem SS dla reszt</i>						
Zmienna zależna:	Wielokr. R ²	Skorygow R ²	df reszta	MS	F	p
DACCI	0,081	0,064	1186,0	0,007	4,767	0,000
Test normalności resz K-S	d = 0,03116, p = 0,20		N = 1209			

Zgodnie z wynikami w tabeli 4 uznaniowe zmiany niepieniężnych składników kapitału pracującego netto są ujemnie skorelowane ze stopniem koncentracji własności. Oznacza to, że większej koncentracji własności towarzyszy mniejsze księgowo kształtowanie wyniku finansowego w górę. Potwierdzono tym samym hipotezę H1, a same wyniki przeczą hipotezie wyłączeniowej i są zgodne z hipotezą efektywnego monitorowania.

Nie stwierdza się korelacji między rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego a wielkością udziałów menedżerskich we własności spółki. Tym samym nie potwierdzono hipotezy H2. Zatem w badaniach nie potwierdzono żadnej z alternatywnych hipotez: hipotezy wyrównywania interesów oraz hipotezy ukorzenienia kierownictwa odnoszących się do związków udziałów menedżerskich we własności spółek z działaniami monitorującymi przedsiębiorstwo. Dodatkowo sprawdzono, czy zależność między uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego netto a udziałami menedżerskimi jest typu „U”, ale odrzucono tę hipotezę. Danych nie stabilizowano.

Zgodnie z hipotezą efektywnego monitorowania stwierdzono, że obecność inwestorów instytucjonalnych redukuje wielkość zmian uznaniowych niepieniężnych składników kapitału pracującego, a zatem redukuje wielkość księgowego kształtowania wyniku finansowego. Potwierdzono tym samym hipotezę H3.

Nie stwierdzono związków między wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego a obecnością Skarbu Państwa we własności spółek, tym samym potwierdzając hipotezę H4.

Według hipotezy H5, struktura własnościowa przedsiębiorstwa (koncentracja własności, występowanie udziałów menedżerskich oraz obecność inwestorów instytucjonalnych we własności) ma związek z unikaniem małych strat finansowych oraz unikaniem małych redukcji wyniku. Nie potwierdzono jednak tej hipotezy zgodnie z wynikami modelowania. Nie stwierdzono zatem, aby koncentracja własności oraz udziały menedżerskie miały związek z kształtowaniem wyniku finansowego w celu osiągnięcia benchmarków wielkości wyniku finansowego.

Podsumowanie

W artykule analizowano związki między strukturą własnościową przedsiębiorstwa, w tym stopniem koncentracji, udziałami menadżerskimi oraz obecnością inwestorów instytucjonalnych, a wielkością księgowego kształtowania wyniku finansowego na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie za okres 2008–2017. Badano zatem rolę i znaczenie struktury własności w działaniach monitorujących działalność przedsiębiorstwa w zakresie księgowego kształtowania wyniku finansowego. Badanie zostało realizowane z perspektywy następujących hipotez naukowych: hipotezy efektywnego monitorowania i hipotezy wyłączeniowej (odnoszących się do struktury własnościowej) oraz hipotezy wyrównywania interesów i hipotezy ukorzenienia kierownictwa, odnoszących się do udziałów menadżerskich.

Pierwszym etapem badań było modelowanie uznaniowych zmian niepieniężnych składników kapitału pracującego, które były ustalane oddzielnie dla każdego przemysłu i każdego roku. Następnie estymowano model zależności między uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego a stopniem koncentracji własności, udziałami menadżerskimi, występowaniem inwestorów instytucjonalnych oraz udziałem Skarbu Państwa we własności.

Stwierdzono ujemną korelację między rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego a stopniem koncentracji własności spółek, potwierdzając wyniki uzyskane przez Alves (2012), Kouaib i Jarbou (2014) oraz Saona i Muro (2018). W konsekwencji potwierdzono hipotezę efektywnego monitorowania w warunkach koncentracji własności, a uzyskane wyniki są sprzeczne z wnioskami wynikającymi z badań: Dempsey i in. (1993); Hamid i in. (2014); Yang i in. (2012); Ağa i Önder (2016); Francis i in. (2009) oraz Shuto i Iwasaki (2014).

Nie stwierdzono związku między wielkością udziałów menadżerskich a uznaniowymi zmianami niepieniężnych składników kapitału pracującego netto. Zatem w badaniach nie potwierdzono żadnej z alternatywnych hipotez: hipotezy wyrównywania interesów oraz hipotezy ukorzenienia kierownictwa, odnoszących się do związków udziałów menadżerskich we własności spółek z działaniami monitorującymi przedsiębiorstwo. Wyniki są zgodne z wnioskami badań Lai i Tam (2017). Uzyskane wyniki są jednocześnie sprzeczne z wnioskami tych autorów, którzy potwierdzili hipotezę ukorzenienia kierownictwa w zakresie kształtowania wyniku finansowego: Gopalan i Jayaraman (2012), Jaggi i Tsui (2007) oraz Bok, Jun-Koo i Morton (2010).

