

Manipulowanie zyskami na rynkach wschodzących i rozwiniętych – konsekwencje dla długookresowej wartości przedsiębiorstwa po dokonaniu pierwotnej emisji akcji*

Joanna Lizińska**

Streszczenie: *Cel* – Celem badań była odpowiedź na pytanie, czy dla spółek dokonujących pierwotnych emisji akcji (IPO) w krajach wschodzących i rozwiniętych można zaobserwować zarządzanie zyskami w okresach okołomisyjnych, a jeśli tak, to czy istnieje relacja między nasileniem skali zjawiska a etapem rozwoju rynku z jednej strony i wartością spółki w długim okresie z drugiej.

Metodologia badania – Pomiaru zjawiska dokonano poprzez obserwację różnic pomiędzy zyskami a przepływami. Dla spółek dokonujących IPO w okresie 2005–2011 na rynkach rozwiniętych i wschodzących oszacowano stopy zwrotu typu *buy-and-hold*.

Wynik – Zaobserwowano wzrost skali manipulowania zyskami w okresie okołomisyjnym. Spółki w większym stopniu manipulujące zyskami przed debiutem osiągały w długim okresie relatywnie niższe stopy zwrotu.

Oryginalność/Wartość – Dla rynków o różnym stopniu rozwoju określono zróżnicowanie skali oraz konsekwencje zjawiska. Analizą objęto 41 krajów rozwiniętych oraz wschodzących indeksowanych przez MSCI.

Słowa kluczowe: rynki kapitałowe, IPO, zarządzanie zyskami, manipulowane zyskami

Wprowadzenie

Specyfika spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych (*initial public offering*, IPO), sposób organizacji tej transakcji, jej krótko- i długookresowe determinanty oraz konsekwencje są od wielu lat przedmiotem zainteresowania szerokiego grona naukowców na świecie. Jedną z najczęściej badanych anomalii dotyczących IPO jest długookresowy spadek cen akcji spółek po debiucie określane mianem *underperformance*. Poziom reakcji cenowej dla poszczególnych spółek różni się czasami nawet bardzo znacznie. Czynniki determinujące zachowanie cen akcji spółek po debiucie mają różnorodne podłoże: od cech specyficznych przedsiębiorstwa, poprzez czynniki o charakterze instytucjonalnym do czynników dotyczących ładu korporacyjnego czy stopnia rozwoju rynku.

Ustawodawcy dopuszczają pewną swobodę kształtowania pozycji w sprawozdaniach finansowych. Swoboda ta może być jednak wykorzystywana przez zarządzających nie

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

** dr Joanna Lizińska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: joanna.lizinska@ue.poznan.pl

tylko w celu rzetelnego odzwierciedlenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, lecz także wręcz przeciwnie – zyski przedsiębiorstwa mogą być okresowo zaniżane bądź zawyżane w stosunku do przepływów osiągniętych przez przedsiębiorstwo. Pokusa przesuwania między okresami niektórych kategorii finansowych jest w pewnych sytuacjach silna, gdyż dla inwestorów rentowność spółki to istotny element oceny jej bieżącej i przyszłej kondycji finansowej, co może wpływać na postrzeganie spółki i jej wycenę rynkową. Badania takie były dotychczas prowadzone w znakomitej większości dla spółek debiutujących na giełdach w Stanach Zjednoczonych (np. Teoh i in. 1998).

Spółki debiutujące na giełdzie znajdują się w specyficznym dla swojego rozwoju momencie. Powiększają kapitał, co pozwala dokonać znacznych inwestycji czy restrukturyzacji źródeł finansowania. Przeobrażeniu ulegają również stosunki właścicielskie, co często wpływa na skalę asymetrii informacji czy nasilenie problemów agencji. Sprawozdania finansowe mogą odgrywać znaczącą rolę w łagodzeniu konfliktów interesu pomiędzy menedżerami i właścicielami spółek (DeAngelo 1986). Perspektywy debiutujących firm są oceniane przez potencjalnych inwestorów w dużej mierze na podstawie informacji płynących ze sprawozdań finansowych. W pewnych momentach inwestorzy mogą wykazywać się nadmiernym optymizmem odnośnie do przyszłych zysków przedsiębiorstwa (Ritter 1991). Jedną z przyczyn wzmoczonego optymizmu inwestorów w okresie IPO może być fakt, że spółki planujące wejście na giełdę zawyżają wynik finansowy bez pokrycia w analogicznym wzroście przepływów pieniężnych. W przypadku debiutów giełdowych istnieją przesłanki skłaniające do oczekiwania agresywnego sposobu zarządzania wynikiem finansowym w okresach okołomisyjnych. Niemożliwe jest jednak permanentne zawyżanie wyników. W konsekwencji należy oczekiwać, że im większa skala manipulowania zyskami w okresach okołomisyjnych, tym mniej korzystna powinna być reakcja cenowa w długim okresie, mierzona nadzwyczajnymi stopami zwrotu typu *buy-and-hold* w horyzoncie trzyletnim.

