

Piotr Wójtowicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Czy trafność prognoz wyników finansowych spółek notowanych na GPW ma znaczenie?

Streszczenie

Celem artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie o rolę, jaką odgrywają analitycy giełdowi na polskim rynku kapitałowym wobec kształtowania wyniku finansowego przez zarządy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Narzędziem badawczym jest analiza empiryczna relacji między wynikami finansowymi prognozowanymi i raportowanymi. Badania przeprowadzono na próbie złożonej z 2723 obserwacji z lat 2002–2015 dotyczących 201 spółek. Różnice rozkładów prognoz wyniku netto oraz wyniku raportowanego wskazują, że trafność prognozy nie jest celem analityków ani zarządzających. Małe dodatnie błędy prognozy są bardziej prawdopodobne niż ujemne, co wskazuje na kształtowanie wyniku przez zarządy w celu osiągnięcia wartości prognozowanych. Nie musi to być jednak sytuacja negatywna. Prognozy wyników mają rozkład nieświadczący o kształtowaniu, zatem analitycy-profesjonaliści mogą prognozować wyniki o charakterze permanentnym. Wobec tego zarząd, kształtując wynik, zapewnia wyższą jakość wyniku raportowanego niż w sytuacji, gdyby ten wynik był ujawniony neutralnie, co sugeruje się w Założeniach Konceptyjnych MSR/MSSF.

Słowa kluczowe: prognozy wyników finansowych, błąd prognozy, trafność prognoz, jakość zysków, efektywność rynku

Kody klasyfikacji JEL: G10, G17, G14, G24, M41

1. Wprowadzenie

Wynik finansowy prezentowany w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych zajmuje czołową pozycję na liście kluczowych wskaźników efektywności (ang. *key performance indicators*) w sferze finansowej. Uczestnicy rynku są zainteresowani wynikiem zaprezentowanym w sprawozdaniu finansowym, ale także śledzą jego prognozy, formułowane w szczególności przez niezależnych analityków. Jest oczywiste, że wynik raportowany różni się od wartości prognozowanych, ale liczne badania pokazują, że rynek reaguje silnie na wartość i znak tej różnicy, zwanej w literaturze anglojęzycznej *earnings surprise*, czyli na wartość błędu prognozy *ex post*. Rynek amerykański reagował znacznym spadkiem wartości cen akcji w przypadku nawet niewielkich ujemnych błędów prognozy, czyli w sytuacji, gdy raportowana wartość wyniku finansowego była niższa niż prognozowana¹.

Powody, dla których zarządy spółek publicznych decydują się na kształtowanie wyniku finansowego (dalej: KWF), zostały już w literaturze przedmiotu usystematyzowane. Wyniki badań nie są w pełni jednoznaczne, jednak można stwierdzić, że zarządy mają powody, by kształtować wynik wokół trzech wartości progowych. Chodzi więc o znak wyniku finansowego (kształtowanie w celu unikania małych strat), wartość wyniku finansowego (kształtowanie w celu osiągnięcia wyniku wyższego niż w poprzednim okresie, tzw. wygładzanie wyniku) oraz kształtowanie w celu osiągnięcia wartości prognozowanych. Warunki kontraktów menedżerskich uzależniających wartość wynagrodzenia od wyniku spółki bądź cen akcji są podstawową zachętą do kształtowania. Zarządy „strategicznie” kształtują wynik, by osiągać wartości prognozowane przed kolejną emisją akcji. Koszt pozyskania kapitału obcego zależy od ryzyka oszacowanego przed jego dostawców, a więc w istocie także od wyników osiągniętych przez spółkę. Przewidywalność wyników spółki ma znaczenie także dla bieglego rewidenta i wpływa na rodzaj opinii².

Z teorii wynika, że jeśli prognozy formułowane przez analityków są trafne, czyli analitykom udaje się przewidzieć raportowany wynik finansowy, to błąd prognozy

¹ D.J. Skinner, R.G. Sloan, *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*, „Review of Accounting Studies” 2002, vol. 7, iss. 2–3, s. 289–312; W. Kinney, D. Burgstahler, R. Martin, *Earnings Surprise “Materiality” as Measured by Stock Returns*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, iss. 5, s. 1297–1329.

² A. Habib, J. Hansen, *Target Shooting: Review of Earnings Management around Earnings Benchmarks*, „Journal of Accounting Literature” 2008, vol. 27, s. 25–70.

powinien mieć rozkład symetryczny względem zera. Jednak na rynku amerykańskim rozkład ten był asymetryczny, w szczególności częstość występowania małych błędów dodatnich była większa niż małych ujemnych oraz rozkład miał lewy ogon grubszy niż prawy. Cytowani autorzy (dalej: AL2003) uważają, że było to spowodowane sformułowaniem prognoz wolnych od kształtowania wyniku finansowego, gdy równocześnie wynik ujawniony był ukształtowany. Pośrednio oznaczałoby to, że analitycy nie dążą do formułowania prognoz trafnych, lecz o znacznej pojemności informacyjnej³. Równocześnie inni autorzy (dalej: BE2003) podają, że rozkłady prognoz wyników oraz wyników raportowanych są podobne, jeśli chodzi o nieciągłość wokół zera, co jest w literaturze traktowane jako sygnał KWF w celu unikania strat. Wnioskuje oni z przeprowadzonych badań, że analitycy doszukują się KWF, gdy ono nie występuje, oraz nie są w stanie prawidłowo usuwać jego skutków⁴, jako że KWF jest trudne to uchwycenia nawet dla tak doświadczonych uczestników rynku jak analitycy⁵. Nowsze badania cytowanych wyżej autorów potwierdzają, jak sami twierdzą, wyniki wcześniejszych badań (BE2003). Według nich zarządzający dążą do unikania ujemnych błędów prognozy, zarówno kształtując wynik, jak i próbując wpływać na prognozy formułowane przez analityków⁶.

Standardowy pogląd głosi więc, że KWF przez zarządy w celu osiągnięcia wartości prognozowanych jest zjawiskiem negatywnym i szkodzącym interesom inwestorów. Jednak, zdaniem autora, nie musi takim być, a kluczowe znaczenie mieć będzie rola analityków i formułowanych przez nich prognoz. Jest bowiem możliwe, że prognozy są wolne, przynajmniej częściowo, od kształtowania wyników, a wtedy KWF w celu osiągnięcia wartości prognozowanych może mieć pozytywne skutki dla inwestorów.

Celem artykułu jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o rolę, jaką odgrywają analitycy giełdowi na polskim rynku kapitałowym, wobec kształtowania wyniku finansowego przez zarządy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Podstawowym narzędziem badawczym jest analiza empiryczna relacji między wynikami finansowymi prognozowanymi i raportowanymi. Badania

³ J. Abarbanell, R. Lehavy, *Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent Bias and Over/Underreaction in Analysts' Earnings Forecasts*, „Journal of Accounting & Economics” 2003, vol. 36, iss. 1–3, s. 105–146.

⁴ D. Burgstahler, M. Eames, *Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?*, „Contemporary Accounting Research” 2003, vol. 20, iss. 2, s. 253–294.

⁵ P.E. Fischer, R.E. Verrecchia, *Reporting Bias*, „Accounting Review” 2000, vol. 75, iss. 2, s. 229–245.

