

Zarządzanie zyskami w okresie okołokryzysowym przez spółki dokonujące kolejnej emisji akcji na rynkach wschodzących

Joanna Lizińska*

Streszczenie: *Cel* – Celem badań była odpowiedź na pytanie, czy dla spółek dokonujących kolejnych emisji akcji (SEO) zaobserwować można działania polegające na zarządzaniu zyskami w okresach okołoeemisyjnych, a jeżeli tak, to czy skala tego zjawiska różniła się przed i po załamaniu na rynkach finansowych.

Metodologia badania – Badania prowadzono dla spółek notowanych na rynkach wschodzących i dokonujących kolejnej emisji akcji w latach 2005–2011. W okresie badawczym oraz w wyróżnionych podokresach 2005–2006 oraz 2010–2011 obserwowano poziom *accruals* oraz badano skłonność do przekraczania wartości progowych w okresie okołoeemisyjnym.

Wynik – W roku dokonania kolejnej emisji akcji odnotowano wzrost poziomu *accruals* oraz większą skłonność do przekraczania wartości progowych. Dla SEO dokonywanych po największym załamaniu na rynkach finansowych, zaobserwowano generalnie obniżenie możliwości manipulowania zyskami w porównaniu do emisji dokonywanych przed kryzysem.

Oryginalność/wartość – Badaniem objęto szeroką próbę dziewiętnastu rynków wschodzących objętych indeksem przez MSCI. Porównano skalę manipulowania zyskami dla emisji dokonywanych w okresie przed- i pokryzysowym.

Słowa kluczowe: rynek kapitałowy, emisja akcji, SEO, rynki wschodzące, zarządzanie zyskami

Wprowadzenie

Zarządzanie zyskami jest zjawiskiem, które od lat przyciąga uwagę praktyków i naukowców. W czasopiśmiennictwie anglojęzycznym określane jest zazwyczaj mianem *earnings management*. Liczba prac w języku polskim dotycząca tego zagadnienia jest zdecydowanie niewspółmierna do jego wagi i skali występowania w praktyce. Autorzy posługują się pojęciem kształtowania wyniku, zarządzania wynikiem czy manipulowania zyskami. Problematyka ta jest również przedmiotem dyskusji w powiązaniu ze zdarzeniami o charakterze finansowym. Znakomita większość badań dotyczy rynku amerykańskiego. W ostatnich latach pojawiają się również publikacje obejmujące swoim zakresem również i inne rynki, chociaż dotyczą głównie pojedynczych krajów (przykładowo: Vander Bauwhede i in. 2003; Ball, Shivakumar 2005) czy branż (Beatty, Harris 1999; Beatty i in. 2002). Wśród badań

* dr Joanna Lizińska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: joanna.lizinska@ue.poznan.pl.

dostępne są również te obejmujące pojedyncze rynki wschodzące (Nurazi i in. 2011; Shu, Chiang 2014; Brzeszczyński i in. 2011; Gajdka 2012).

Sprawozdania finansowe powinny rzetelnie i na czas dostarczać poszczególnym grupom interesu związanym z przedsiębiorstwem informacji o sytuacji przedsiębiorstwa. W tym celu, menedżerowie powinni mieć możliwość wykorzystania swojego doświadczenia i wiedzy eksperckiej w wyborze takich metod szacowania i prezentacji poszczególnych pozycji kształtujących następnie wielkości raportowane w sprawozdaniach finansowych, aby interesariusze otrzymywali informacje wiernie odzwierciedlające sytuację firmy. Stąd też, ustawodawcy dopuszczają pewną swobodę w tym zakresie. Chociaż zasadność takiego rozwiązania jest bezsporna, to jednak mogą pojawić się sytuacje, w których swoboda ta będzie wykorzystywana przez menedżerów w celu innym niż wskazują motywy ustawodawcy. Nie zawsze bowiem mechanizmy monitorowania czynności menedżerów działają efektywnie. Asymetria informacji istniejąca pomiędzy *insiderami* a zewnętrznymi grupami interesu może ułatwiać tym pierwszym wykorzystanie swobody w zakresie kształtowania pewnych kategorii finansowych nie w celu rzetelnego zaprezentowania pozostałym interesariuszom sytuacji spółki, ale wręcz przeciwnie – realizacji interesów swoich, ewentualnie innej z grup.

