

## Kształtowanie wyników finansowych a wielkość zaciąganego kapitału obcego spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Marcin Piasecki\*

**Streszczenie:** Celem artykułu było zbadanie, czy istnieje zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a wielkością zaciąganego kapitału obcego przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Badaniu poddano dwie grupy spółek posiadających ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego i nieograniczonych finansowo. W badaniu została przeprowadzona analiza regresji panelowej, obejmująca 197 spółek notowanych na GPW w Warszawie z uwzględnieniem danych finansowych z lat 2007–2013. Otrzymane wyniki wskazują na istnienie zależności pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a wielkością zaciąganego kapitału obcego, zarówno w spółkach posiadających ograniczony dostęp do finansowania oraz mających dostęp do finansowania zewnętrznego w latach 2007–2013.

**Słowa kluczowe:** kształtowanie wyniku finansowego, finanse przedsiębiorstw, kapitał obcy

### Wprowadzenie

W literaturze anglojęzycznej zagadnienie *earnings management* pozostaje w centrum wielu badań zajmujących się problematyką decyzji finansowych podejmowanych przez przedsiębiorstwa. Nie można jednak jednoznacznie zdefiniować pojęcia *earnings management*. Pojęcie to ogólnie może być rozumiane w odniesieniu do manipulacji informacjami przez menedżerów spółek (Callao i in. 2015). Wójtowicz (2010) w polskim tłumaczeniu proponuje *earnings management* rozumieć jako kształtowanie wyniku finansowego i takie tłumaczenie zostało przyjęte na potrzeby niniejszego artykułu.

Z punktu widzenia relacji menedżer – inwestor ważne jest rozróżnianie tzw. *efficient earnings management* od tzw. *opportunistic earnings management*. Ujęcie oportunistyczne zakłada, że menedżerowie podejmują próby kształtowania wyników finansowych w celu wprowadzania w błąd akcjonariuszy co do sytuacji finansowej spółki (Healy, Wahlen 1999). W związku z powyższym można twierdzić, że następuje wykorzystanie sytuacji asymetrii informacji pomiędzy menedżerami a udziałowcami zewnętrznymi w celu osiągnięcia

---

\* mgr Marcin Piasecki, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: marcin.piasecki@ue.poznan.pl.

osobistych korzyści przez menedżerów, na przykład w postaci większego wynagrodzenia za osiągnięcie zakładanych wyników w spółce. Natomiast drugie podejście zakłada, że kształtowanie wyników finansowych jest formą komunikatu pomiędzy menedżerami a udziałowcami zewnętrznymi (Callao i in. 2015). Kształtowanie wyników finansowych może być pewną formą sygnalizacji, mającą na celu przekazanie wewnętrznych informacji o spółce inwestorom zewnętrznym (Subramanyam 1996). Stanowi to próbę ograniczenia asymetrii informacji.

Jak dotąd przeważająca liczba badań dotycząca kształtowania wyników finansowych obejmowała rynek USA. Badania skupiały się na celu kształtowania sprawozdań finansowych przez menedżerów (Dechow i in. 1996; Biddle i in. 2009) oraz problemie zmierzania i określenia wartości kształtowanych pozycji w sprawozdaniach finansowych (Dechow i in. 2012). Jednak powstaje coraz więcej publikacji starających się przenieść tę problematykę na grunt rynków europejskich czy azjatyckich. Trend ten zauważalny jest również w Polsce, przy czym autorzy nie podejmowali próby określenia, czy istnieje zależności pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a decyzjami finansowymi przedsiębiorstw (Callao i in. 2015). W związku z tym, według autora niniejszego artykułu, istnieje konieczność podjęcia tej problematyki w formie badań o charakterze empirycznym, zwłaszcza w kontekście podejmowanych decyzji finansowych przez spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych.