⁶ D. Burgstahler, M. Eames, *Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2006, vol. 33, iss. 5–6, s. 633–652.

przeprowadzono na próbie złożonej z 2723 obserwacji z lat 2002–2015 dotyczących 201 spółek. Uzyskane wyniki, podobne do AL2003, wskazują, że kształtowanie wyników raportowanych występuje, równocześnie prognozy nie są trafne. Sugeruje to, że uczestnicy rynku są raczej zainteresowani prognozami niosącymi nową informację. Jest to więc sytuacja przeciwna niż opisana w BE2003.

Dalsza część artykułu zorganizowana jest następująco: w punkcie 2 przedstawiono przegląd literatury, dotyczącej podejmowanej tu problematyki; w punkcie 3 cechy i znacznie GPW dla polskiej gospodarki; w punkcie 4. wyniki badań empirycznych; zaś w punkcie 5. dyskusję ich znaczenia, którą podsumowano zestawieniem najważniejszych wyników oraz przesłanek do dalszych badań.

2. Przegląd literatury

Informacje w prasie gospodarczej, a przede wszystkim badania naukowe, pokazują, że analitycy są nagradzani, jeśli ich prognozy są „prawidłowe”, a rekomendacje skuteczne. Odnosząc się do kwestii „prawidłowości” prognozy, należy zwrócić uwagę na dwa możliwe kryteria oceny: trafność (ang. *accuracy*) oraz pojemność informacyjną (ang. *informativeness*). Trafność jest rozumiana jako różnica między prognozą a wynikiem raportowanym. W teorii prognozy, gdy mówi się o błędach prognozy, rozróżnia się dwa ich rodzaje. Błąd *ex ante* mierzy dokładności prognozy; jest szacowany przed upływem tego czasu, na który prognoza była ustalona. Błąd *ex post* mierzy trafność prognozy; jest obliczany po upływie czasu, na który prognoza była ustalona, czyli gdy znana jest realizacja zmiennej prognozowanej. Jeśli więc porównuje się wartości wyników finansowych prognozowane przez analityków z wartościami ze sprawozdań finansowych, to bada się trafność prognozy, choć z punktu widzenia uczestnika rynku kapitałowego dokładność może mieć większe znaczenie praktyczne w procesie decyzyjnym. Pojemność informacyjna wiąże się z użytecznością prognozy w procesie szacowania perspektyw rozwoju spółki⁷. Jest oczywiste, że trafna prognoza nie musi mieć znacznej pojemności informacyjnej

⁷ J.C. Porter, M.A. Kraut, *Do Analysts Remove Earnings Management when Forecasting Earnings?*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal” 2013, vol. 17, iss. 2, s. 95–107. Warto dodać, że w teorii prognozy mówi się o dopuszczalności prognoz, co jest pojęciem bliskim pod względem treści. Prognoza jest dopuszczalna, gdy jest obdarzona przez jej odbiorcę stopniem zaufania wystarczającym do tego, by mogła być wykorzystana do celu, dla którego została ustalona. Dopuszczalność prognozy jest określona w tym samym czasie, w którym wyznacza się prognozę.

i *vice versa*. Elementarne znaczenie ma między innymi relacja między wartością skutków transakcji powtarzalnych i niepowtarzalnych prezentowanych w sprawozdaniu finansowym.

Z badań światowych – głównie amerykańskich – wynika, że inwestorzy reagują pozytywnie nie tylko na dodatnią wartość błędu prognozy, lecz także na fakt nawet nieznacznego przekroczenia wartości prognozowanych⁸. Sytuacja taka staje się zachętą do KWF właśnie w celu osiągnięcia wartości prognozowanych, co było przedmiotem wielu badań, oprócz wspomnianych wyżej⁹. Kompleksowy przegląd literatury dotyczącej KWF w celu osiągnięcia wartości prognozowanych, także prognozowanych wartości zysków, znaleźć można w wielu publikacjach¹⁰. Na rynku amerykańskim od połowy lat 90. XX w. zarządy starają się przede wszystkim unikać ujemnych błędów prognozy kwartalnych zysków, zaś unikanie strat oraz zmniejszenia zysków tracą na znaczeniu. Rynek w USA nagradzał (karał) spółki, których wynik ujawniony był wyższy lub równy (niższy) od prognoz analityków bardziej niż w wypadku dwóch pozostałych progów¹¹.

⁸ D. Matsumoto, *Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, iss. 3, s. 483–514; E. Bartov, D. Givoly, C. Hayn, *The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations*, „Journal of Accounting and Economics” 2002, vol. 33, iss. 2, s. 173–204; R. Kasznik, M. McNichols, *Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, iss. 3, s. 727–759; T. Lopez, L. Rees, *The Effect of Beating and Missing Analysts' Forecasts in the Information Content of Unexpected Earnings*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2002, vol. 17, iss. 2, s. 155–184; L. Rees, K. Sivaramakrishnan, *The Effect of Meeting or Beating Revenue Forecasts on the Association between Quarterly Returns and Earnings Forecast Errors*, „Contemporary Accounting Research” 2007, vol. 24, iss. 1, s. 259–290.

⁹ J. Phillips, M. Pincus, S.O. Rego, *Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense*, „The Accounting Review” 2003, vol. 78, iss. 2, s. 491–521; J. Phillips, M. Pincus, S.O. Rego, H. Wan, *Decomposing Changes in Deferred Tax Assets and Liabilities to Isolate Earnings Management Activities*, „The Journal of the American Taxation Association” 2004, vol. 26, s. 43–66; M.M. Frank, S.O. Rego, *Do Managers Use the Valuation Allowance Account to Manage Earnings around Certain Earnings Targets?*, „The Journal of the American Taxation Association” 2006, vol. 28, iss. 1, s. 43–65.

¹⁰ A. Habib, J. Hansen, *Target...*, op.cit.; M. Walker, *How Far Can We Trust Earnings Numbers? What Research Tells Us about Earnings Management*, „Accounting & Business Research” 2013, vol. 43, iss. 4, s. 445–481; S. Callao, J. Jarne, D. Wróblewski, *Debates and Studies on Earnings Management: a Geographical Perspective*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, vol. 75(131), s. 145–169; S. Callao, J. Jarne, D. Wróblewski, *The Development of Earnings Management Research. A Review of Literature from Three Different Perspectives*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, vol. 79(135), s. 135–177; S. Meisel, *Literature Review of Earnings Management – 1985–2014*, „Franklin Business & Law Journal” 2016, iss. 1, s. 91–144.

¹¹ L. Brown, M. Caylor, *A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences*, „Accounting Review” 2005, vol. 80, iss. 2, s. 423–440.

Badania nad KWF w Europie są znacznie rzadsze niż w USA, a część publikacji była poświęcona temu zjawisku, zwłaszcza w kontekście wprowadzenia w krajach Unii Europejskiej (UE) od 2005 roku MSR/MSSF jako systemu sprawozdawczego. Należy też zwrócić uwagę, że pokomunistyczne gospodarki rozwijające się stanowią swoistą *terra incognita*. KWF w Polsce do tej pory było przedmiotem zaledwie kilkunastu publikacji, głównie teoretycznych, które w niniejszej pracy nie są cytowane, jednak były omówione przez autora gdzie indziej¹².