Firmy zasadniczo nie ujawniają faktu zarządzania zyskami. Ponadto część rozbieżności pomiędzy księgowymi przychodami i kosztami a rzeczywistymi wpływami i wydatkami spółki często jest uzasadniona sytuacją przedsiębiorstwa i nie musi wynikać z chęci wprowadzenia w błąd interesariuszy spółki, dlatego niezmiernie trudno jest ocenić, czy sprawozdania finansowe wiernie odzwierciedlają kondycję spółki, czy odbiegają od rzeczywistego jej obrazu. Nie jest możliwe bezpośrednie zbadanie zjawiska manipulowania zyskami. Wymaga to zastosowania pewnych miar pośrednich (*proxy*).

Badania prowadzone bardzo licznie w odniesieniu do rynków zagranicznych (np. Dechow i in. 2010), a ostatnio również w Polsce (Brzeszczyński i in. 2011; Gajdka 2012) dowodzą, że zjawisko kształtowania zysków przez spółki istnieje. Dotychczasowe prace poświęcone zjawisku zarządzania zyskami były w dużym stopniu ograniczone do pojedynczych krajów (np. Vander Bauwhede i in. 2003; Ball, Shivakumar 2005) czy branż (Beatty, Harris 1999; Beatty i in. 2002). Pomimo lat rozwijania standardów w zakresie rachunkowości nadal występują istotne różnice w skali manipulowania zyskami na poszczególnych rynkach. Badania, których autorami są Burgstahler, Hail i Luez (2006), wskazują, że skala manipulowania zyskami była większa w krajach o słabszych systemach prawnych. Wszystko to sprawia, że

pozostaje aktualna potrzeba porównania skali i konsekwencji zjawiska zarządzania zyskami przez spółki dokonujące pierwotnych emisji akcji na rynkach wschodzących i rozwiniętych.

Zasadniczym celem badań, których wyniki zawarto w niniejszym opracowaniu, była odpowiedź na pytanie, czy dla spółek dokonujących pierwotnych emisji akcji w krajach wschodzących i rozwiniętych można zaobserwować zarządzanie zyskami w okresach okołomisyjnych, a jeśli tak, to czy istniała relacja pomiędzy nasileniem skali zjawiska a etapem rozwoju rynku z jednej strony i wartością spółki w długim okresie z drugiej.

W dalszej części opracowania zawarto opis metody badań oraz próby badawczej. W punkcie drugim przedstawiono wyniki badań nad istnieniem zjawiska manipulowania zyskami przez debiutujące spółki w okresach okołomisyjnych. Wyniki oceny zależności nasilenia zjawiska kształtowania zysków od stopnia rozwoju rynku zaprezentowano w punkcie trzecim. W punkcie czwartym przedstawiono rezultaty analizy związku pomiędzy nasileniem skali zjawiska manipulowania zyskami przez spółki dokonujące IPO a rynkową wyceną firmy w długim okresie, z wyróżnieniem rynków wschodzących i rozwiniętych. W ostatniej części opracowania zamieszczono konkluzje i wnioski końcowe.

1. Metoda badań i charakterystyka próby badawczej

Źródłem danych do badań była baza Capital IQ. Próba badawcza składała się z transakcji IPO dokonanych w latach 2005–2011 na rynkach wschodzących (*emerging markets*, EM) i w krajach rozwiniętych Europy, Australazji oraz Dalekiego Wschodu (Europe, Australasia and Far East Developed Markets, EAFE). Podstawą wyróżnienia rynków była klasyfikacja krajów na podstawie rankingu sporządzonego przez Morgan Stanley Capital International (MSCI) według stanu na listopad 2013 roku. Pierwotna próba badawcza składała się z 1717 spółek debiutujących na rynkach wschodzących i z 2845 spółek dokonujących IPO w krajach rozwiniętych. W toku dalszych badań próba była zawężana do tych debiutujących spółek, dla których istniały wymagane na danym etapie informacje.