Badania prowadzone na rynku amerykańskim wykazują, że kształtowanie wyników finansowych powiązane jest z decyzjami inwestycyjnymi spółki. Dechow, Sloan i Sweeney (1996) na podstawie przeprowadzonych badań doszli do wniosku, że jednym z głównych powodów manipulacji wynikami jest dążenie menedżerów do pozyskania zewnętrznego finansowania po niskim koszcie w celu sfinansowania inwestycji. Menedżerowie chcący realizować wartościowe projekty inwestycyjne, a jednocześnie mający ograniczenia finansowe, wykazują większą skłonność do kształtowania wyników finansowych. Kształtowanie wyników finansowych wpływa natomiast na jakość sprawozdań finansowych. Działanie to zwiększa asymetrię informacji pomiędzy spółką a dostawcami zewnętrznego kapitału. Dotychczasowe badania sugerują, że istnieje zależność pomiędzy jakością sprawozdań finansowych a efektywnością realizowanych inwestycji (Bushman, Smith 2001). Wyższa jakość sprawozdań finansowych zmniejsza asymetrię informacji, która może powodować m.in. pokusę nadużycia (ang. *moral hazard*). W związku z tym, im większy zakres kształtowania wyników finansowych przez menedżerów, tym mniejsza efektywność realizowanych inwestycji (McNichols, Stubben 2008; Biddle i in. 2009).

Jednocześnie Linck, Netter i Shu (2013) wskazali, że celem kształtowania wyników finansowych może być zmniejszanie ograniczeń finansowych spółki, bowiem ma ona możliwość pozyskania kapitału zewnętrznego. Badania przeprowadzone przez Linck, Netter i Shu (2013) wskazują zatem, że kształtowanie wyników finansowych nie musi obniżać jego jakości, jak wskazuje większość innych badaczy, może natomiast służyć przesyłaniu

na rynek pozytywnego sygnału, pozwalając spółce pozyskać kapitał na realizację wartościowych projektów.

W oparciu o powyższy przegląd publikacji zagranicznych postanowiono zbadać zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a decyzjami finansowymi w przedsiębiorstwach na rynku polskim. Podstawowym celem niniejszego opracowania jest określenie, czy menedżerowie spółek notowanych na GPW w Warszawie kształtują wyniki finansowe w celu pozyskania kapitału obcego. Przyjęta hipoteza badawcza zakłada, że istnieje istotna zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a pozyskiwaniem dodatkowego kapitału obcego przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Jednocześnie postanowiono zbadać tę zależność w podziale na dwie grupy spółek: ograniczonych finansowo i nieograniczonych finansowo. Jako spółki ograniczone finansowo rozumie się przy tym spółki, które mają ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego, przez co częścię muszą korzystać z wewnętrznych źródeł finansowania.

W celu weryfikacji przyjętej hipotezy zbudowano modele panelowe, w których za zmienną objaśnianą przyjęto wzrost wartości zobowiązań długoterminowych spółki w danym roku. Za miernik określający zakres kształtowania wyników finansowych przyjęto wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (ang. *discretionary accruals*). W ramach przeprowadzanego badania, do szacowania wielkości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych wykorzystano zmodyfikowany model Jonesa (Dechow i in. 1995).

Artykuł został podzielony na dwie części. W pierwszej części dokonano charakterystyki próby, zmiennych oraz metod badawczych użytych w celu zweryfikowania postawionej hipotezy. Natomiast w drugiej części zaprezentowano wyniki przeprowadzonych badań empirycznych.

## 1. Źródła danych i metody badawcze

Próba badawcza obejmowała spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które posiadały główną siedzibę na terenie Polski, spełniające warunek polegający na tym, że ich sprawozdania finansowe były dostępne w bazie Notoria Serwis i Amadeus. Z tak określonej próby wyłączono spółki, których główna działalność kwalifikowana była do sektora finansów, ze względu na inną sprawozdawczość finansową, strukturę i politykę w zakresie inwestycji. Badaniem objęto lata 2007–2013.