Badania przeprowadzone na danych z krajów europejskich, na próbie z lat 1986–2001, a więc składającej się ze „starych” państw członkowskich UE, niezawierającej Polski, pokazały specyfikę rynków europejskich. Kształtowanie wyniku w celu osiągnięcia wszystkich trzech wspomnianych wyżej wartości progowych odbywało się w stopniu większym niż w USA. Zakres kształtowania wewnątrz UE także był zróżnicowany: dążenie do unikania ujawniania strat oraz wygładzania wyniku finansowego było szczególnie silne w krajach, w których tradycyjnie funkcjonował system rachunkowości inkorporowany do systemu prawa, czyli typu *rules-based*¹³. Wyniki te pozwalają sformułować wniosek o zasadniczym wpływie uwarunkowań kulturowych i prawnych na funkcjonowanie systemu rachunkowości, który to wniosek znajduje potwierdzenie w nieco późniejszych badaniach¹⁴ dotyczących związku między obowiązkowym zastosowaniem MSR/MSSF a KWF. Mimo stosunkowo nielicznej próby złożonej z danych z Australii, Francji i Wielkiej Brytanii pokazano, że zakres KWF nie zmniejszył się po przyjęciu MSR/MSSF, a we Francji istotnie wzrósł. Podobny wniosek wynika jednoznacznie z badań przeprowadzonych na próbie z lat 1995–2007 z Polski, przy czym dane wg MSR/MSSF dotyczyły tylko lat 2005–2007, czyli początkowego okresu ich obligatoryjnego funkcjonowania w polskiej praktyce¹⁵. Kolejne badania przeprowadzone na polskich danych

¹² P. Wójtowicz, *Earnings Management to Achieve Positive Earnings Surprises in Case of Medium Size Companies Listed in Poland*, „International Journal of Accounting and Economics Studies” 2015, vol. 3, iss. 2, s. 141–147.

¹³ H. Daske, G. Gebhardt, S. McLeay, *The Distribution of Earnings Relative to Targets in the European Union*, „Accounting & Business Research” 2006, vol. 36 iss. 3, s. 137–167.

¹⁴ T. Jeanjean, H. Stolowy, *Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management before and after IFRS Adoption*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2008, vol. 27, iss. 6, s. 480–494.

¹⁵ P. Wójtowicz, *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010. Należy podkreślić, że najstarsze, a więc pionierskie, znane autorowi badania nad KWF w Polsce pochodzą z 2005 r. – K. Jackowicz, W. Kuryłek, *Unikanie raportowania strat przez banki komercyjne działające w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2005, vol. 64, s. 63–84

z lat 2000–2010 sugerują, że wdrożenie MSR/MSSF nie wpłynęło istotnie na ograniczenie zakresu KWF w celu unikania ujawniania strat oraz wygładzania wyniku finansowego¹⁶. Oznacza to, że standaryzacja i harmonizacja systemu rachunkowości nie jest warunkiem wystarczającym do stworzenia „międzynarodowego języka biznesu” wysokiej jakości. Uwarunkowania funkcjonowania zarządzających i czynniki charakterystyczne dla krajów istotnie wpływają na jakość sprawozdań finansowych, także na KWF.

Znaczenie przyjęcia MSR/MSSF do praktyki sprawozdawczej w odniesieniu do KWF było podejmowane pośrednio także w innych badaniach, w których sprawdzano, czy zmiana ta wpłynęła pozytywnie na tzw. jakość zysków (ang. *earnings quality*) spółek notowanych na GPW. Jakość ta była wyrażona przez trwałość zysków (ang. *earnings persistence*) oraz wartość uznaniowych aktywów i kapitałów (ang. *accruals*). Wyniki wskazują na pozytywny, ale słaby związek między jakością zysków a wdrożeniem MSR/MSSF¹⁷.

Zarządy spółek przyjmujących standardy międzynarodowe wcześniej i dobrowolnie robiły to w celu zwiększenia transparentności sprawozdań, a ostatecznie by zwrócić na siebie uwagę inwestorów (dostawców kapitału). Te zarządy, które zwlekały z zastosowaniem MSR/MSSF aż do momentu, w którym stało się to obowiązkowe, nie były zainteresowane zwiększeniem transparentności, zaś elastyczność nowego systemu wykorzystywały do zwiększenia zakresu KWF, zwłaszcza wygładzania wyniku finansowego¹⁸.

oraz P. Wójtowicz, *O malowaniu zysków na polskim rynku kapitałowym*, w: *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w procesie poprawy bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, red. B. Micherda, Centrum Rozwoju i Promocji Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005, s. 703–712. Ta pierwsza dotyczyła unikania ujawniania małych strat w polskich bankach komercyjnych, ta druga w spółkach notowanych na GPW. K. Jackowicz i L. Kozłowski w: *Zarządzanie wynikiem finansowym w bankach z Europy Środkowo-Wschodniej związane z progowymi wartościami rentowności*, „Master of Business Administration” 2010, vol. 5(114), s. 25–45 kontynuowali badania w odniesieniu do banków komercyjnych z państw Europy Centralnej, w tym Polski i wykazali dążenie do unikania małych strat, ale nie wygładzania wyniku.

¹⁶ *Kształtowanie zysków podmiotów sprawozdawczych w Polsce. MSR/MSSF a ustawa o rachunkowości*, red. A. Piosik, C.H. Beck, Warszawa 2013.

¹⁷ J. Michalak, H. Waniak-Michalak, P. Czajor, *Impact of Mandatory IFRS Implementation on Earnings Quality. Evidence From the Warsaw Stock Exchange*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, vol. 68(124), s. 63–82.

¹⁸ V. Capkun, D. Collins, T. Jeanjean, *The effect of IAS/IFRS Adoption on Earnings Management (Smoothing): A Closer Look at Competing Explanations*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2016, vol. 35, iss. 4, s. 352–394.

Nowsze badania polskie dotyczą wielu aspektów KWF, przede wszystkim w celu unikania małych strat, znaczącej redukcji wyniku (ang. *big bath*) oraz jego wygładzania. W obszernej monografii zamieszczono kompleksowy przegląd zachęt i metod kształtowania w warunkach polskich, w odniesieniu zarówno do spółek notowanych na GPW, jak i nienotowanych. Przyjmuje się tam podzielany przez autora niniejszego artykułu pogląd o KWF jako zjawisku „szarym”, to znaczy w zależności od okoliczności mogącym przynieść szkody bądź korzyści i to różnym interesariuszom przedsiębiorstwa¹⁹. Zarówno tam, jak i w kolejnej polskiej monografii nie podjęto problemu kształtowania wyniku w celu osiągnięcia wartości prognozowanych przez analityków, choć zostały przeprowadzone kompleksowe badania determinant KWF w ujęciu międzynarodowym. Wynika z nich, że na zakres tego zjawiska mają wpływ zarówno czynniki charakteryzujące samą spółkę, uwarunkowania makroekonomiczne, jak i uwarunkowania kulturowe, instytucjonalne i prawne. KWF w tych badaniach było traktowane łącznie, bez rozróżniania celu (wartości progowej)²⁰. Po raz kolejny okazało się więc, że o motywach i zakresie KWF decydują czynniki charakterystyczne dla grup spółek.

Kwestia kształtowania wyniku w celu unikania strat oraz jego wygładzania wydaje się być dobrze rozeznana w literaturze anglosaskiej oraz europejskiej, natomiast kształtowanie w celu osiągnięcia wartości prognozowanych jest relatywnie słabo zbadane w Europie.