Specyfika zjawiska sprawia, iż jednoznaczne zdefiniowanie pojęcia kształtowania zysków jest niezmiernie trudne. Znajduje to wyraz w różnicach pomiędzy poszczególnymi definicjami stosowanymi w literaturze przedmiotu. Przyjęto relatywnie szerokie podejście: „do zarządzania zyskami dochodzi wówczas, gdy menedżerowie używają swobody decyzyjnej w procesie raportowania finansowego i kształtowania transakcji, aby zmieniać wartość sprawozdań finansowych albo w celu wprowadzenia w błąd interesariuszy firmy odnośnie podstaw kondycji przedsiębiorstwa, lub w celu wpływu na efekty innych kontraktów, zależne od raportowanych wyników działalności” (za: Healy, Wahlen 1999; tłumaczenie: J. Lizińska). Podkreślić należy, iż tak rozumiane zarządzanie zyskami obejmuje działania o charakterze legalnym.

Charakter zjawiska zarządzania wynikiem sprawia, iż spółki raczej nie informują o takich działaniach. Ponadto, część rozbieżności pomiędzy księgowym wynikiem finansowym a rzeczywistymi przepływami nie musi wynikać z chęci wprowadzenia w błąd interesariuszy spółki. Stąd też niezmiernie trudno osobom z zewnątrz jest ocenić, czy sprawozdania finansowe wiernie odzwierciedlają kondycję spółki. Nie jest możliwe bezpośrednio zbadanie zjawiska manipulowania zyskami. Jego pomiar wymaga z reguły zastosowania pewnych miar pośrednich (*proxy*).

Sprawozdania finansowe mogą odgrywać znaczącą rolę w łagodzeniu konfliktów interesu pomiędzy menedżerami i właścicielami spółek (DeAngelo 1986) poprzez oddziaływanie na skalę nasilenia asymetrii informacji. Kolejna emisja akcji (*seasoned equity offering*, SEO) należy do tego typu zdarzeń, które z reguły wiążą się ze zwiększonym zainteresowaniem inwestorów kondycją spółki. Tym samym, w okresach okołemisyjnych mogą istnieć silniejsze przesłanki ku temu, by menedżerowie agresywniej kształtowali zyski.

Niemożliwym jest jednak permanentne zawyżanie wyników bez związku z analogicznym wzrostem przepływów pieniężnych. Stąd też – o ile do manipulowania zyskami w związku z emisją doszło – w okresach późniejszych zauważalne powinno być relatywne odwrócenie zjawiska.

Zagadnienia związane z jakością sprawozdań finansowych i poziomem ładu korporacyjnego stały się szczególnie szeroko dyskutowane w kontekście ostatniego kryzysu finansowego. Można powiedzieć, iż generalnie zwiększył on świadomość znaczenia rzetelności raportów finansowych generowanych przez spółki, w tym również przez emitentów giełdowych. W konsekwencji można oczekiwać, iż kształtowanie wyniku w celach oportunistycznych, związanych między innymi z emisją akcji, powinno ulec ograniczeniu w latach pokryzysowych.

Celem badań była odpowiedź na pytanie, czy dla spółek dokonujących kolejnych emisji akcji zaobserwować można zjawisko zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych, a jeżeli tak, to czy jego skala różniła się przed i po załamaniu na rynkach finansowych. Badania prowadzono dla spółek notowanych na rynkach wschodzących i dokonujących kolejnej emisji akcji w latach 2005–2011. W okresie badawczym oraz w wyróżnionych podokresach 2005–2006 i 2010–2011 obserwowano poziom *accruals* oraz badano skłonność do przekraczania wartości progowych w okresie okołomisyjnym.

W dalszej części opracowania zawiarto opis metody badań. Następnie przedstawiono wyniki badań nad istnieniem zjawiska manipulowania zyskami w okresach okołomisyjnych przez spółki dokonujące SEO poprzez obserwację poziomu *accruals* (w punkcie 2) oraz analizę nasilenia tendencji do przekraczania wartości progowych (w punkcie 3). Rezultaty porównania poziomu *accruals* oraz miar obrazujących przekraczanie wartości progowych zaprezentowano odpowiednio w punkcie 4 oraz 5. Ostatnia część zawiera konkluzje i wnioski końcowe.

1. Metoda badań

Źródłem danych do badań była baza Capital IQ. Próba badawcza składała się z kolejnych emisji akcji dokonanych w latach 2005–2011 na rynkach wschodzących (*emerging markets*). Do próby badawczej 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 specyfikę tego kraju). Podstawą wyróżnienia rynków była klasyfikacja sporządzona przez Morgan Stanley Capital International (MSCI), według stanu na 2013. Z próby wyeliminowano te emisje, które następowały w okresie krótszym niż trzy lata po dokonaniu poprzedniej emisji akcji. Łącznie pierwotna próba badawcza objęła 1366 kolejnych emisji.