Do próby badawczej EM należały następujące kraje: Brazylia, Chile, Meksyk, Kolumbia, Peru, Czechy, Egipt, Grecja, Węgry, Polska, Rosja, RPA, Turcja, Indie, Indonezja, Korea, Malezja, Filipiny, Tajwan, Tajlandia (wyłączono Chiny ze względu na odmienną specyfikę tego kraju w porównaniu do pozostałych). Do próby EAFE należały następujące kraje: Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Izrael, Włochy, Holandia, Norwegia, Portugalia, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania, Australia, Hongkong, Japonia, Nowa Zelandia, Singapur.

Tabela 1

Charakterystyka próby badawczej

Miary przeciętne wskaźników	Aktywa (mln USD)	Sprzedaż (mln USD)	Dźwignia (%)	ROA (%)	ROE (%)	ROS (%)
Panel A	Kraje rozwinięte (EAFE)					
Średnia	79,6	83,1	25,1	7,3	7,3	14,3
Kwartył 1	6,5	8,5	2,3	1,4	1,4	5,6
Mediana	27,5	37,7	19,7	6,2	6,2	11,3
Kwartył 3	92,8	111,2	40,2	14,3	14,3	20,9
N	1864	1722	2102	1889	1888	1632
Panel B	Rynki wschodzące (EM)					
Średnia	46,9	40,0	22,3	8,3	8,3	13,3
Kwartył 1	21,0	20,5	14,2	5,7	5,7	9,9
Mediana	35,2	33,7	21,6	8,0	8,0	12,6
Kwartył 3	63,9	55,5	30,5	10,6	10,6	16,6
N	790	767	785	783	783	736

Źródło: opracowanie własne.

W celu dokonania opisu próby badawczej oszacowano podstawowe wskaźniki finansowe dla debiutujących firm. Wielkość spółki wyrażono wartością bilansową jej aktywów oraz sprzedażą w roku poprzedzającym dokonanie IPO. Stopień wykorzystania dźwigni finansowej określono relacją długu do aktywów w roku poprzedzającym dokonanie IPO, a rentowność przed debiutem mierzono trojako: wskaźnikiem rentowności aktywów ROA (zysk netto w relacji do aktywów), wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych ROE (zysk netto w relacji do kapitału własnego) oraz wskaźnikiem rentowności operacyjnej sprzedaży ROS (zysk operacyjny przed zapłatą odsetek i opodatkowaniem w relacji do wartości sprzedaży). Dokonano eliminacji przypadków skrajnych z zastosowaniem odstępów międzykwartylowego (IQR). Przypadkiem skrajnym określono taki przypadek IPO, dla którego wartość danej zmiennej była niższa od $Q1 - 2,5 * IQR$ lub wyższa od $Q3 + 2,5 * IQR$, gdzie $Q1$ i $Q3$ oznaczają odpowiednio kwartył pierwszy i trzeci.

Statystyki opisowe dla podgrup badawczych wyróżnionych ze względu na stopień rozwoju rynku zaprezentowano w tabeli 1. Na rynkach rozwiniętych debiutowały generalnie spółki większe. Do takich wniosków prowadzi porównanie wartości przeciętnej realizowanej sprzedaży i średniej księgowej wartości majątku w roku poprzedzającym IPO. Na rynkach wschodzących debiutowały spółki cechujące się wyższym poziomem wskaźników rentowności w roku poprzedzającym dokonanie emisji. Z jednej strony spółki te mogły rzeczywiście osiągać relatywnie większy zwrot na zainwestowanym kapitale, z drugiej jednak strony rentowność przed debiutem mogła być na rynkach wschodzących nadmiernie zawyżana. Można to powiązać z wynikami badań prowadzonymi przez Burgstahlera, Heila i Leuza (2006), które dowodziły, że skala manipulowania zyskami była większa w krajach o słabszych systemach prawnych.

Najlepszym sposobem oszacowania skali i oceny zjawiska zarządzania zyskami byłoby bazowanie na szczegółowych informacjach o potencjalnych i rzeczywiście dokonanych wyborach menedżerów w zakresie wykazywania poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych. Niestety, porównanie wyniku finansowego osiągniętego przez spółkę z wynikiem, który byłby wykazany w warunkach nieistnienia w tym zakresie swobody menedżerów, nie jest najczęściej możliwe. Dlatego w badaniach nad zjawiskiem zarządzania zyskami stosowane są różne miary pośrednie (*proxy*) pozwalające określić skalę zjawiska i obserwować jego przyczyny i konsekwencje.