Badania dotyczące związku między KWF a pozostawianiem spółek w centrum zainteresowania niezależnych analityków wiązały się z tezą, że analitycy giełdowi, formułujący także prognozy wyników finansowych spółek notowanych, pełnią funkcję stróżów funkcjonowania rynku. Z badań wynika, że skuteczność analityków w tym zakresie rośnie wraz ze stopniem rozwoju systemu finansowego w państwie. W krajach wysoko rozwiniętych wzrost liczby analityków śledzących losy spółki i formułujących prognozy wiązał się ze zmniejszeniem zakresu KWF, nie obserwowano tej zależności w wypadku krajów słabo rozwiniętych²¹.

¹⁹ A. Piosik, *Kształtowanie wyniku finansowego przez podmioty sprawozdawcze w Polsce. Diagnoza dobrej i złej praktyki w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016.

²⁰ K. Grabiński, *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016.

²¹ F. Degeorge, Y. Ding, T. Jeanjean, H. Stolowy, *Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2013, vol. 32, iss. 1, s. 1–25.

Wstępne badania w zakresie KWF w celu osiągnięcia wartości prognozowanych sugerują, że zarządy spółek z indeksu mWIG40 notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zachowują się podobnie, jak ich amerykańscy kole-dzy. Wyniki empiryczne wskazują, podobnie jak w wypadku AL2003, na ponadprzeciętną częstość występowania małych dodatnich błędów prognozy oraz gruby lewy ogon rozkładu²². Na tym tle pojawia się pytanie o przyczyny obserwowanego zjawiska. Czy analitycy faktycznie „widzą przez” KWF i potrafią oczyścić prognozy z jego skutków, w ten sposób zwiększając ich pojemność informacyjną, czy też może sytuacja jest wprost przeciwna, to znaczy dążą oni do zwiększenia trafności prognoz, być może kosztem informowania uczestników rynku. Podobny problem był przedmiotem badań empirycznych w USA²³, które raczej potwierdzają wyniki AL2003, a nie BE2003. Nie można jednak pomijać zasadniczych różnic między rynkiem polskim a amerykańskim.

3. Cechy charakterystyczne polskiej gospodarki i GPW

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce, poprzedniczka GPW, została otwarta w Warszawie w tym samym roku co giełda nowojorska, jednak okres jej dynamicznego rozwoju to ostatnie 25 lat (pierwsza sesja po przemianach końca lat 90. XX w. odbyła się 16 kwietnia 1991 r.). Zależność między kapitalizacją notowanych spółek krajowych a PKB dla Polski i wybranych krajów oraz ich grup przedstawiona jest w tabeli 1. Należy zwrócić uwagę na wzrost wartości tego wskaźnika w latach 2002–2007, potem gwałtowny spadek w roku 2008, spowodowany światowym kryzysem i charakterystyczny nie tylko dla Polski. Następnie w latach 2009–2010 obserwuje się wzrost, a w 2011 r. – zmniejszenie wartości. W latach 2012–2013 znów obserwuje się wzrost, potem w dwóch kolejnych latach w Polsce spadek o 10 p.p. w stosunku do 2013 r., ale np. w krajach OECD czy strefie euro – wzrost. Sytuacja ta może być spowodowana zmianami w systemie ubezpieczeń emerytalnych w Polsce, skutkującymi ograniczonym napływem kapitału przyszłych emerytów na giełdę.

²² P. Wójtowicz, *Earnings...*, op.cit.

²³ J.C. Porter, M.A. Kraut, *Do Analysts...*, op.cit.

Tabela 1. Kapitalizacja rynkowa jako odsetek PKB w latach 2000–2015

Kraj/grupa krajów	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Czechy	12,6	15,6	22,6	25,7	28,6	36,5	17,4	–	–	–	–	–	–	–
Hiszpania	65,5	80,1	87,9	82,9	104,6	121,7	58,0	95,7	81,8	69,3	74,3	81,5	71,9	65,7
Francja	64,5	73,4	73,4	79,8	104,4	102,9	50,4	72,2	72,2	54,3	67,4	81,9	73,7	86,2
Luksemburg	105,3	127,8	146,0	138,6	189,7	330,0	120,8	208,5	193,2	115,2	125,6	127,3	97,4	81,6
Niemcy	33,0	43,1	42,4	42,0	54,5	61,2	29,6	37,8	41,8	31,5	42,0	51,7	44,9	51,1
Polska	14,3	17,0	27,8	30,9	43,4	49,4	17,1	34,6	39,8	26,1	35,5	39,0	31,0	29,0
Rumunia	5,4	5,7	14,4	15,9	20,4	17,9	7,3	7,8	8,5	7,6	–	–	–	–
Słowacja	109,0	114,1	163,0	148,8	285,5	8,0	5,4	5,7	4,7	5,5	5,0	4,9	–	–
Szwajcaria	203,5	206,6	210,7	230,3	282,5	267,0	159,6	197,3	211,5	156,5	185,4	224,9	213,3	228,6
Węgry	19,2	19,6	27,6	28,9	36,5	33,2	11,8	23,1	21,3	13,4	16,3	14,7	10,5	14,7
Włochy	37,7	39,2	43,9	43,1	52,8	48,7	21,8	30,0	25,2	19,0	23,2	28,9	27,5	–
USA	100,7	123,9	133,0	129,8	141,2	137,6	78,7	104,6	115,5	100,8	115,6	144,2	151,8	139,7
Centralna Europa	21,5	23,7	35,6	35,8	55,4	41,6	15,5	25,0	27,3	19,0	–	–	–	–
Kraje OECD	75,8	89,6	95,0	99,3	112,4	110,4	58,1	81,0	87,3	71,4	82,8	101,2	102,6	108,0
Unia Europejska	58,9	67,2	69,0	70,6	88,4	86,9	39,7	51,4	50,8	39,4	49,0	58,9	52,8	–
Strefa euro	49,5	57,0	59,8	60,5	78,6	80,3	36,4	53,1	52,3	40,7	49,9	60,2	54,2	65,7
Cały świat	74,6	85,8	90,4	93,4	107,1	114,9	56,6	83,0	86,8	67,4	77,7	88,7	91,6	97,9

Źródło: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>, dostęp 17.10.2016.

Zjawisku zmniejszenia znaczenia roli giełdy w gospodarce zarząd GPW stara się przeciwdziałać między innymi przez wprowadzony w 2008 r. Program Wspierania Płynności. Elementem tego programu jest obowiązek prowadzenia przez emitenta sekcji relacji inwestorskich na własnej stronie internetowej oraz prezentowania informacji na tej stronie, zgodnie z zakresem oraz strukturą określonymi przez GPW.

Mimo rozlicznych trudności GPW jest największym rynkiem w całej Europie Centralnej i Wschodniej; ma cechy charakterystyczne, które pozwalają uznać ją za rynek jedyny w swoim rodzaju. Giełda w Polsce nie charakteryzuje się silnym związkiem ani z rynkami rozwiniętymi (np. niemieckim, brytyjskim), ani z rozwijającymi się (np. węgierskim, czeskim)²⁴. Polska, 27 lat po rozpoczęciu znaczących reform mających na celu liberalizację gospodarki, jest średnio rozwiniętym systemem ekonomicznym o wielu cechach wspólnych z Włochami czy Hiszpanią. Biorąc pod uwagę stabilność finansów państwa i rankingi międzynarodowe długu publicznego, nawet przewyższa wspomniane kraje. Inflacja została opanowana (od lipca 2014 r. utrzymuje się niewielka deflacja), stopy procentowe są niskie i pozostają na stabilnym poziomie, rynek krajowy jest względnie duży, ponadto polscy producenci mają dostęp do rynków europejskich.