Porównanie wyniku finansowego osiągniętego przez spółkę z wynikiem, który byłby wykazany w warunkach nieistnienia w tym zakresie swobody menedżerów, nie jest najczęściej możliwe. Przyjęto, iż *proxy* dla zysków operacyjnych, jakie byłyby odnotowane

w sytuacji, gdyby do zarządzania zyskami nie dochodziło, będą stanowiły przepływy z działalności operacyjnej (Healy 1983, 1985). Wynika to z faktu, iż menedżerom łatwiej jest dokonywać przesunięć międzyokresowych w zakresie kategorii kształtujących zysk, a zdecydowanie trudniej manipulować przepływem rzeczywistej gotówki transferując między okresami przepływy środków pieniężnych. Jako podstawową miarę skali nasilenia zjawiska zarządzania zyskami przyjęto w związku z tym różnicę pomiędzy zyskiem operacyjnym a przepływami z działalności operacyjnej, skalowaną aktywami spółki z początku roku (MZ1). Generalnie, z zysków mogą być wydzielone przepływy operacyjne oraz odpowiednie korekty (tzw. przesunięcia międzyokresowe, *total accruals*, ACC), które mogą mieć jednak dwojaki charakter ze względu na stopień swobody menedżerów w zakresie kształtowania ich poziomu. Do dokonania niektórych z nich zarządzający są zobligowani, gdyż są one narzucone przez prawo (tzw. *non-discretionary accruals*, NDA), przykładowo – trwałe składniki majątkowe powinny podlegać odpisom amortyzacyjnym. Pozostałe mają charakter fakultatywny (tzw. *discretionary accruals*, DA), gdyż menedżerowie mają swobodę decyzyjną w zakresie szeregu konkretnych rozwiązań. Przykładowo, prawo daje swobodę wyboru konkretnego sposobu naliczania odpisów amortyzacyjnych. Swoboda decyzyjna w zakresie korekt typu DA sprawia, iż menedżerowie mają do pewnego stopnia – dozwoloną prawem – możliwość transferu zysków pomiędzy okresami. Przyjęta miara pomiaru poziomu przesunięć międzyokresowych (MZ1) zawiera jednakże zarówno korekty, co do których zarządzający mają swobodę, jak i te, do przeprowadzenia których są zobligowani. Przyjęto (za Healy 1983, 1985 oraz DeAngelo 1986), iż poziom korekt obligatoryjnych pozostaje relatywnie niezmienny w czasie. Stąd też różnice pomiędzy łączną wartością przesunięć międzyokresowych obserwowane między sąsiadującymi ze sobą okresami powinny zasadniczo wynikać ze zmiany poziomu fakultatywnych przesunięć międzyokresowych, co stanowi sedno niniejszych badań.

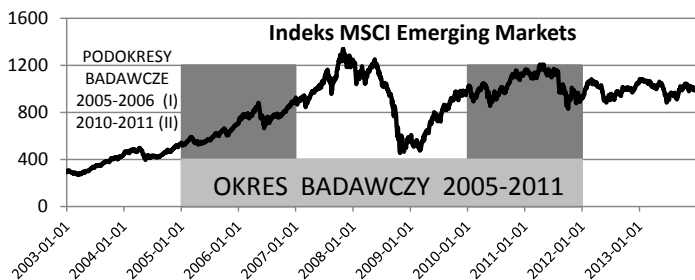
W toku badań zastosowano również dodatkowe, wspomagające miary pozwalające oszacować nasilenie zjawiska zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych. Miary te odwołują się do pewnych wartości progowych (*thresholds*). Zysk wypracowany przez przedsiębiorstwo w danym okresie jest często porównywany do pewnych benchmarków, których osiągnięcie może kreować dla niektórych grup interesariuszy firmy szczególną wartość. Badania w tym zakresie prowadzili chociażby Burgstahler i Dichev (1997) czy DeGeorge, Patel i Zeckhauser (2007). Przykładowo, wypracowanie zysku może przekładać się na otrzymanie przez menedżerów dodatkowej premii. Uniknięcie straty, czy osiągnięcie zysku, przynajmniej na poziomie nie niższym niż ten odnotowany w okresie poprzednim, ma również często znaczenie po części psychologiczne.