W celu weryfikacji przyjętej hipotezy wykorzystano model regresji panelowej, zbudowany w oparciu o badania przeprowadzone przez Linck, Netter i Shu (2013), Model ten przedstawia się następująco:

$$\Delta LDebt_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DA_{it-1} + \alpha_2 GrowthSales_{it-1} + \alpha_3 CashHolding_{it-1} + \alpha_4 CashFlow_{it-1} + \alpha_5 Deividends_{it-1} + \alpha_6 Lev_{it-1} + \alpha_7 Q_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

gdzie:  $\Delta LDebt$  to wzrost wartości zobowiązań długoterminowych spółki w danych roku w stosunku do aktywów całkowitych na początek okresu;  $DA$  to wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych z poprzedniego roku;  $GrowthSales$  to zmiana wartości przychodów netto ze sprzedaży w stosunku do przychodów netto ze sprzedaży z poprzedniego roku;  $CashHolding$  to wartość środków pieniężnych w danym roku w stosunku do aktywów całkowitych na początek okresu;  $CashFlow$  to udział przepływów netto z działalności operacyjnej w przepływach pieniężnych ogółem w danym roku;  $Dividends$  to wartość wypłaconej dywidendy w danym roku w stosunku do aktywów całkowitych na początek okresu,  $Lev$  to relacja sumy zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych w danym roku w stosunku do aktywów całkowitych na początek okresu;  $Q$  to wskaźnik Q-Tobina.

Jak już wcześniej wskazywano, nie ma powszechnie akceptowanej miary, która pozwalałaby w dokładny sposób oszacować wartości poszczególnych pozycji sprawozdania ukształtowanych w sposób celowy przez menedżera. W literaturze podejmowane są próby oszacowania wielkości, na które menedżer potencjalnie może wpływać w celu przedstawienia określonego wyniku działalności spółki. Zasadniczo można wyróżnić dwa podejścia do pomiaru zakresu kształtowania wyników finansowych: analizę kształtowania zysków oraz analizę pozycji bilansu. W ramach przeprowadzonego badania wykorzystano modele analizy pozycji bilansu. W modelach analizy pozycji bilansu zakłada się, że możliwe jest określenie wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (*discretionary accruals*) oraz nieuznaniowych rozliczeń międzyokresowych (*nondiscretionary accruals*). Nie należy jednak w tym przypadku rozumieć rozliczeń międzyokresowych jako określonej pozycji w bilansie ujmowanej zgodnie z ustawą o rachunkowości. Uznaniowe rozliczenia międzyokresowe, w rozumieniu przeprowadzanego badania, traktowane są jako wartości aktywów i pasywów, które mają swoje źródło w kształtowaniu wyniku.

Objęte analizą wartości aktywów i pasywów w modelach analizy bilansu ustalane są zazwyczaj jako zmiana aktywów obrotowych pomniejszona o wartość amortyzacji, zmianę środków pieniężnych oraz zmianę zobowiązań krótkoterminowych, z wyłączeniem kredytów i pożyczek (Dechow i in. 1995):

$$TACC = \Delta ACT - \Delta CHE - \Delta LCT - DP \quad (2)$$

gdzie:

$\Delta ACT$  – zmiana aktywów obrotowych,

$\Delta CHE$  – zmiana środków pieniężnych i ich ekwiwalentów,

$\Delta LCT$  – zmiana zobowiązań krótkoterminowych, z wyłączeniem kredytów i pożyczek,

$DP$  – amortyzacja.

W oparciu o literaturę przedmiotu, w celu oszacowania uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, wykorzystano zmodyfikowany model Jonesa (Linck i in. 2013; Dechow i in.