Wielu autorów zwraca uwagę, że jakość systemu rachunkowości i sprawozdań finansowych bardziej zależy od okoliczności, w których funkcjonują zarządy oraz skuteczności egzekwowania prawa niż od cech samego systemu rachunkowości²⁵. Oznacza to, że bezpośrednie przenoszenie wyników badań z zagranicy na grunt polski jest nieuprawnione tym bardziej, że w perspektywie makroekonomicznej polska gospodarka także jest bardzo charakterystyczna. Cechy cykli finansowych w krajach rozwiniętych nie przystają do Polski. Zarówno długość, jak i amplituda cyklu kredytowego oraz cyklu akcji są inne niż w przypadku USA oraz Wielkiej Brytanii. W tych dwóch krajach o wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych cykle finansowe nie są zsynchronizowane z cyklem produkcji. W Polsce natomiast

²⁴ B. Égert, E. Kočenda, *Time-Varying Synchronization of European Stock Markets*, „Empirical Economics” 2011, vol. 40, iss. 2, s. 393–407; M. Adam, P. Bańbuła, M. Markun, *International Dependence and Contagion Across Asset Classes; the Case of Poland*, „Czech Journal of Economics and Finance” 2015, vol. 65, iss. 3, s. 254–270.

²⁵ D. Burgstahler, L. Hail, Ch. Leuz, *The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms*, „The Accounting Review” 2006, 81, iss. 5, s. 983–1016; L. Hail, Ch. Leuz, P. Wysocki, *Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis*, „Accounting Horizons” 2010, vol. 24, iss. 3, s. 355–394; R. Ball, A. Robin, J. Wu, *Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries*, „Journal of Accounting & Economics” 2003, vol. 36, iss. 1–3, s. 235.

rynek kapitałowy jest w fazie permanentnego rozwoju, a cykle finansowe są zbliżone do cyklu produkcji²⁶.

4. Wyniki badań empirycznych

Zwykle badania dotyczące KWF w celu osiągnięcia wartości prognozowanych przez analityków prowadzone są z wykorzystaniem tzw. *consensusu*, czyli uśrednionej wartości prognoz wyników sformułowanych przez kilku analityków na dany dzień bilansowy. W warunkach polskich takie podejście jest znacznie utrudnione ze względu na ograniczony materiał empiryczny, czyli relatywnie mało dostępnych danych o prognozach. W tej sytuacji posłużenie się *consensusem* obliczonym samodzielnie lub pochodzącym np. z serwisu PAP powoduje, że analiza rozkładów empirycznych ma ograniczoną użyteczność. Z tego powodu w niniejszych badaniach posłużono się próbą złożoną z pojedynczych prognoz formułowanych przez analityków z wielu, w tym głównych, domów maklerskich, funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym.

Wybór ten ma istotne znaczenie, bowiem zakłada się w ten sposób, że inwestorzy, czy szerzej – odbiorcy prognoz, w swoim procesie decyzyjnym posługują się nie tylko ich wartością średnią czy medianą na dzień bilansowy, lecz także indywidualnymi prognozami. Można się więc spodziewać, że analitycy dysponują zarówno informacjami publicznie dostępnymi na rynku, jak i prywatnymi, które komunikują właśnie przez prognozy²⁷. Jeśli jednak inwestorzy posługują się *consensusem*, to korzystają tylko z informacji publicznych, bo średnia ma właściwości wygładzające. Posłużenie się pojedynczymi prognozami wiąże się z założeniem, że korzystają oni także z informacji prywatnych komunikowanych przez analityków.

Dane do analizy zaczerpnięto z serwisów internetowych <http://www.inwestinfo.pl>²⁸ oraz <http://mojeinwestycje.interia.pl>²⁹, na których gromadzone są prognozy wyników finansowych spółek giełdowych z biur maklerskich aktywnych na GPW. Z próby

²⁶ L. Lenart, M. Pipien, *Empirical Properties of the Credit and Equity Cycle within Almost Periodically Correlated Stochastic Processes – the Case of Poland, UK and USA*, „Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics” 2015, iss. 7, s. 169–186.

²⁷ M.P. Kirk, D.A. Reppenhagen, J.W. Tucker, *Meeting individual analyst expectations*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, iss. 6, s. 2203–2231.

²⁸ <http://www.inwestinfo.pl/rekomendacje-i-prognozy/rekomendacje/>

²⁹ <http://mojeinwestycje.interia.pl/gie/narzedzia/prognozy>

wyłaczono banki oraz instytucje finansowe i ubezpieczeniowe. Horyzont prognozy ograniczono do jednego roku obrotowego. Próba liczyła 2723 obserwacje dotyczące 201 spółek przygotowane przez 41 biur maklerskich za lata obrotowe 2002–2015. Dane o liczności próby zawarto w tabeli 2.

Tabela 2. Charakterystyka liczności próby

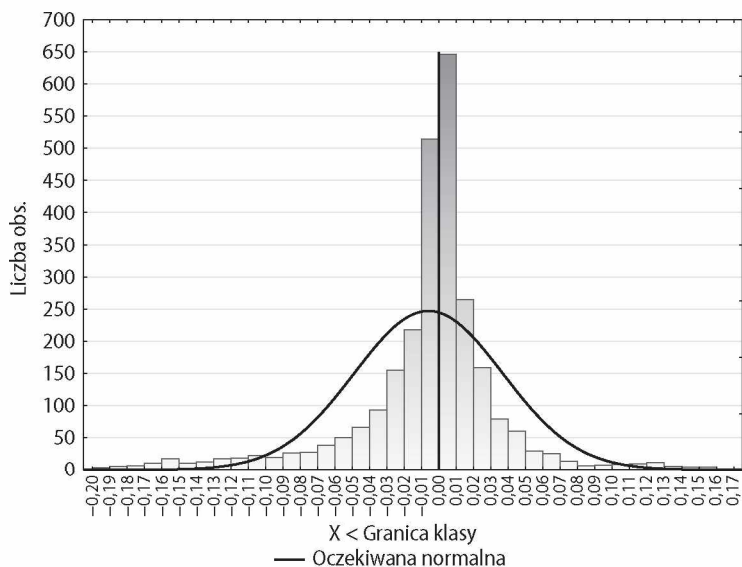
Wyszczególnienie	Średnia	Odch. std.	Min.	Max
Przekrój spółek: 201 spółek	13,5	16,6	1	80
Przekrój lat: 14 lat	194,5	185,7	23	597
Przekrój biur: 41 biur	66,4	103,9	1	379

Źródło: opracowanie własne.