Wartością progową może być więc zysk z poprzedniego okresu, wynik finansowy na poziomie nieznacznie chociaż przekraczającym zero czy wielkość prognozowaną przez analityków. Z uwagi na dostępność informacji, w niniejszych badaniach zastosowano tylko dwa pierwsze podejścia. Obserwowano zmianę zysku netto w porównaniu do roku poprzedniego (MZ2) oraz rozkład wartości zysku netto przypadającego na jedną akcję – EPS (MZ3).

Rok dokonania kolejnej emisji akcji oznaczono jako Y0. Miary MZ1 oraz MZ2 oszacowano dla okresów: od dwóch lat przed do dwóch lat po roku SEO (od Y-2 do Y+2). Rozkład zysku na akcję (MZ3) w okresach okołemisyjnych zaprezentowano na histogramie dla roku bezpośrednio poprzedzającego rok dokonania IPO (Y-1) i dla roku następującego dwa lata po SEO (Y+2). Jeżeli w okresach okołemisyjnych do zarządzania zyskiem dochodziło, wówczas poziom miar zjawiska zarządzania zyskami dla lat Y-1 i Y0 powinien być wyższy w porównaniu do wartości osiągniętych dwa lata przed debiutem. Ponieważ niemożliwe jest nieprzerwane zawyżanie wyników bez związku z analogicznym wzrostem przepływów pieniężnych, stąd można oczekiwać, iż w okresach następujących po emisji zauważalne powinno być relatywne osłabienie skali zjawiska zarządzania zyskami.

W badaniu zastosowano klasyczny test t-Studenta (w tabelach jako t-Stud), test znakowanych rang Wilcoxon (dalej WSR) oraz test Manna-Whitneya (dalej MW).

Dokonano identyfikacji przypadków skrajnych z zastosowaniem odstępów międzykwartylowego (IQR). Przypadkiem skrajnym określono wartość miernika niższą od $Q1 - 2,5 \times IQR$ lub wyższą od $Q3 + 2,5 \times IQR$, gdzie $Q1$ i $Q3$ oznaczają odpowiednio kwartył pierwszy i trzeci. Podczas szacowania wartości przeciętnych i procedury testowania, przypadki skrajne eliminowano (panele A w tab. 1-4) lub poddawano winsoryzacji (panele B w tab. 1-4). Dla tego drugiego przypadku – z uwagi na objętość opracowania – w tabelach zaprezentowano statystyki skrócone. Na rysunkach 2-4 przedstawiono wartości dla procedury eliminacji.



Rysunek 1. Wahania poziomu indeksu MSCI Emerging Markets w okresie badawczym

Źródło: opracowanie własne.

Badaniem objęto kolejne emisje akcji dokonywane w latach 2005–2011, stąd też dane finansowe objęły lata 2003–2013. W celu zbadania, czy istnieją przesłanki świadczące o tym, iż w odniesieniu do emisji dokonywanych w latach następujących po największym załamaniu na światowych rynkach zauważyć można było ograniczenie skali zjawiska kształtowania wyniku w związku z planowanymi przez spółkę działaniami, w podstawowym okresie badawczym wydzielono podokresy. Pierwszy obejmował lata 2005–2006 (I), a drugi 2010–2011 (II). Okres badawczy oraz podokresy badawcze zobrazowano na rysunku 1 na

tle wahań poziomu indeksu MSCI Emerging Markets. Cały okres badawczy obejmował zarówno hossę, jak i bessę na wschodzących rynkach kapitałowych. W obydwu podokresach badawczych dominowała tendencja wzrostowa lub przynajmniej względna stabilizacja na rynkach.

2. Poziom *accruals*

W tabeli 1 przedstawiono wartości poziomu *accruals* dla pięciu lat okołoemisyjnych dla SEO dokonywanych na rynkach wschodzących w latach 2005–2011. Relatywny poziom przesunięć międzyokresowych był wyższy w roku przeprowadzenia kolejnej emisji akcji i w roku bezpośrednio poprzedzającym SEO względem wartości odnotowanych dwa lata przed i po emisji.

Tabela 1

Poziom *accruals* (MZ1) dla kolejnych emisji akcji dokonywanych w okresie 2005–2011

Okres 2005–2011	Y–2	Y–1	Y0	Y+1	Y+2
Panel A: Eliminacja					
Średnia [%]	0,2	1,4	2,4	1,0	0,0
Mediana [%]	–0,7	0,1	1,0	0,3	–0,5
Odch. std. [%]	12,0	12,8	13,2	10,0	9,4
Skośność	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3
Kurtoza	1,4	1,2	1,1	0,8	1,2
p-value (t-Stud)	0,682	0,000	0,000	0,002	0,932
		***	***	***	
p-value (WSR)	0,162	0,050	0,000	0,037	0,339
		*	***	**	
N	1016	1079	1096	1090	882
Panel B: Winsoryzacja					
Średnia [%]	1,2	2,0	3,2	1,7	0,4
Mediana [%]	–0,5	0,3	1,2	0,5	–0,4
p-value (t-Stud)	0,008	0,000	0,000	0,000	0,278
	***	***	***	***	
p-value (WSR)	0,808	0,009	0,000	0,001	0,763
		***	***	***	
N	1077	1126	1140	1141	913

Istotność statystyczna na poziomie 1% (***), 5% (**), 10% (*).