1995). Model oszacowano przy wykorzystaniu metody najmniejszych kwadratów. Model ten przedstawia się następująco:

$$TACC_{it}/AT_{it-1} = \beta_1 (1/AT_{it-1}) + \beta_2 [(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})/AT_{it-1}] + \beta_3 (PPE_{it}/AT_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

gdzie  $AT$  to wartość aktywów całkowitych spółki na początek roku;  $\Delta Sales$  to zmiana przychodów netto ze sprzedaży spółki w danym roku;  $\Delta AR$  to zmiana należności krótkoterminowych spółki w danym roku;  $PPE$  to wartość rzeczowych aktywów trwałych spółki w danym roku.

Zgodnie z podejściem Defondo i Jiambalvo (1994), parametry zmodyfikowanego modelu Jonesa oszacowano dla spółek danego sektora. Podziału sektorowego dokonano według numeracji wynikającej ze Statystycznej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej (NACE Rev. 2). Wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych ( $DA$ ) obliczono jako nadwyżkę aktywów i pasywów objętych analizą ( $TACC/AT$ ) danej spółki ponad zmianę tych aktywów i pasywów wynikającą z równania regresji (3) oszacowanego dla sektora.

$$DA_{it} = TACC_{it}/AT_{it-1} - [a_1(1/AT_{it-1}) + a_2 [(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})/AT_{it-1}] + a_3(PPE_{it}/AT_{it-1})] \quad (4)$$

gdzie  $a$  to parametry zmiennych oszacowane w ujęciu przekrojowym dla danego sektora.

**Tabela 1**

Spółki objęte badaniem według sektorów

NACE Rev. 2	Sektor	Liczba spółek
10	Produkcja artykułów spożywczych	19
22	Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	11
25	Produkcja metalowych wyrobów gotowych, z wyłączeniem maszyn i urządzeń	13
28	Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana	12
35	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych	11
41	Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków	24
46	Handel hurtowy, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami	38
47	Handel detaliczny, z wyłączeniem handlu pojazdami samochodowymi i motocyklami	13
62	Działalność związana z oprogramowaniem, doradztwem w zakresie informatyki i działalności powiązane	16
68	Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	13
70	Działalność firm centralnych ( <i>head offices</i> ); doradztwo związane z zarządzaniem	27
Razem		197

Źródło: opracowanie własne.

W związku z przyjętym sposobem szacowania wartości zmiennej *DA* wzięto pod uwagę spółki należące do sektorów, w ramach których można było wyróżnić co najmniej 11 spółek (tj. minimum 10 innych spółek poza spółką uwzględnianą w badaniu). W związku z powyższym faktyczna próba objęła łącznie 197 spółek.

W ramach przeprowadzanego badania dokonano dodatkowego podziału spółek na spółki posiadające ograniczony dostęp do finansowania i spółki posiadające dostęp do finansowania zewnętrznego. Obecnie w literaturze nie ma przyjętej miary pozwalającej dokonać ich jednoznacznego podziału. W związku z tym przyjęto miernik *SALIndex*, służący pogrupowaniu spółek względem ograniczonego dostępu do finansowania, który został zaproponowany przez Handlock i Pierc (2010).

$$SALIndex = 0,737 \times Size + 0,043 \times Size^2 - 0,040 \times Age \quad (5)$$

gdzie *Size* to logarytm wartości księgowej aktywów całkowitych; *Age* to logarytm liczby lat od momentu przekształcenia spółki w spółkę kapitałową. Przedsiębiorstwa znajdujące się w dolnym (górnym) 30 percentylu rozkładu wartości wskaźnika *SALIndex* definiowane są jako spółki nieograniczone (ograniczone) finansowo.

## 2. Wyniki badań empirycznych

W pierwszej kolejności określono statystyki opisowe zmiennych uwzględnionych w modelach regresji panelowej oraz korelacje między zmiennymi. Następnie zbudowano modele regresji panelowej z ustalonymi efektami dla wszystkich obserwacji oraz z podziałem na spółki posiadające ograniczony dostęp do finansowania i spółki posiadające dostęp do finansowania, wytypowane na podstawie rozkładu wartości wskaźnika *SALIndex*.