Menedżerom łatwiej jest dokonywać przesunięć międzyokresowych w zakresie kategorii kształtujących zysk, a trudniej transferować między okresami przepływy, stąd w badaniach przyjęto, że przepływy operacyjne będą stanowiły *proxy* takiego dla poziomu zysków operacyjnych, jaki byłby odnotowany w sytuacji, gdyby do zarządzania zyskami nie dochodziło (Healy 1983, 1985). Jako miarę skali nasilenia zjawiska zarządzania zyskami przyjęto więc różnicę pomiędzy zyskiem operacyjnym EBIT a przepływami operacyjnymi, skalowaną aktywami spółki z początku okresu (miara MZ1).

Z zysków można wydzielić takie składowe, jak przepływy z działalności operacyjnej oraz odpowiednie korekty (*total accruals*, TA), które mogą mieć dwojaki charakter: po pierwsze takie, do dokonania których menedżerowie są zobligowani (*non-discretionary accruals* NDA); po drugie takie, których wykazanie podlegało decyzji menedżerów (*discretionary accruals* DA). Korekty typu NDA są narzucone przez prawo, np. trwałe składniki majątkowe powinny podlegać systematycznie amortyzacji. Podczas dokonywania korekt typu DA menedżerowie mają swobodę decyzyjną w zakresie wielu rozwiązań dozwolonych prawem, np. menedżer może wybrać określony sposób szacowania wartości odpisów amortyzacyjnych dla składników majątkowych. W konsekwencji korzystanie przez menedżerów ze swobody dokonywania pewnych korekt skutkuje transferem zysków pomiędzy okresami. Zastosowane w badaniach podejście MZ1 ma tę cechę, że przyjęta miara zawiera zarówno korekty, co do których zarządzający mają swobodę, jak i te, do których przeprowadzenia są zobligowani. Przyjęto jednak (za: Healy 1983, 1985; DeAngelo 1986), że poziom korekt typu NDA pozostaje relatywnie niezmienny w czasie, dlatego różnice pomiędzy łączną wartością korekt (TA) obserwowane między sąsiadującymi okresami powinny wynikać ze zmienności – będących w centrum niniejszych badań – korekt typu DA, dokonywanych z wyboru.

Wartość zysku odnotowana dla danego przedsiębiorstwa w wybranym okresie jest często porównywana do określonego benchmarku. Osiągnięcie pewnej wartości progowej (*thresholds*) może przekładać się na wysokość wynagrodzenia menedżerów czy na ocenę spółki przez jej interesariuszy. Badania na ten temat prowadzili m.in. Burgstahler i Dichev (1997) oraz DeGeorge, Patel i Zeckhauser (2007). Takim kryterium porównawczym może być wielkość zysku z poprzedniego okresu, wielkość prognozowana przez analityków lub wynik na poziomie zero. W kolejnym kroku badawczym skoncentrowano się na tym ostatnim przypadku, czyli na sytuacji, gdy zyski są kształtowane w taki sposób, by spółka nie weszła w strefę strat i wykazywała chociaż minimalnie dodatni wynik finansowy. W tym celu zastosowano alternatywną miarę nasilenia zjawiska kształtowania zysków w postaci relacji liczby spółek osiągających

małe zyski do liczby spółek osiągających małe straty (MZ2), w dwóch wariantach. Spółka była klasyfikowana jako osiągająca „małe zyski”, jeżeli wynik finansowy netto skalowany aktywami był w przedziale: $[0;0,01]$ dla miary MZ2a i $[0;0,02]$ dla miary MZ2b. Spółka była klasyfikowana jako osiągająca „małe straty”, jeżeli wynik finansowy (skalowany aktywami na początku okresu) był w przedziale: $[-0,01;0]$ dla miary MZ2a i $[-0,02;0]$ dla miary MZ2b. Zastosowana metoda jest analogiczna do tej wykorzystywanej w badaniach nad rynkiem amerykańskim przez DeGeorge’a, Patela i Zeckhausera (1999) czy Burgstahlera i Dicheva (1997).

Miary MZ1 oraz MZ2 obliczono dla roku bezpośrednio poprzedzającego rok dokonania IPO (Y_IPO-1) i dla dwóch lat przed rokiem IPO (Y_IPO-2). Jeżeli w okresach okołomisyjnych do zarządzania zyskiem dochodziło, poziom miar zjawiska zarządzania zyskami w roku bezpośrednio poprzedzającym IPO powinien być wyższy w porównaniu do wartości osiągniętych dwa lata przed debiutem.