Źródło: opracowanie własne.

3. Skłonność do przekraczania wartości progowych

W kolejnym kroku badawczym obserwowano nasilenie tendencji do przekraczania wartości progowych w pierwszej kolejności poprzez odniesienie wartości zysku netto do poziomu wyniku z roku poprzedniego. Rezultaty badań dla SEO dokonywanych w okresie 2005–2011 na rynkach wschodzących zawarto w tabeli 2.

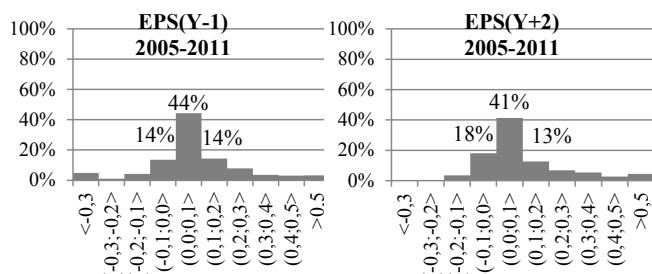
Tabela 2

Zmiana zysku netto (MZ2) dla kolejnych emisji akcji dokonywanych w okresie 2005–2011

Okres 2005–2011	Y–2	Y–1	Y0	Y+1	Y+2
Panel A: Eliminacja					
Średnia [%]	2,6	7,8	1,5	–7,2	–15,4
Mediana [%]	4,6	7,5	4,8	–1,5	–8,7
Odch. std. [%]	125,1	135,7	122,7	118,3	103,9
Skośność	0,0	0,1	0,0	–0,1	–0,1
Kurtoza	2,1	1,8	1,6	1,4	1,5
p-value (t-Stud)	0,507	0,060	0,684	0,040	0,000
		*		**	***
p-value (WSR)	0,342	0,082	0,354	0,057	0,000
		*		*	***
N	1018	1067	1124	1145	913
Panel B: Winsoryzacja					
Średnia [%]	4,6	4,3	7,2	–12,7	–16,4
Mediana [%]	5,1	6,4	6,7	–2,1	–9,0
p-value (t-Stud)	0,407	0,469	0,139	0,005	0,001
				***	***
p-value (WSR)	0,195	0,190	0,081	0,010	0,000
			*	**	***
N	1162	1221	1251	1258	1011

Istotność statystyczna na poziomie 1% (***), 5% (**), 10% (*).

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Rozkład EPS (MZ3) dla kolejnych emisji akcji dokonywanych w okresie 2005–2011

Źródło: opracowanie własne.

Rezultaty skłaniają do konkluzji, iż w roku SEO i w roku bezpośrednio poprzedzającym, przedsiębiorstwa przeciętnie częściej raportowały przyrosty zysku netto. Zmniejszenie zysku następowało natomiast w roku następującym bezpośrednio po emisji, a spadek zysku potęgował się jeszcze w roku kolejnym.

Analiza rozkładu zysku netto przypadającego na jedną akcję pozwala zauważyć, iż dla SEO dokonywanych w całym okresie badawczym, tendencja do wykazywania pozytywnych EPS w roku bezpośrednio poprzedzającym emisję była nieznacznie silniejsza od tej odnotowanej dla roku Y+2. Po emisji, odsetek spółek wykazujących negatywny EPS był większy. Szczegółowe wartości rozkładu EPS w przyjętych przedziałach naniesiono na rysunku 2.

4. Zróźnicowanie poziomu *accruals* w latach okółkryzysowych

Rezultaty pomiaru przeciętnych wartości poziomu *accruals* dla SEO dokonanych w podokresach 2005–2006 (I) oraz 2010–2011 (II) przedstawiono w tabeli 3. Przeciętny (wyrażony średnią i medianą) poziom przesunięć międzyokresowych dla emisji przeprowadzonych w podokresach I oraz II został zilustrowany na rysunku 3.