**Tabela 2**

Statystyki opisowe próby badawczej

	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Percentyl 5%	Percentyl 95%	Min	Max	N
DA	-0,05	-0,05	0,25	-0,36	0,30	-1,17	1,07	1127
GrowthSales	0,21	0,07	0,90	-0,63	1,18	-0,97	6,03	2145
CashHolding	0,09	0,03	0,18	0,00	0,41	-0,05	1,20	2166
CashFlow	0,02	0,00	0,16	-0,15	0,23	-0,27	1,07	2159
Dividends	0,01	0,00	0,02	0,00	0,06	0,00	0,16	2170
Lev	0,37	0,34	0,24	0,04	0,75	0,01	1,43	2247
Q	1,38	1,09	0,95	0,54	3,33	0,32	6,28	1815
$\Delta LDebt$	0,09	0,04	0,15	0,00	0,38	0,00	0,96	973

Źródło: opracowanie własne.

Z przeprowadzonej analizy korelacji wynika, że zmiennymi istotnie skorelowanymi są zmienne *CashFlow* i *CashHolding*. Pomiedzy tymi zmiennymi występuje silna dodatnia korelacja. W związku z tym w budowanych modelach regresji panelowej zmienne te były uwzględniane osobno. Odnotowano również słabą dodatnią zależność pomiędzy zmienną *DA* a wielkością pozyskanego kapitału obcego ( $\Delta LDebt$ ).

**Tabela 3**

Analiza korelacji

	DA	GrowthSales	CashHolding	CashFlow	Dividends	Lev	Q	$\Delta LDebt$
DA	1,0000	0,0807**	0,0112	-0,0623**	-0,0405**	-0,0716**	-0,0195	0,1140**
GrowthSales		1,0000	0,1675**	0,1377**	0,0253	-0,0536**	0,0950**	0,1164**
CashHolding			1,0000	0,8071**	0,1785**	-0,1731**	0,1933**	0,0330**
CashFlow				1,0000	0,1103**	-0,0765**	0,1166**	0,0824**
Dividends					1,0000	-0,0694**	0,2044**	-0,0828**
Lev						1,0000	0,1268**	0,3255**
Q							1,0000	0,0182
$\Delta LDebt$								1,0000

\*\* istotność na poziomie 5%.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników oszacowań modeli panelowych z ustalonymi efektami, w ramach całej próby badawczej, nie potwierdza istnienia istotnej zależności pomiędzy zakresem kształtowania wyników finansowych a skalą pozyskania kapitału obcego. Dodatkowo nie odnotowano istotnej zależności pomiędzy zmiennymi kontrolnymi a zmienną objaśnianą.

W dalszej części przeprowadzono badanie panelowe z podziałem na spółki posiadające ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego i spółki posiadające dostęp do finansowania. Podziału dokonano w oparciu o wskaźnik *SAIndex*.

Analiza modeli panelowych z ustalonymi efektami w przypadku spółek ograniczonych finansowo wskazuje istotną zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych (*DA*) a wielkością zaciąganego zadłużenia ( $\Delta LDebt$ ).

Spośród uwzględnionych zmiennych kontrolnych statystycznie pozytywną zależność odnotowano w przypadku stanu środków pieniężnych (*CashHolding*) oraz udziału przepływów operacyjnych w przepływach pieniężnych ogółem (*CashFlow*). Statystycznie negatywną zależność odnotowano w przypadku poziomu zadłużenia (*Lev*).

Analiza modeli panelowych z ustalonymi efektami w przypadku spółek posiadających dostęp do finansowania zewnętrznego również wskazuje istotną zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych (*DA*) a wielkością zaciąganego kapitału obcego ( $\Delta LDebt$ ).