Przedmiotem analizy uczyniono najpierw błąd prognozy *ex post*:

$$\text{Błąd prognozy } ex \text{ post} = \frac{\text{Raportowany wynik netto} - \text{Prognozowany wynik netto}}{\text{Aktywa na początek roku}}$$

Rysunek 1. Histogram skalowanego błędu prognozy *ex post*



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Statystyki opisowe analizowanych rozkładów

Wyszczególnienie	N	Średnia	Mediana	Odch. std.	Skośność	Kurtoza
Błąd prognozy <i>ex post</i>	2669	-0,0072	0,0000	0,0458	-1,3774	5,9871
Raportowany wynik netto	2672	0,0670	0,0548	0,0800	0,8724	3,4222
Prognoza wyniku netto	2669	0,0743	0,0552	0,0707	2,4348	9,7382
Raportowane przepł. pieniężne z dział. operac.	2669	0,0999	0,0936	0,0790	-0,0260	1,6106

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie statystyki opisowe podane w tabeli 3 dotyczą rozkładów analizowanych wielkości skalowanych wartością sumy bilansowej z początku roku. Średnia wartość błędu prognozy *ex post* jest ujemna $-0,0072$ ($p = 0,0000$ w jednostronnym teście t), co oznacza, że analitycy nie formułują prognoz trafnych, ponadto są nadmiernie optymistyczni, bowiem średnia wartość prognoz $0,0743$ jest wyższa niż wyników raportowanych $0,0670$. Wysoka, dodatnia wartość kurtozy $5,9871$ dla błędu prognozy *ex post* świadczy o tym, że rozkład jest mocno skupiony wokół wartości centralnej i ma „grube ogony” (rysunek 1). Równocześnie ujemna wartość skośności $-1,3774$ informuje o lewostronnej asymetrii rozkładu, tzn. lewy ogon jest dłuższy i grubszy niż prawy. Sugeruje to, że analitycy nie prognozują trafnie wyników raportowanych, innymi słowy prognozy mogą być oczyszczone z kształtowania wyniku finansowego, bo wynik raportowany z całą pewnością jest ukształtowany. Przypuszczenie to może być zweryfikowane przez analizę osobno skalowanych zysków oraz skalowanych prognoz zysków, a także, kontrolnie, skalowanych przepływów z działalności operacyjnej.

Wartości statystyk opisowych podane w wierszach 3 i 4 tabeli 2 wskazują, że rozkłady są różne. Hipotezę o jednakowych wartościach średnich tych rozkładów zweryfikowano testem t , $p = 0,0128$. Testowano także założenie o jednorodności wariancji. Wartość $p = 0,0000$ w teście F z jednej strony wskazuje jednoznacznie na różnice rozkładów, z drugiej jest przesłanką do weryfikacji wyników testami nieparametrycznymi, wobec niespełnienia założeń teoretycznych stosowania testu t . Test serii Walda-Wolfowitza $p = 0,00$; test Kołmogorowa-Smirnowa dla dwóch prób $p < 0,001$; test U Manna-Whitneya $p = 0,0528$. Wyniki dwóch pierwszych testów wskazują na istotne różnice między rozkładami, test U daje wynik na granicy, jeśli przyjmując zwykle stosowany poziom istotności $\alpha = 0,05$.

Uzupełnieniem tej analizy jest ocena nieciągłości obu rozkładów wokół zera, traktowanej w literaturze jako przejaw kształtowania wyniku finansowego w celu unikania ujawniania małych strat. Posłużono się testem *BD* zaproponowanym przez Burgstahlera i Dicheva³⁰:

$$BD = \frac{n_i - \frac{n_{i-1} + n_{i+1}}{2}}{\sqrt{N \times p_i \times (1 - p_i) + \frac{N \times (p_{i-1} + p_{i+1}) \times (1 - p_{i-1} - p_{i+1})}{4}}}$$

gdzie:

N – łączna liczba obserwacji,

n_i – liczba obserwacji w przedziale i ,

p_i – prawdopodobieństwo, że obserwacja znajdzie się w przedziale i estymowana za pomocą częstości.

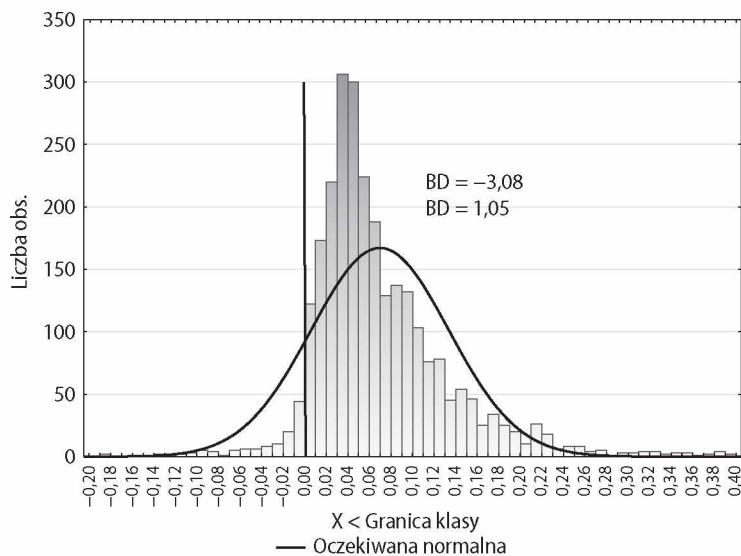
Metodyka ta została szczegółowo omówiona w monografii autora³¹. Należy wspomnieć, że wartość bezwzględna statystyki testowej większa od 3 bądź równa wskazuje na statystycznie istotną różnicę między liczebnością obserwowaną i oczekiwaną w przedziałach na lewo i prawo od zera, jeśli przyjmą poziom istotności $\alpha < 1\%$. Ze względów merytorycznych ważny jest również znak statystyki testowej, na lewo od zera wartość ujemna, na prawo dodatnia. Histogramy rozkładów zaprezentowano na rysunkach 2, 3 i 4. Na każdym z histogramów pionową linią oznaczono wartość zero.

Zgodnie z oczekiwaniami, rezultaty testu *BD* (por. rysunek 2) dla prognoz wyników netto wskazują na brak nieciągłości wokół zera, zatem prognozy nie są kształtowane w celu unikania małych strat. Potwierdza to domniemanie o prognozowaniu wyników nieukształtowanych. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że analitycy przeszacowali liczbę prognoz małych strat, bowiem ich oczekiwana liczba w przedziale $-0,01 \leq x < 0$ wynosi 71, gdy rzeczywista wynosi 44. Równocześnie nieco nie doszacowali liczby małych zysków, bowiem liczebność oczekiwana w przedziale $0 \leq x < 0,01$ wynosi 109, zaś rzeczywista 122.

³⁰ D.C. Burgstahler, I. Dichev, *Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, vol. 24, iss. 1, s. 99–126.

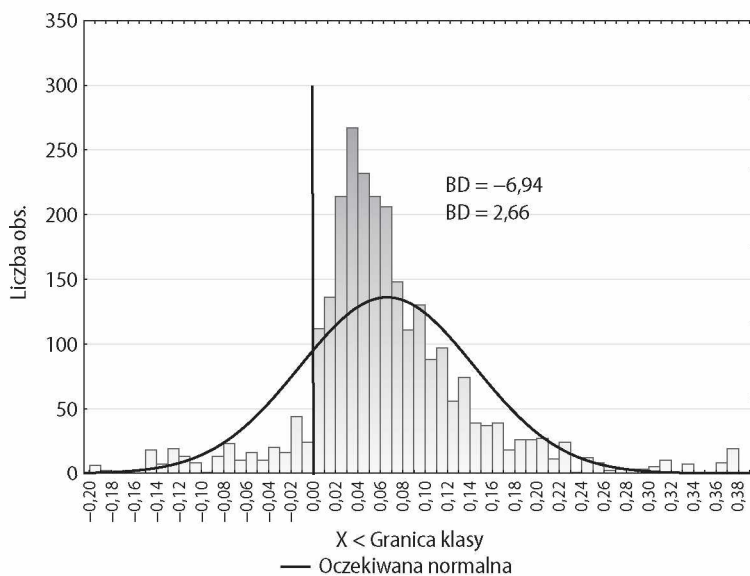
³¹ P. Wójtowicz, *Wiarygodność...*, op.cit.