W badaniach wykazano hipotezę efektywnego monitorowania w zakresie znaczenia występowania inwestorów instytucjonalnych w rachunkowym kształtowaniu wyniku finansowego, potwierdzając wyniki badań Bushee, 1998; Cornett i in. (2008) oraz Buesselinck i in. (2017).

Potwierdzono hipotezę o braku związku między rachunkowym kształtowaniem wyniku finansowego a udziałem Skarbu Państwa we własności podmiotów.

Nie wykazano, aby stopień koncentracji własności oraz udziały menadżerskie miały związek z mitygowaniem kształtowania wyniku finansowego w celu osiągnięcia benchmarków wyniku finansowego.

Literatura

- Ağca A., Önder S. (2016), *İşletmelerde Kar Yönetimi Ve Kurumsal Yönetim Yapıları Arasındaki İlişki: Bist Üzerine Bir Uygulama*, „Accounting and Auditing Perspective Magazine” / Muhasebe ve Denetim Bakis”, 6 (1), s. 23–42.
- Almazan A., Hartzell J.C. (2005), *Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation*, „Financial Management”, 34 (4), s. 5–34.
- Alves S. (2012), *Ownership Structure and Earnings Management*, „Australasian Accounting Business & Finance Journal”, 6 (1), s. 57–73.
- Banderlipe M.R. (2009), *The impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines?*, „DLSU Business & Economics Review”. 19 (1), s. 17–27.
- Beneish M., Vargus M.E. (2002), *Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing*, „The Accounting Review”, 77 (4), s. 755–791.
- Bok B., Jun-Koo K., Morton R. (2010), *Why Are Analysts Less Likely to Follow Firms with High Managerial Ownership?*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, 25 (2), s. 171–200.
- Bozec Y. (2008), *Concentration de l'actionariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéficiaires: Une étude empirique canadienne*, „Canadian Journal of Administrative Sciences”. 25 (1), s. 67–82.
- Bueselink C., Blanco B., García L. (2017), *The Role of Foreign Shareholders in Disciplining Financial Reporting*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 44 (5/6), s. 558–592.
- Burgstahler D., Dichev I. (1997), *Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses*, „Journal of Accounting and Economics”, 24, s. 99–126.
- Bushee, B. (1998), *Institutional investors, long-term investment, and earnings management*, Working Paper, Harvard University.
- Chen-Lung C., Kleinman G., Picheng L. (2005), *Corporate Ownership Structure and Accuracy and Bias of Mandatory Earnings Forecast: Evidence from Taiwan*, „Journal of International Accounting Research”, 6 (2), s. 41–62.
- Cheng Q., Warfield T.D. (2005), *Equity Incentives and Earnings Management*, „Accounting Review”, 80 (2), s. 441–476.
- Claessens S., Fan J.P.H. (2002), *Corporate governance in Asia: A survey*, „International Review of Finance”, 3 (2), s. 71–103,
- Comporek M. (2017), *Strategie zarządzania zyskiem z perspektywy struktury własnościowej przedsiębiorstw przemysłowych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej”. 113, Seria Organizacja i Zarządzanie, 113, s. 35–51.
- Cornett M.M., Marcus A.J., Tehranian H. (2008), *Corporate Governance and Pay-for-Performance. The Impact of Earnings Management*, „Journal of Financial Economics”, 87 (2), s. 357–373.
- Dempsey S., Hunt III, H.G., Schroeder N.W. (1993), *Earnings Management and Corporate Ownership Structure. An Examination of Extraordinary Item Reporting*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 20 (4), s. 479–500.
- Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. (1996), *Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*, „Contemporary Accounting Research”, 13 (1), s. 1–36.
- Dhaliwal D.S., Salamon G.L., Smith E.D. (1982), *The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods*, „Journal of Accounting and Economics”, 4, s. 41–53.
- Ebrahim A. (2007), *Earnings management and board activity: An additional evidence*. „Review of Accounting and Finance”. 6, (1), s. 42–58.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983), *Separation of ownership and control*, „The Journal of Law and Economics”. 2 (26), , s. 301–325.
- Francis J.R., Richard C., Vanstraelen A. (2009), *Assessing France's Joint Audit Requirement: Are Two Heads Better than One?*, „Auditing: A Journal of Practice & Theory”, 28 (2), s. 35–63.
- Garcia-Meca E., Sánchez-Ballesta J.P. (2009), *Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis*, „Corporate Governance: An International Review”, 17 (5), s. 594–610.