W kolejnym kroku badawczym obserwowano długookresowe skutki występowania zjawiska kształtowania zysków. W tym celu dla spółek dokonujących IPO wyznaczono ponadnormalne stopy zwrotu typu *buy-and-hold* dla okresu trzyletniego: stopy zwrotu dla akcji spółek dokonujących IPO oszacowane dla trzeciego roku po debiucie zostały skorygowane o stopy zwrotu wyznaczone na podstawie notowań głównych krajowych indeksów giełdowych. Ceną bazową służącą obserwacji zjawiska *underperformance* w długim okresie była pierwsza cena zamknięcia odnotowana nie później niż drugiego dnia po debiucie. Następnie podstawowa próba badawcza została podzielona na dwie podgrupy ze względu na poziom zjawiska kształtowania zysków mierzony MZ1. Wyodrębniono spółki zarządzające zyskiem w sposób konserwatywny ($MZ1 < \text{mediana}$) oraz agresywny ($MZ1 \geq \text{mediana}$). Dla tych dwóch grup porównano następnie poziom wyceny przedsiębiorstwa przez rynek.

Wykorzystano dwie metody eliminacji niewłaściwego wpływu wartości skrajnych (*outliers*) na wnioskowanie. Pierwsza z metod polegała na zastąpieniu wartości skrajnych wartościami progowymi (*Winsorizing*, W), a istotą drugiej metody była eliminacja wartości skrajnych (*truncation*, T). Przypadkiem skrajnym określano wartość niższą niż $Q1-2,5*IQR$ lub wykraczającą poza $Q3+2,5*IQR$, gdzie Q1 oznacza wartość pierwszego kwartyła, a Q3 wartość trzeciego kwartyła, a IQR odstęp międzykwartyłowy.

Zastosowano test parametryczny *t-Studenta* dla pojedynczej próby oraz nieparametryczny test rangowanych znaków Wilcozona. U-test Manna–Whitneya wykorzystano do porównania wyników osiągniętych dla rynków EM i EAFE oraz do porównania długookresowego zachowania cen akcji spółek należących do podgrup wyróżnionych ze względu na poziom zjawiska kształtowania wyników.

2. Manipulowanie zyskami w okresach okołomisyjnych

W pierwszym kroku badawczym próbowano odpowiedzieć na pytanie: czy w okresach okołomisyjnych można zaobserwować zarówno na rynkach wschodzących, jak i rozwiniętych zjawisko manipulowania zyskami.

Tabela 2

Skala zjawiska manipulowania zyskami (MZ1) w okresach okołoemisyjnych dla spółek dokonujących IPO w latach 2005–2011

MZ1	Winsoryzacja (W)		Eliminacja (T)	
	Y_IPO-2	Y_IPO-1	Y_IPO-2	Y_IPO-1
Panel A	Kraje rozwinięte (EAFE)			
Średnia	0,39%	3,01%	1,37%	3,45%
Mediana	0,51%	1,36%	0,68%	1,55%
Odch. stand.	15,18%	20,93%	12,68%	15,53%
Kurtoza	1,42	1,28	1,10	1,30
Skośność	-0,21	0,09	0,20	0,42
Param. p-val	0,3458	0,0000	0,0001	0,0000
		***	***	***
Nieparam. p-val	0,1077	0,0000	0,0015	0,0000
		***	***	***
U-test p-val	0,5701		0,4669	
N	1 318	1 436	1 260	1 322
Panel A	Rynki wschodzące (EM)			
Średnia	3,56%	7,86%	3,44%	6,80%
Mediana	2,05%	4,85%	2,05%	4,52%
Odch. stand.	13,43%	21,55%	11,73%	17,11%
Kurtoza	1,59	1,78	0,96	1,15
Skośność	0,33	0,48	0,42	0,50
Param. p-val	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	***	***	***	***
Nieparam. p-val	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	***	***	***	***
U-test p-val	0,0000		0,0000	
	***		***	
N	1018	1079	989	1026

Uwagi: Miara manipulowania zyskami MZ1: różnica między wynikiem operacyjnym a przepływami operacyjnymi, skalowana aktywami. Istotność statystyczna na poziomie 1% (***). Poziom manipulowania zyskami wyznaczony dla roku bezpośrednio poprzedzającego rok dokonania IPO (Y_IPO-1) i dla dwóch lat przed rokiem IPO (Y_IPO-2).