Rysunek 2. Histogram skalowanej prognozy wyniku netto i wartości statystyki BD



Źródło: opracowanie własne.

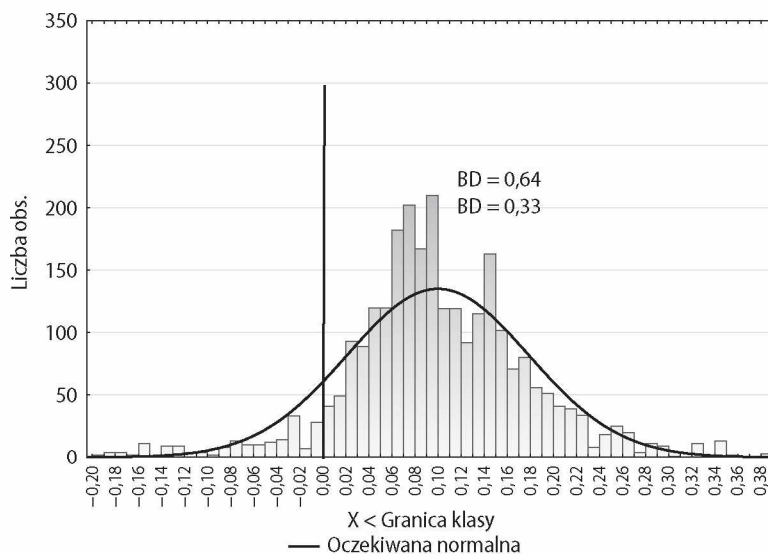
Rysunek 3. Histogram skalowanego raportowanego wyniku netto i wartości statystyki BD



Źródło: opracowanie własne.

Wyniki testu BD dla wyników raportowanych netto (por. rysunek 3) wskazują na ich kształtowanie w celu unikania ujawniania małych strat. Oczekiwana liczebność w przedziale $-0,01 \leq x < 0$ wynosi 78, gdy rzeczywista 24, równocześnie liczebność oczekiwana w przedziale $0 \leq x < 0,01$ wynosi 80, zaś rzeczywista 112.

Rysunek 4. Histogram skalowanych raportowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej i wartości statystyki BD



Źródło: opracowanie własne.

Analiza skalowanych przepływów z działalności operacyjnej (por. rysunek 4) nie wykazuje sygnałów kształtowania w celu unikania przepływów ujemnych (liczebności rzeczywiste niemal równe oczekiwanej), co jest zgodnie z oczekiwaniami, bowiem przepływy można kształtować tylko przez bardzo trudne działania realne, a nie w obrębie polityki rachunkowości.

5. Podsumowanie

Stwierdzone zasadnicze różnice rozkładów prognoz wyniku netto oraz raportowanych wyników netto, a także ich charakterystyki wskazują, że trafność prognozy raczej nie jest stawką, o którą chodzi rozważanym uczestnikom gry rynkowej na GPW, czyli analitykom i zarządom. Jeśli wartość bezwzględna błędu prognozy

ex post jest duża, to jest prawdopodobne, że błąd ten jest ujemny, a więc wartość prognozy była większa niż wynik raportowany. Jeśli jednak wartość bezwzględna jest mała, to jest prawdopodobne, że wynik raportowany był wyższy niż prognoza. Oznacza to, że małe dodatnie błędy prognozy są bardziej prawdopodobne niż ujemne. Może to być uznane za sygnał świadczący o kształtowaniu wyniku przez zarządy w celu osiągnięcia wartości prognozowanych.

Zdaniem autora, jest to sytuacja bardzo korzystna dla funkcjonowania rynku, biorąc pod uwagę całość uzyskanych tu wyników. Skoro bowiem wyniki są ukształtowane, zaś prognozy wyników mają inny rozkład, to znaczy, że analitycy, jako profesjonalisci, mogą „widzieć przez” kształtowanie wyniku. Innymi słowy prognozy mogą być wolne, przynajmniej częściowo, od skutków kształtowania typu memoriałowego. Są to więc wnioski podobne do AL2003, ale nie BE2003.

W tej sytuacji można wyobrazić sobie pewien scenariusz. Zarządy spółek podejmują próby kształtowania wyników w celu realizacji prognoz, a więc dodatkowej premii, którą rynek ewentualnie nagradza. Jednak wyniki prognozowane są wolne od krótkookresowego kształtowania, a więc mają charakter permanentny i lepiej niż wynik ukształtowany pokazują perspektywy rozwoju spółek. Ostatecznie zarząd, kształtując wynik w celu realizacji prognoz, zapewnia wyższą jakość wyniku raportowanego niż w sytuacji, gdyby ten wynik był ujawniony neutralnie, zgodnie z sugestiami zawartymi w Założeniach Konceptyjnych MSR/MSSF. Uzyskano w ten sposób empiryczną koroborację wniosków sformułowanych wcześniej przez autora w studium teoretycznym³².

Przedstawiony scenariusz, jakkolwiek może być prawdziwy, musi być zweryfikowany w wyniku dalszych badań empirycznych. Konieczne jest więc stwierdzenie, czy polski rynek GPW nagradza (karze) osiągnięcie (brak osiągnięcia) wyników prognozowanych. Na tym tle nadal jest aktualne pytanie o to, czy rynek oczekuje prognoz trafnych (jak się wydaje: niekoniecznie), czy też o znacznej pojemności informacyjnej. Wyniki tych badań mogą wskazać na niezwykle istotną rolę analityków pracujących na giełdzie, bo w istocie mogą oni pełnić funkcję strażników (ang. *gatekeepers*) przyczyniających się do wzrostu jakości zysków i wiarygodności sprawozdań, a więc efektywności informacyjnej rynku.

³² P. Wójtowicz, *Neutralność jako ważna cecha sprawozdania finansowego?*, w: *Polityka rachunkowości a kształtowanie wyniku finansowego*, red. A. Kostur, J. Pfaff, „Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, nr 201, s. 424–431.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Grabiński K., *Determinanty kształtowania wyniku finansowego w teorii i praktyce europejskich spółek giełdowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2016.
2. *Kształtowanie zysków podmiotów sprawozdawczych w Polsce. MSR/MSSF a ustawa o rachunkowości*, red. A. Piosik, C.H. Beck, Warszawa 2013.
3. Piosik A., *Kształtowanie wyniku finansowego przez podmioty sprawozdawcze w Polsce. Diagnoza dobrej i złej praktyki w rachunkowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016.
4. Wójtowicz P., *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.