- Gopalan R., Jayaraman S. (2012), *Private Control Benefits and Earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms*, „Journal of Accounting Research”, 50 (1) s. 117–157.
- Grabiński K. (2016a), *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków
- Grabiński K. (2016b), *Wpływ kryzysu gospodarczego na aktywne kształtowanie wyniku finansowego w europejskich spółkach giełdowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 87 (143), s. 29–42.
- Hamid F.A., Houssein Eddine C.O., Ayedh A.M., Echcabi A. (2014), *Firm's Financial and Corporate Governance Characteristics Association with Earnings Management: A Meta-Analysis Approach*, „Economic Review: Journal of Economics and Business”, 12 (2), s. 49–72.
- Hayn C. (1995), *The Information Content of Losses*, „Journal of Accounting and Economics”, 20 (2), s. 125–153.
- Healy P.M. (1985), *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, „Journal of Accounting and Economics” 7, s. 85–107.
- Holthausen R.W., Larcker D., Sloan R.G. (1995), *Annual bonus schemes and the manipulation of earnings*, „Journal of Accounting and Economics”, 19, s. 29–74.
- Huang H., Chan M., Chang C., Wong J. (2012), *Is Corporate Governance Related to the Conservatism in Management Earnings Forecast?* „Emerging Markets Finance & Trade”. July Supplement, 48, s. 105–121.
- Jaggi B., Tsui J. (2007), *Insider Trading, Earnings Management and Corporate Governance: Empirical Evidence Based on Hong Kong Firms*, „Journal of International Financial Management and Accounting”, 18 (3), s. 192–222.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 3 (4), s. 305–360.
- Jones J.J. (1991), *Earnings Management During Import Relief Investigations*, „Journal of Accounting Research”, 29 (2), s. 193–228.
- Kouaib A., Jarboui A. (2014), *External Audit Quality and Ownership Structure: Interaction and Impact on Earnings Management of Industrial and Commercial Tunisian Sectors*, „Journal of Economics, Finance and Administrative Science”, 19 (37), s. 78–89.
- Ku H., Xiaofei P., Gary G.T. (2017), *Political Connections, Audit Opinions, and Auditor Choice: Evidence from the Ouster of Government Officers*, „Auditing: A Journal of Practice and Theory”, 36 (3), s. 91–114.
- Lai L., Tam H. (2017), *Corporate Governance, Ownership Structure and Managing Earnings to Meet Critical Thresholds Among Chinese Listed Firms*, „Review of Quantitative Finance and Accounting”, 48 (3), s. 789–818.
- Madhani P.M. (2016), *Ownership Concentration, Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed on Bombay Stock Exchange*, „The IUP Journal of Corporate Governance”, 15 (4), ps. 7–36.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.M. (1988), *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Analysis”, 20 (1/2), s. 293–315.
- Perry S., Williams T. (1994), *Earnings management preceding management buyout offers*, „Journal of Accounting and Economics”, 18, s. 157–179.
- Piosik A. (2016), *Kształtowanie wyniku finansowego podmiotów sprawozdawczych w Polsce. Diagnoza dobrej i złej praktyki w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Porter, M. (1992), *Capital choices: Changing the way America invests in industry*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 5 (2), s. 4–16.
- Ronen J., Yaari V. (2010), *Earnings Management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer, New York.
- Roychowdhury S. (2006), *Earnings management through real activities manipulation*, „Journal of Accounting & Economics”, 42 (3), s. 335–370.
- Sánchez-Ballesta J.P., García-Meca E. (2007), *Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings*, „Corporate Governance: An International Review”, 15 (4), s. 677–691.

- Saona P., Muro L. (2018), *Firm- and Country-Level Attributes As Determinants of Earnings Management: An Analysis for Latin American Firms*, „Emerging Markets and Finance”, 54 (12), s. 2736–2764.
- Schipper K. (1989), *Commentary on Earnings Management*, „Accounting Horizons”, December, s. 91–102.
- Shuto A., Iwasaki T. (2014), *Stable Shareholdings, the Decision Horizon Problem and Earnings Smoothing*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 41 (9/10), s. 1212–1242.
- Van Thuan N., Li Xu (2010), *The Impact of Dual Class Structure on Earnings Management Activities*, „Journal of Business Finance and Accounting”, 37 (3/4), s. 456–485.
- Warfield T.D., Wild J.J., Wild K.L. (1995), *Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings*, „Journal of Accounting and Economics”, 20 (1), s. 61–91.
- Waweru N.M., Riro G.K. (2013), *Corporate Governance, Firm Characteristics and Earnings Management in an Emerging Economy*, „Journal of Applied Management Accounting Research”, 11 (1), s. 43–64.
- Wójtowicz P. (2010), *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Yang J., Chi J., Young M. (2012), *A Review of Earnings Management in China and Its Implications*, „Asian-Pacific Economic Literature”, 26 (1), s. 84–92.
- Yeo G.H.H., Tan P.M.S, Ho K.W., Chen S. (2002), *Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 29 (7/8), s. 1023–1046.
- Yuan D., Hua Z., Junxi Z. (2007), *Private vs State Ownership and Earnings Management: evidence from Chinese listed companies*, „Corporate Governance: An International Review”, 15 (2), s. 223–238.