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Skala zjawiska manipulowania zyskami (MZ2) w okresach okołomisyjnych dla spółek dokonujących IPO w latach 2005–2011

MZ2	Y_IPO-2	Y_IPO-1
Panel A		
Kraje rozwinięte (EAFE)		
# Małe zyski/ # Małe straty_MZ2a	2,042	3,143
# Małe zyski/ # Małe straty_MZ2b	2,385	3,581
N	847	1 139
Panel B		
Rynki wschodzące (EM)		
# Małe zyski/ # Małe straty_MZ2a	2,438	3,455
# Małe zyski/ # Małe straty_MZ2b	3,591	4,000
N	1015	1472

Uwagi: Miara manipulowania zyskami MZ2: # Małe zyski/ # Małe straty_1: liczba spółek osiągających „małe zyski” w relacji do liczby spółek osiągających „małe straty”. Wskaźnik MZ2 obliczono dla roku bezpośrednio poprzedzającego rok dokonania IPO (Y_IPO-1) i dla dwóch lat przed rokiem IPO (Y_IPO-2).

Źródło: opracowanie własne.

Poziom mierników manipulowania zyskami obliczonych dla danych z roku bezpośrednio poprzedzającego IPO (Y_IPO-1) porównano do tych osiąganych w roku wcześniejszym (Y_IPO-2). Oczekiwano, że w roku przed IPO przeciętny poziom miar manipulowania zyskami będzie wyższy w stosunku do roku poprzedniego. W tabeli 2 przedstawiono rezultaty badania zjawiska kształtowania zysków w okresach okołomisyjnych, przyjmując za miarę relatywną wartość korekt powodujących różnicowanie zysków i przepływów, skalowaną aktywami z początku okresu (MZ1). W krajach rozwiniętych EAFE przeciętny poziom mierników zjawiska był znacznie wyższy w okresie tuż przed emisją, jednak różnice te nie były istotne statystycznie. W odniesieniu do spółek debiutujących na rynkach wschodzących zaobserwowano istotne statystycznie nasilenie agresywnego sposobu zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych. Może to sugerować, że zaobserwowany wcześniej wysoki poziom wskaźników rentowności dla rynków EM był raczej efektem działań menedżerów zmierzających do sztucznego zawyżania wyniku niż przejawem faktycznej poprawy kondycji przedsiębiorstwa w zakresie rentowności.

W tabeli 3 zawarto rezultaty dla miernika odnoszącego liczbę spółek osiągających małe zyski w stosunku do spółek osiągających małe straty (MZ2). Zarówno dla spółek debiutujących na rynkach wschodzących, jak i rozwiniętych wyniki badań wskazują, że w okresach okołomisyjnych spółki były przeciętnie mniej skłonne do wykazywania małych strat, na korzyść osiągnięcia niewielkich chociaż zysków.

3. Zjawisko manipulowania zyskami a poziom rozwoju rynku

W drugim kroku badawczym porównano skalę zjawiska kształtowania zysków w okresie okołomisyjnym (Y_IPO-1) dla rynków wschodzących i rozwiniętych. Szczegółowe wyniki badań zaprezentowano w tabeli 4.

Tabela 4

Porównanie skali zjawiska manipulowania zyskami (MZ1) dla spółek dokonujących IPO w latach 2005–2011 w krajach rozwiniętych i na rynkach wschodzących

MZ1	Winsoryzacja (W)		Eliminacja (T)	
	EAFE	EM	EAFE	EM
Średnia	3,01%	7,86%	3,45%	6,80%
Mediana	1,36%	4,85%	1,55%	4,52%
Odch. stand.	20,93%	21,55%	15,53%	17,11%
Kurtoza	1,28	1,78	1,30	1,15
Skośność	0,09	0,48	0,42	0,50
Param. p-val	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	***	***	***	***
Nieparam. p-val	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	***	***	***	***
U-test p-val	0,0037		0,0074	
	***		***	
N	1436	1079	1322	1026

Uwagi: Miara manipulowania zyskami MZ1: różnica między wynikiem operacyjnym a przepływami operacyjnymi, skalowana aktywami. Istotność statystyczna na poziomie 1% (***). Poziom manipulowania zyskami wyznaczony dla krajów rozwiniętych (EAFE) i rynków wschodzących (EM).

Źródło: opracowanie własne.