Artykuły

1. Abarbanell J., Lehavy R., *Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent Bias and Over/Underreaction in Analysts' Earnings Forecasts*, „Journal of Accounting & Economics” 2003, vol. 36, iss. 1–3.
2. Adam M., Bańbuła P., Markun M., *International Dependence and Contagion Across Asset Classes; the Case of Poland*, „Czech Journal of Economics and Finance” 2015, vol. 65, iss. 3.
3. Ball R., Robin A., Wu J., *Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries*, „Journal of Accounting & Economics” 2003, vol. 36 iss. 1–3.
4. Bartov E., Givoly D., Hayn C., *The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations*, „Journal of Accounting and Economics” 2002, vol. 33, iss. 2.
5. Brown L., Caylor M., *A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences*, „Accounting Review” 2005, vol. 80, iss. 2.
6. Burgstahler D.C., Dichev I., *Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, vol. 24, iss. 1.
7. Burgstahler D., Eames M., *Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?*, „Contemporary Accounting Research” 2003, vol. 20, iss. 2.
8. Burgstahler D., Eames M., *Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2006, vol. 33, iss. 5–6.

9. Burgstahler D., Hail L., Leuz Ch., *The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms*, „The Accounting Review” 2006 81, iss. 5.
10. Callao S., Jarne J., Wróblewski D., *Debates and Studies on Earnings Management: A Geographical Perspective*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, vol. 75(131).
11. Callao S., Jarne J., Wróblewski D., *The Development of Earnings Management Research. A Review of Literature From Three Different Perspectives*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2014, vol. 79(135).
12. Canace T.G., Salzsieder L., *The Timing of Asset Purchases to Achieve Earnings Thresholds*, „Journal of Management Accounting Research” 2016, vol. 28, iss. 1.
13. Capkun V., Collins D., Jeanjean T., *The Effect of IAS/IFRS Adoption on Earnings Management (Smoothing): A Closer Look at Competing Explanations*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2016, vol. 35, iss. 4.
14. Daske H., Gebhardt G., McLeay S., *The Distribution of Earnings Relative to Targets in the European Union*, „Accounting & Business Research” 2006, vol. 36 iss. 3.
15. Degeorge F., Ding Y., Jeanjean T., Stolowy H., *Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2013, vol. 32, iss. 1.
16. Égert B., Kočenda E., *Time-varying synchronization of European stock markets*, „Empirical Economics” 2011, vol. 40, iss. 2.
17. Fischer P.E., Verrecchia R.E., *Reporting Bias*, „Accounting Review” 2000, vol. 75, iss. 2.
18. Frank M.M., Rego S.O., *Do Managers Use the Valuation Allowance Account to Manage Earnings around Certain Earnings Targets?*, „The Journal of the American Taxation Association” 2006, vol. 28, iss. 1.
19. Habib A., Hansen J., *Target Shooting: Review of Earnings Management around Earnings Benchmarks*, „Journal of Accounting Literature” 2008, vol. 27.
20. Hail L., Leuz Ch., Wysocki P., *Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis*, „Accounting Horizons” 2010, vol. 24, iss. 3.
21. Jackowicz K., Kozłowski L., *Zarządzanie wynikiem finansowym w bankach z Europy Środkowo-Wschodniej związane z progowymi wartościami rentowności*, „Master of Business Administration” 2010, vol. 5(114).
22. Jackowicz K., Kuryłek W., *Unikanie raportowania strat przez banki komercyjne działające w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2005, vol. 64.
23. Jeanjean T., Stolowy H., *Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management Before and After IFRS Adoption*, „Journal of Accounting & Public Policy” 2008, vol. 27, iss. 6.

24. Kasznik R., McNichols M., *Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, iss. 3.
25. Kinney W., Burgstahler D., Martin R., *Earnings Surprise "Materiality" as Measured by Stock Returns*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, iss. 5.
26. Kirk M.P., Reppenhagen D.A., Tucker J.W., *Meeting Individual Analyst Expectations*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, iss. 6.
27. Lenart L., Pipien M., *Empirical Properties of the Credit and Equity Cycle within Almost Periodically Correlated Stochastic Processes — the Case of Poland, UK and USA*, „Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics” 2015, iss. 7.
28. Lopez T., Rees L., *The Effect of Beating and Missing Analysts' Forecasts in the Information Content of Unexpected Earnings*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2002, vol. 17, iss. 2.
29. Matsumoto D., *Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises*, „The Accounting Review” 2002, vol. 77, iss. 3.
30. Meisel S., *Literature Review of Earnings Management — 1985–2014*, „Franklin Business & Law Journal” 2016, iss. 1.
31. Michalak J., Waniak-Michalak H., Czajor P., *Impact of Mandatory IFRS Implementation on Earnings Quality. Evidence From the Warsaw Stock Exchange*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2012, vol. 68(124).
32. Phillips J., Pincus M., Rego S.O., *Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense*, „The Accounting Review” 2003, vol. 78, iss. 2.
33. Phillips J., Pincus M., Rego S.O., Wan H., *Decomposing Changes in Deferred Tax Assets and Liabilities to Isolate Earnings Management Activities*, „The Journal of the American Taxation Association” 2004, vol. 26.
34. Porter J.C., Kraut M.A., *Do Analysts Remove Earnings Management when Forecasting Earnings?*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal” 2013, vol. 17, iss. 2.
35. Rees L., Sivaramakrishnan K., *The Effect of Meeting or Beating Revenue Forecasts on the Association between Quarterly Returns and Earnings Forecast Errors*, „Contemporary Accounting Research” 2007, vol. 24, iss. 1.
36. Skinner D.J., Sloan R.G., *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*, „Review of Accounting Studies” 2002, vol. 7, iss. 2–3.
37. Walker M., *How Far Can We Trust Earnings Numbers? What Research Tells Us about Earnings Management*, „Accounting & Business Research” 2013, vol. 43, iss. 4.
38. Wójtowicz P., *O malowaniu zysków na polskim rynku kapitałowym*, w: *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w procesie poprawy bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, red. B. Micherda, Centrum Rozwoju i Promocji Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005.

39. Wójtowicz P., *Neutralność jako ważna cecha sprawozdania finansowego?*, w: *Polityka rachunkowości a kształtowanie wyniku finansowego*, red. A. Kostur, J. Pfaff, „Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, nr 201.
40. Wójtowicz P., *Earnings Management to Achieve Positive Earnings Surprises in Case of Medium Size Companies Listed in Poland*, „International Journal of Accounting and Economics Studies” 2015, vol. 3, iss. 2.

Źródła internetowe

1. <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>
2. <http://mojeinwestycje.interia.pl/gie/narzedzia/prognozy>
3. <http://www.inwestinfo.pl/rekomendacje-i-prognozy/rekomendacje>

Is the Accuracy of Forecasts of Financial Results of Public Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange significant?

Summary

The aim of this article is to answer a question about a role played by stock market analysts on the Polish capital market in relation to the development of financial result by the managements of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The research tool is an empirical analysis of relations between the forecast and reported financial results. A survey conducted on a sample consisting of 2,723 observations in 2002–2015 referring to 201 companies. The differences of forecast distribution of the net result reported result indicate that the forecast accuracy is not the goal of analysts or managers. Small positive forecast errors are more likely than negative, which indicates affecting the result by managements in order to achieve the forecast values. It does not have to be a negative situation. The forecasts of results have a distribution which does not indicate any impact, so professional analysts may forecast results of permanent character. Due to this, the management when affecting the result, ensures a higher quality of the reported result than in the situation when this result is revealed neutrally, which is suggested in the Conceptual Assumptions of IRS/IFRS.

Keywords: financial results forecasts, forecast error, forecast accuracy, profit quality, market efficiency