Tabela 3

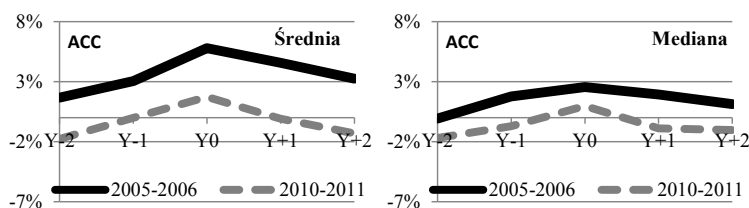
Poziom *accruals* (MZ1) dla kolejnych emisji akcji – porównanie podokresów

Podokres:	I		II		I		II		I		II	
	Y-2	Y-1	Y-2	Y-1	Y0	Y0	Y+1	Y+1	Y+2	Y+2	Y+2	Y+2
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Panel A: Eliminacja												
Średnia [%]	1,7	-1,8	3,0	0,0	5,8	1,7	4,6	-0,1	3,3	-1,3		
Mediana [%]	-0,1	-1,7	1,8	-0,7	2,5	1,0	1,9	-0,9	1,1	-1,0		
Odch. std. [%]	11,4	10,5	12,6	11,5	16,0	12,1	13,3	10,1	11,6	8,2		
Skośność	0,2	0,1	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,1	0,7	-0,1		
Kurtoza	0,5	1,6	1,3	1,1	0,4	1,0	1,5	0,7	0,7	1,1		
p-value (t-Stud)	0,096	0,000	0,004	0,993	0,000	0,001	0,000	0,829	0,001	0,004		
p-value (WSR)	*	***	***		***	***	***		***	***		
p-value (MW)	0,279	0,000	0,034	0,253	0,000	0,004	0,000	0,280	0,011	0,004		
N	***	***	**		***	***	***		**	***		
	0,002		0,012		0,024		0,000		0,000			
	***		**		**		***		***			
	130	515	144	540	149	545	149	562	155	330		
Panel B: Winsoryzacja												
Średnia [%]	3,7	-0,4	3,3	0,5	6,9	2,5	5,9	0,5	4,2	-1,0		
Mediana [%]	0,3	-1,3	1,8	-0,7	3,0	1,2	2,3	-0,7	1,6	-1,0		
p-value (t-Stud)	0,000	0,961	0,006	0,420	0,000	0,000	0,000	0,304	0,000	0,047		
	***		***		***	***	***		***	**		

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
p-value (WSR)	0,029	0,045	0,029	0,555	0,000	0,001	0,000	0,748	0,003	0,012
	**	**	**		***	***	***		***	**
p-value (MW)	0,003		0,021		0,027		0,000		0,000	
	***		**		**		***		***	
N	137	553	149	563	154	563	157	578	161	343

Istotność statystyczna na poziomie 1% (***), 5% (**), 10% (*).

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 3. Zmiana przeciętnego poziomu *accruals* (MZ1) dla kolejnych emisji – porównanie podokresów

Źródło: opracowanie własne.

Porównanie miar MZ1 dla emisji przeprowadzonych w dwóch podokresach generalnie skłania do wnioskowania o większym nasileniu zjawiska kształtowania wyników w latach poprzedzających największe załamanie na giełdach. Wyniki skłaniają do wrażenia opinii, iż spółki zdecydowanie agresywniej kształtowały wówczas wyniki przed emisją. Nasilenie zjawiska w okresie przedemisyjnym dla SEO dokonywanych po szczycie załamania finansowego było zdecydowanie słabsze. W odniesieniu jednak i do jednej i do drugiej grupy badawczej mówić można o relatywnym zwiększeniu skali manipulowania w roku Y-1 i Y0 względem roku SEO w porównaniu do wartości estymowanych dla roku Y-2 i Y+2, co jest spójne z wnioskami wysnuwanymi dla emisji dokonywanych w całym siedmioletnim okresie badawczym. Swoboda kształtowania zysków w latach przed- i pokryzysowych była jednak zdecydowanie odmienna.

5. Zróżnicowanie nasilenia skłonności do przekraczania wartości progowych w latach okołokryzysowych

W tabeli 4 przedstawiono rezultaty pomiaru zmian zysku netto dla kolejnych emisji akcji dokonanych w latach 2005–2006 (I) oraz 2010–2011 (II) przez spółki notowane na giełdach wschodzących. Wahania przeciętnych wartości miernika MZ2 (średnia i mediana) zaprezentowano dodatkowo na rysunku 4.