Spółki dokonujące IPO na rynkach wschodzących w roku przed debiutem przeciętnie w większym stopniu podejmowały agresywną strategię zarządzania zyskami niż firmy debiutujące na rynkach rozwiniętych. Przyjmując za miarę relatywną wartość korekt powodujących zróżnicowanie zysków i przepływów (MZ1), można stwierdzić, że różnice w skali zjawiska kształtowania zysków w zależności od stopnia rozwoju rynku były istotne statystycznie.

4. Długookresowe skutki manipulowania zyskami dla wyceny spółki

Zwieńczenie badań nad zjawiskiem kształtowania wyników przez spółki debiutujące w krajach rozwiniętych i wschodzących stanowiła analiza relacji pomiędzy nasileniem tego zjawiska w okresach okołomisyjnych a rynkową wartością kapitału własnego w długim

okresie. Zachowanie cen akcji spółek mierzono, szacując ponadnormalne stopy zwrotu typu *buy-and-hold* w okresie trzyletnim po wejściu na rynek publiczny. Wyniki tak zaprojektowanych badań przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5

Zróznicowanie długoterminowych stóp zwrotu ze względu na skalę manipulowania zyskami w krajach rozwiniętych i na rynkach wschodzących dla spółek dokonujących IPO w latach 2005–2011

BHAR	Winsoryzacja (W)		Eliminacja (T)	
	MZ1 < me	MZ1 ≥ me	MZ1 < me	MZ1 ≥ me
Panel A	Kraje rozwinięte (EAFE)			
Średnia	1,96%	0,07%	-1,81%	-2,99%
Mediana	-14,24%	-18,98%	-14,28%	-18,67%
Odch. stand.	73,78%	72,21%	64,41%	65,85%
Kurtoza	1,31	1,05	1,10	0,68
Skośność	1,19	1,17	1,05	0,99
Param. p-val	0,5594	0,9832	0,5615	0,3467
Nieparam. p-val	0,0129	0,0021	0,0034	0,0013
	**	***	***	***
U-test	0,1570		0,2699	
N	482	482	427	430
Panel B	Rynki wschodzące (EM)			
Średnia	6,19%	-15,16%	-5,20%	-18,59%
Mediana	-14,51%	-36,88%	-16,66%	-36,59%
Odch. stand.	88,54%	80,41%	72,36%	70,95%
Kurtoza	1,42	2,25	1,37	1,73
Skośność	1,09	1,46	0,74	1,24
Param. p-val	0,1817	0,0003	0,1900	0,0000
		***		***
Nieparam. p-val	0,1815	0,0000	0,0033	0,0000
		***	***	***
U-test	0,0000		0,0004	
	***		***	
N	366	367	334	343

Uwagi: Dla krajów rozwiniętych (EAFE) i rynków wschodzących (EM) miara manipulowania zyskami MZ1: różnica między wynikiem operacyjnym a przepływami operacyjnymi, skalowana aktywami. Istotność statystyczna na poziomie 1% (***) i 5% (**).

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badań wskazują, że spółki planujące wejście na giełdę zawyżają swój wynik finansowy, bez pokrycia we wzroście przepływów pieniężnych. Niemożliwe jest jednak ciągle zawyżanie wyników, dlatego gdy wynik finansowy w kolejnych okresach nie jest wystarczająco wysoki w porównaniu do tego wykazywanego przed debiutem, należy oczekiwać niekorzystnej reakcji inwestorów w odniesieniu do akcji tych spółek, których menedżerowie realizowali bardziej agresywną strategię zarządzania zyskami. Inwestor dokonujący w dniu debiutu zakupu akcji spółek, dla których aproksymowano większe nasilenie zjawiska manipulowania zyskami, tracił w porównaniu do inwestora kupującego akcje spółek konserwatywnie zarządzających zyskami. Różnice te były istotne statystycznie dla spółek dokonujących IPO na rynkach wschodzących.

Uwagi końcowe

Zjawisko zarządzania zyskami znajduje się w obszarze zainteresowań nie tylko naukowców, lecz także praktyków czy ustawodawców. W badaniach porównano skalę i długookresowe konsekwencje zjawiska zarządzania zyskami przez spółki dokonujące pierwotnej emisji akcji (IPO) na giełdach w krajach określanych mianem wschodzących i rozwiniętych. Posłużono się w tym celu klasyfikacją krajów opracowaną przez MSCI. Próbę badawczą tworzyły spółki debiutujące w latach 2005–2011.