Spośród uwzględnionych zmiennych kontrolnych dla próby spółek posiadających dostęp do finansowania odnotowano statystycznie pozytywną zależność pomiędzy poziomem zadłużenia (*Lev*) oraz wskaźnikiem Q-Tobina (*Q*). Statystycznie negatywną zależność

odnotowano pomiędzy stanem posiadanych środków pieniężnych (*CashHolding*) oraz udziałem przepływów operacyjnych w przepływach pieniężnych ogółem (*CashFlow*).

**Tabela 4**

Wyniki estymacji modeli panelowych, w których zmienną objaśnianą jest  $\Delta LDebt$

Modele panelowe	Y = $\Delta LDebt$					
	Cała próba		Spółki o ograniczonym dostępie do finansowania		Spółki mające dostęp do finansowania	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
const	0,0272 (0,0307)	0,0268 (0,0314)	0,1737** (0,0713)	0,1701** (0,0716)	-0,0767* (0,0451)	-0,0977** (0,0417)
DA_1	0,0180 (0,0287)	0,0191 (0,0284)	-0,0872** (0,0353)	-0,0730* (0,0378)	0,0676*** (0,0161)	0,0477** (0,0176)
GrowthSales_1	0,0044 (0,0071)	0,0041 (0,0065)	0,0115 (0,0078)	0,0144 (0,0091)	0,0198 (0,0243)	0,0121 (0,0222)
CashHolding_1	0,0260 (0,0729)	x x	0,1376*** (0,0472)	x x	-0,3138*** (0,0883)	x x
CashFlow_1	x x	0,0399 (0,0555)	x x	0,1202** (0,0486)	x x	-0,2585*** (0,0575)
Dividend_1	-0,1161 (0,3093)	-0,1165 (0,3097)	0,2917 (0,5234)	0,3050 (0,5238)	0,0849 (0,4240)	-0,3613 (0,4654)
Lev_1	0,0864 (0,0887)	0,0872 (0,0897)	-0,4272* (0,2149)	-0,4163* (0,2153)	0,3185*** (0,1104)	0,3460*** (0,1012)
Q_1	0,0000 (0,0887)	0,0004 (0,0211)	0,0265 (0,0296)	0,0268 (0,0293)	0,0481*** (0,0172)	0,0463*** (0,0164)
DUALNA ZMIENNA CZASOWA	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
N	325	325	106	106	93	93
R2	0,05	0,05	0,27	0,26	0,41	0,43

\* istotność na poziomie 10%; \*\* istotność na poziomie 5%; \*\*\* istotność na poziomie 1%.

W nawiasach podane są informacje o błędzie standardowym.

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Badanie przeprowadzone w niniejszym artykule miało na celu zbadania zależności pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a wielkością zaciąganego kapitału obcego przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Autor poszukiwał istotnej zależności pomiędzy wielkością uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (*discretionary accruals*) a wielkością zaciąganego kapitału obcego. Analiza regresji panelowej została zrealizowana w oparciu o badania przeprowadzone przez Linck, Netter i Shu (2013). W ramach analizy całej próby badawczej wspomnianej wyżej zależności nie stwierdzono. Natomiast w przypadku pogrupowania spółek względem kryterium ograniczenia finansowego zaobserwowano

zależność pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a wielkością zaciąganego kapitału obcego.

Miernik *DA*, na podstawie którego określano wielkość kształtowanych wyników, jest szacowany przy wykorzystaniu zmodyfikowanego modelu Jonesa. Model ten został opracowany na podstawie badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim, który zasadniczo różni się od rynku polskiego, m.in. pod względem jego stopnia rozwoju.