Tabela 4

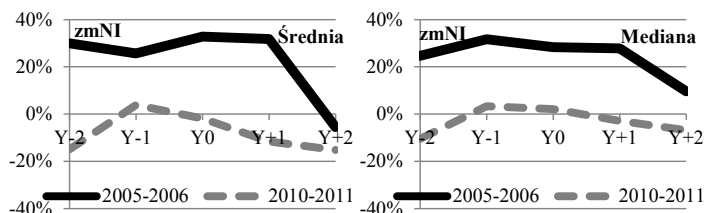
Zmiana zysku netto (MZ2) dla kolejnych emisji akcji – porównanie podokresów

Podokres:	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
	Y-2		Y-1		Y0		Y1		Y2	
Panel A: Eliminacja										
Średnia [%]	29,9	-15,0	25,7	3,8	32,8	-1,8	31,8	-11,7	-5,6	-15,2
Mediana [%]	24,6	-10,5	31,7	3,3	28,4	2,1	27,8	-2,9	9,6	-6,9
Odch. std. [%]	128,3	123,1	118,2	133,4	99,5	117,0	94,6	113,9	98,4	104,2
Skośność	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,7	0,2
Kurtoza	1,8	2,1	1,5	2,0	0,7	1,7	1,5	1,5	2,4	1,6
p-value	0,007	0,006	0,010	0,506	0,000	0,713	0,000	0,014	0,470	0,007
(t-Stud)	***	***	**		***		***	**		***
p-value	0,002	0,002	0,002	0,562	0,000	0,806	0,000	0,020	0,870	0,002
(WSR)	***	***	***		***		***	**		***
p-value	0,000		0,012		0,000		0,000		0,025	
(MW)	***		**		***		***		**	
N	137	521	143	545	150	553	159	576	165	346
Panel B: Winsoryzacja										
Średnia [%]	38,2	-22,9	47,1	5,5	42,9	11,4	30,3	-20,1	2,4	-21,6
Mediana [%]	29,2	-12,4	35,9	3,8	33,3	6,7	27,7	-4,0	10,8	-7,6
p-value	0,009	0,003	0,001	0,494	0,000	0,093	0,004	0,001	0,818	0,003
(t-Stud)	***	***	***		***	*	***	***		***
p-value	0,002	0,001	0,000	0,449	0,000	0,111	0,000	0,002	0,568	0,001
(WSR)	***	***	***		***		***	***		***
p-value	0,000		0,003		0,003		0,000		0,007	
(MW)	***		***		***		***		***	
N	152	598	166	613	173	618	180	632	183	378

Istotność statystyczna na poziomie 1% (***), 5% (**), 10% (*).

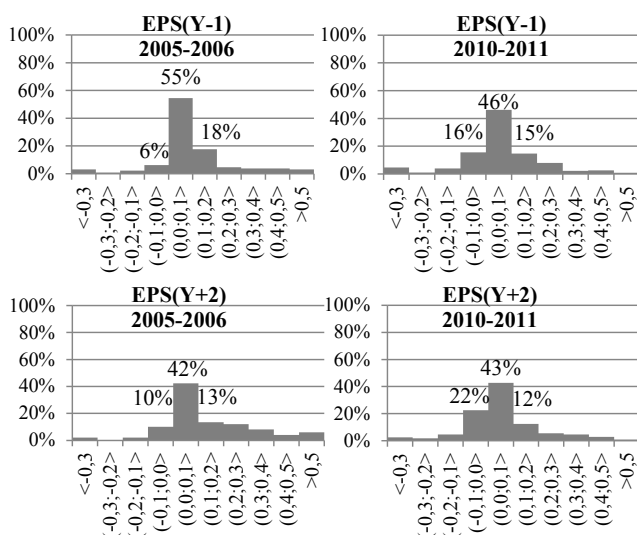
Źródło: opracowanie własne.

Wzrosty zysku netto przed debiutem były niewspółmiernie większe, a spadki wyniku po debiucie zdecydowanie mniejsze dla emisji przed załamaniem na rynkach (I vs. II). Na tak znaczne różnice w poziomie wskaźników dynamiki wpływ miało zapewne generalne osłabienie kondycji wielu przedsiębiorstw na skutek globalnego kryzysu. Choć możliwości przedsiębiorstw do przekraczania poziomu zysku roku poprzedniego wydają się być mocno ograniczone w okresie pokryzysowym, to jednak zmiany wartości miernika MZ2 uwypuklają nasilenie tendencji do przekraczania progowego zysku roku poprzedniego w okresach okołemisyjnych (Y-1 i Y0) dla SEO dokonywanych w obydwu podokresach.