Jako miarę skali nasilenia zjawiska zarządzania zyskami przyjęto różnicę między zyskiem a przepływami operacyjnymi, skalowaną aktywami. W odniesieniu do spółek debiutujących na rynkach wschodzących zaobserwowano istotne statystycznie nasilenie agresywnego sposobu zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych.

Zastosowano również alternatywną miarę nasilenia zjawiska kształtowania zysków w postaci relacji liczby spółek osiągających małe zyski do liczby spółek osiągających małe straty. Dla spółek debiutujących zarówno w krajach rozwiniętych, jak i na rynkach wschodzących wyniki badań wskazują, że w okresach okołomisyjnych przedsiębiorstwa unikają wykazywania małych strat, kształtując wynik finansowy tak, by osiągnął on wartości pozytywne.

Dla spółek debiutujących na rynkach wschodzących odnotowano większe natężenie zjawiska manipulowania zyskami w okresach okołomisyjnych w porównaniu do IPO dokonywanych przez spółki notowane w krajach rozwiniętych. Analiza zachowania cen akcji spółek w okresie trzech lat po pierwszej emisji prowadziła do wniosku, że wycena rynkowa była mniej korzystna w odniesieniu do tych spółek, których menedżerowie przed debiutem giełdowym realizowali bardziej agresywną strategię zarządzania zyskami.

Literatura

- Ball R., Shivakumar L. (2005), *Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness*, „Journal of Accounting and Economics”, nr 39, s. 83–128.
- Beatty A., Harris D. (1999), *The effects of taxes, agency costs and information asymmetry on earnings management: A comparison of public and private firm*, „Review of Accounting Studies”, nr 4, s. 299–326.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., Schabek T. (2011), *Earnings Management in Polish Companies*, „Comparative Economic Research”, nr 14(3), s. 137–150.
- Burgstahler D., Dichev I. (1997), *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*, „Journal of Accounting and Economics”, nr 24(1), s. 99–126.
- Burgstahler D.C., Hail L., Leuz C. (2006), *The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms*, „Accounting Review”, nr 81(5), s. 983–1016.
- DeAngelo L.E. (1986), *Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*, „Accounting Review”, nr 41, s. 400–420.
- DeGeorge F., Patel J., Zeckhauser R. (1999), *Earnings Management to Exceed Thresholds*, „Journal of Business”, nr 72(1), s. 1–33.
- DeGeorge F., Patel J., Zeckhauser R.J. (2007), *Earnings Thresholds and Market Responses*, (wersja July 6, 2007). www.ssrn.com/abstract=966268 or www.dx.doi.org/10.2139/ssrn.966268 (30.06.2014).
- Dechow P., Ge W., Schrand C. (2010), *Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences*, „Journal of Accounting and Economics”, nr 50(2), s. 344–401.
- Gajdka J. (2012), *Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego*, w: *Zarządzanie finansami w jednostkach samorządu terytorialnego*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 303–311.
- Healy P.M. (1983), *The impact of bonus schemes on accounting choices*, Dissertation (University of Rochester, Rochester, NY).
- Healy P.M. (1985), *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, „Journal of Accounting and Economics”, nr 7(1), s. 85–107.
- Ritter J. (1991), *The long-run performance of initial public offerings*, „Journal of Finance”, nr 46, s. 3–27.
- Teoh S.H., Welch I., Wong T.J. (1998), *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, „Journal of Finance”, nr 53(6), s. 1935–1974.
- Vander Bauwhede H., Willekens M., Gaeremynck A. (2003), *Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management*, „International Journal of Accounting”, nr 38, s. 1–22.

EARNINGS MANIPULATION ON EMERGING AND DEVELOPED MARKETS: LONG-TERM PERFORMANCE CONSEQUENCES AFTER INITIAL PUBLIC OFFERING

Abstract: *Purpose* – The research aimed at analysing earnings management around initial public offerings (IPO) and evaluating long-term effects of this phenomenon on the market performance for emerging and developed markets.

Design/Methodology/Approach – Earnings manipulation was measured with the use of total accruals. Buy-and-hold abnormal returns were calculated for IPO firms issuing during 2005–2011 on emerging and developed markets.

Findings – Earnings management appeared to be practised around issue time as well on emerging as developed markets. More aggressive earnings manipulation in IPO firms resulted in the worse long-term price performance.

Originality/Value – The study for markets at different development stage, resulted in measuring the pervasiveness of earnings management and describing its consequences. The analysis encompassed a broad sample of firms from 41 countries distinguished by MSCI.

Keywords: capital markets, IPO, earnings management, earnings manipulation