Na rynku amerykańskim przeprowadzane są badania mające na celu rozbudowanie modelu analizy bilansu, w tym modelu Jonesa, które (jak wskazują badacze) cechują się słabą zdolnością do faktycznego mierzenia wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, czyli wartości aktywów i pasywów, które mają swoje źródło w kształtowaniu wyników. Jednak nie udało się zbudować miernika, który cechowałby się wysoką zdolnością mierzenia tych wartości. Spowodowane jest to bez wątpienia samym problemem określenia, jakie informacje zostały zmanipulowane przez menedżerów spółek, ponieważ ewentualna manipulacja trzymana jest w ścisłej tajemnicy. Jednocześnie sprawozdawczość finansowa spółek amerykańskich różni się zasadniczo od sprawozdawczości spółek funkcjonujących na rynku polskim, przez co niekiedy obliczanie tych samym zmiennych w oparciu o sprawozdania finansowe polskich spółek wydaje się wątpliwe.

Przeprowadzone w niniejszym artykule badania mogą wskazywać, że menedżerowie kształtują sprawozdania finansowe w celu pozyskania kapitału obcego, zarówno w spółkach posiadających ograniczony dostęp do finansowania, jak i nieograniczonych finansowo. Wyniki badań są zgodne z wynikami na rynku amerykańskim, które wskazują występowanie takiego zjawiska. Należy przy tym pamiętać o ograniczeniach co do porównywalności wyników badań, które zostały przeprowadzone na dwóch rynkach kapitałowych o różnym stopniu rozwoju. Zdaniem autora, otrzymane wyniki badań stanowią podstawę do dalszych dyskusji w ramach badania problemu pomiędzy kształtowaniem wyników finansowych a podejmowaniem decyzji finansowych w przedsiębiorstwie, zwłaszcza z punktu widzenia realizacji wartościowych projektów inwestycyjnych.

## Literatura

- Biddle G., Hilary G., Verdi R.S. (2009), *How does financial reporting quality relate to investment efficiency?*, „Journal of Accounting and Economics” vol. 48, nr 2, s. 112–131.
- Callao S., Jarne J.I., Wróblewski D. (2014), *Debates and studies on earnings management: a geographical perspective*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” vol. 75, nr 131, s. 145–160.
- Dechow P.M., Hutton A.P., Kim J.H., Sloan R.G. (2012), *Detecting earnings management: A new approach*, „Journal of Accounting Research” vol. 50, nr 2, s. 275–334.
- Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. (1995), *Detecting earnings management*, „The Accounting Review” vol. 70, nr 2, s. 193–225.
- Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. (1996), *Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firm subject to enforcement action by the SEC*, „Contemporary Accounting Research” vol. 12, nr 1, s. 1–36.
- DeFond M.L., Jiambalvo J. (1994), *Debt covenant violation and manipulation of accruals*, „Journal of Accounting and Economics” vol. 17, s. 145–176.
- Handlock C., Pierce J. (2010), *New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ Index*, „Review of Financial Studies” vol. 23, nr 5, s. 1909–1940.

- Healy P.M., Wahlen J.M. (1999), *A review of the earnings management literature and its implication for standard setting*, „Accounting Horizons” vol. 13, nr 4, s. 365–383.
- Linck J.S., Netter J., Shu T. (2013), *Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment*, „The Accounting Review” vol. 88, nr 6, s. 2117–2143.
- McNichols M., Stubben S. (2008), *Does earnings management affect firms investment decisions?*, „The Accounting Review” vol. 83, nr 6, s. 1571–1603.
- Subramanyam K.R. (1996), *The pricing of discretionary accruals*, „Journal of Accounting and Economics” vol. 22, s. 249–281.
- Wójtowicz P. (2010), *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

#### **RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS MANAGEMENT AND AN INCREASE OF AMOUNT OF DEBT IN COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Abstract:** The article investigates whether there is a relationship between earnings management and an increase of amount of debt in companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Two groups of companies have been compared: financially constrained and financially unconstrained. Panel regression was conducted including 197 companies in 2007–2013. The results indicate that it is a link between earnings management and the increase of amount of debt in financially constrained and financially unconstrained companies.

**Keywords:** earnings management, corporate finance, debt

#### **Cytowanie**

- Piasecki M. (2015), *Kształtowanie wyników finansowych a wielkość zaciąganego kapitału obcego spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 219–228; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).