Rysunek 4. Przeciętna zmiana zysku netto (MZ2) dla kolejnych emisji akcji – porównanie podokresów

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 5. Rozkład EPS (MZ3) dla kolejnych emisji akcji – porównanie podokresów

Źródło: opracowanie własne.

Rozkład wartości zysku netto przypadającego na jedną akcję, raportowanego w latach Y-1 i Y+2 względem daty emisji, zarówno dla podokresu I jak i II, potwierdza wnioski wyprowadzone na podstawie wyników tabeli 4. Większy odsetek spółek wykazywał wartości EPS nieznacznie przekraczające poziom zerowy w okresach przedemisyjnych niż po powiększeniu kapitału. Jednocześnie, odsetek spółek raportujących nieznacznie negatywny EPS był po emisji większy dla SEO przeprowadzanych zarówno przed, jak i po nasileniu kryzysu.

Uwagi końcowe

W badaniach porównano skalę zjawiska zarządzania zyskami przez spółki dokonujące kolejnej emisji akcji (SEO) na giełdach lokowanych w krajach określanych mianem wschodzących. Posłużono się w tym celu klasyfikacją krajów opracowaną przez MSCI. Próbę badawczą tworzyły spółki powiększające kapitał własny w latach 2005–2011. Dla każdego takiego przypadku SEO, dla pięciu lat okołoemisyjnych, szacowano poziom przesunięć międzyokresowych oraz obserwowano nasilenie tendencji do przekraczania wartości progowych.

Zaobserwowano istotne statystycznie nasilenie agresywnego sposobu zarządzania zyskami w okresach okołoemisyjnych, zarówno dla SEO dokonywanych w całym okresie badawczym, jak i w podokresach 2005–2006 i 2010–2011. Wyniki sugerują, iż dla SEO przeprowadzanych po okresie największego załamania na rynkach finansowych skala zjawiska kształtowania wyniku w związku z budowaniem korzystnego wizerunku firmy przed kolejną emisją akcji uległa pewnemu ograniczeniu.

Wyniki skłaniają do kontynuowania i pogłębienia badań nad zjawiskiem kształtowania wyniku finansowego w związku z realizacją przez przedsiębiorstwo istotnych decyzji finansowych, których przykładem może być emisja kolejnych pakietów akcji.

Literatura

- Ball R. Shivakumar L. (2005), *Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness*, „Journal of Accounting and Economics” no. 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”, no. 4, s. 299–326.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., Schabek T. (2011), *Earnings Management in Polish Companies*, „Comparative Economic Research” vol. 14, no. 3, s. 137–150.
- DeAngelo L.E. (1986), *Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*, „Accounting Review”, s. 400–420.
- Gajdka J. (2012), *Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” nr 51, s. 303–311.
- Healy P.M., Wahlen J.M. (1999), *A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*, „Accounting Horizons” vol. 13, no. 4, s. 365–383.
- Nurazi M.R., Santi F., Deswita L. (2014), *Seasoned equity offerings. Between agency theory, windows of opportunity, and firm size*, <http://repository.unib.ac.id/7624/> (10.04.2015).
- Shu P.G., Chiang S.J. (2014), *Firm size, timing, and earnings management of seasoned equity offerings*, „International Review of Economics & Finance” no. 29, s. 177–194.
- Vander Bauwhede H., Willekens M., Gaeremynck A. (2003), *Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management*, „International Journal of Accounting” no. 38, s. 1–22.

EARNINGS MANAGEMENT IN SEO FIRMS ON EMERGING MARKETS IN PRE- AND POST-CRISIS YEARS

Abstract: *Purpose* – The research aimed at answering if earnings management was practised by companies issuing seasoned equities (SEOs) and if yes, if there was a difference in the pervasiveness of this phenomenon in the pre- and post-crisis years.

Design/methodology/approach – The data sample covered companies issuing on emerging markets between 2005 and 2011. Accruals were estimated and the inclination to exceed thresholds was observed during the sample period and in subperiods (2005–2006 and 2010–2011).

Findings – It can be concluded that accruals and the tendency to exceed threshold were both more evident in the year of the issuing. The level of earnings management proxies was lower for the years after the peak of the crisis.

Originality/value – The research was done for a wide sample of 19 emerging markets indexed by MSCI. Earnings management was observed for the pre- and post-crisis years.

Keywords: capital market, equity offering, SEO, emerging markets, earnings management

Cytowanie

Lizińska J. (2015), *Zarządzanie zyskami w okresie okołokryzysowym przez spółki dokonujące kolejnej emisji akcji na rynkach wschodzących*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 101–113; www.wneiz.pl/frfu.

