

KSZTAŁTOWANIE WYNIKU BILANSOWEGO A DYFERENCJACJA FORM PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH

Tomasz Sosnowski
Zakład Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
Uniwersytet Łódzki

Abstrakt. W opracowaniu zaprezentowane zostały rezultaty prac badawczych zorientowanych na ocenę wykorzystania zróżnicowanych strategii zarządzania zyskiem w procesie wprowadzenia akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu oraz ich powiązań z formą realizacji pierwszej oferty publicznej. Wyniki badań wskazują, iż sprzedaż akcji spółki przez dotychczasowych właścicieli w ramach pierwszej oferty publicznej jest bardziej prawdopodobna w przypadku przedsiębiorstw stosujących agresywną strategię zarządzania raportowanym wynikiem. Z kolei emisja nowych akcji częściej występowała w tych podmiotach, w których zaobserwowano ujemną wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych. Badania empiryczne zostały przeprowadzone na grupie 221 spółek, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w latach 2005–2015.

Słowa kluczowe: pierwsza oferta publiczna, zarządzanie zyskiem, emisja nowych akcji, sprzedaż akcji

WSTĘP

Strategie rozwoju przedsiębiorstw realizowane na publicznym rynku papierów wartościowych od wielu lat znajdują się w centrum zainteresowań środowiska naukowego na całym świecie. Pomimo licznych badań teoretyczno-

-empirycznych poświęconych problematyce pierwszych ofert publicznych, niedostateczna wiedza o nich nadal inspiruje i wyzwala wiele inicjatyw zmierzających do wypełnienia istniejącej luki badawczej. Ten niedostatek badań dotyczy szczególnie motywów oraz praktyki podejmowania decyzji finansowych przed wprowadzeniem akcji spółki do publicznego obrotu oraz następstw tych działań.

Zasadniczym celem opracowania jest ocena wykorzystania praktyki zarządzania zyskiem w procesie wprowadzania akcji spółki po raz pierwszy do publicznego obrotu oraz zbadanie powiązań tej strategii z formą realizacji pierwszej oferty publicznej. Osiągnięciu tego celu sprzyjać ma ocena intencjonalnego kształtowania wyniku finansowego w okresie poprzedzającym debiut spółki na giełdzie papierów wartościowych. Jego wartość ma istotne znaczenie dla licznych podmiotów i jednostek funkcjonujących w otoczeniu przedsiębiorstwa, a zwłaszcza zarządu oraz dotychczasowych i przyszłych akcjonariuszy spółki, którzy podejmując decyzje finansowe w warunkach asymetrii informacji, muszą liczyć się z ich konsekwencjami w późniejszym czasie.

Dla realizacji celu opracowania sformułowane zostały dwie hipotezy badawcze. Hipoteza pierwsza (H1) zawiera twierdzenie, iż strategia agresywnego kształtowania wyniku finansowego stosowana jest głównie w spółkach realizujących emisję nowych akcji w ramach pierwszej oferty publicznej. Za sformułowaniem hipotezy w tej formie przemawia fakt, iż menedżerowie spółek dla pozyskania z rynku giełdowego dodatkowego kapitału do spółki celowo raportują osiągnięcie wysokich wyników finansowych, by w przyszłości móc wykorzystać zgromadzone środki do realizacji wcześniej przyjętych celów, bez konieczności kontynuowania działalności w warunkach występowania istotnych ograniczeń finansowych lub niedoboru kapitału. Z kolei w myśl drugiej hipotezy badawczej (H2), intencjonalne kształtowanie wyników finansowych w stopniu umiarkowanym jest dostrzegane w sytuacji, gdy pierwsza oferta publiczna akcji spółki związana jest z redukcją zaangażowania kapitałowego dotychczasowych akcjonariuszy. Prezentowane do tej pory wyniki badań pokazują, iż dla akcjonariuszy dążących do sprzedaży swoich udziałów w danej spółce akcyjnej wprowadzenie po raz pierwszy jej akcji do publicznego obrotu stanowi zaledwie rozpoczęcie tego procesu, a właściwa redukcja ich zaangażowania kapitałowego następuje na ogół w terminie późniejszym [Sosnowski 2015]. Zbyt agresywna polityka zarządzania wynikami finansowymi przed debiutem spółki na giełdzie papierów wartościowych, może generować negatywne skutki dla długookresowej wyceny papierów wartościowych danego podmiotu i tym samym niekorzystnie wpływać na realizowane w przyszłości transakcje sprzedaży akcji spółki przez jej dotychczasowych akcjonariuszy.

KSZTAŁTOWANIE WYNIKÓW FINANSOWYCH NOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Zagadnienie kształtowania wyniku finansowego (ang. *earnings management*) jest istotnym elementem badań naukowych zorientowanych na rozpoznanie instrumentów i mechanizmów podejmowania określonych decyzji finansowych przez przedsiębiorstwa. O stosowaniu tej praktyki mówi się wówczas, gdy menedżerowie przedsiębiorstwa poprzez celowy wybór odpowiednich rozwiązań w zakresie sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa lub intencjonalną strukturyzację realizowanych transakcji gospodarczych wpływają na zmianę wielkości raportowanych wyników finansowych [Healy i Wahlen 1999]. Możliwość ta wynika głównie ze stosowania zasady memoriału, konieczności wykorzystania oszacowań księgowych, profesjonalnego osądu oraz swobody jednostki w kształtowaniu stosowanej polityki rachunkowości w niektórych jej obszarach [Grabiński 2016].

Aktywne kształtowanie wyniku finansowego przedsiębiorstwa jest elementem polityki informacyjnej zarządu danej jednostki. Poprzestawanie bowiem na stosowaniu mierników bilansowych w praktyce zarządzania finansami napotyka na pewne ograniczenia związane, chociażby ze skoncentrowaniem ich uwagi na przeszłości, czy abstrahowaniem od ryzyka oraz kosztu i struktury kapitału [Sajnóg 2015]. Kwestią otwartą pozostaje jednak pytanie, czy praktyka zarządzania zyskiem ma na celu zwiększenie dostępności informacji o przedsiębiorstwie dla jego otoczenia, czy też podejmowane działania mają charakter oportunistyczny.

Bez wątplenia zarząd przedsiębiorstwa ma uprzywilejowaną pozycję w dostępie do prywatnych informacji o przedsiębiorstwie, możliwości oceny perspektyw jego rozwoju oraz przyszłych wyników finansowych. Kształtowanie zysków bilansowych może być wykorzystane jako narzędzie, dzięki któremu informacje wewnętrzne, prawdziwe i istotne dla zewnętrznych użytkowników sprawozdania finansowego są im przekazywane [Arya, Glover i Sunder 2003]. Celem podjęcia działań w tym obszarze jest zwiększenie wartości informacyjnej wyniku bilansowego komunikowanego otoczeniu oraz wyeliminowanie jego fluktuacji w ujęciu krótkookresowym [Subramanyam 1996].

Celowe kształtowanie raportowanego wyniku finansowego jako forma komunikacji zorientowana na kreowanie wartości dla akcjonariuszy wymaga, aby zarządzający, podejmując określone decyzje wywołujące skutki dla sprawozdawczości, kierowali się swoistym „kompasem moralnym dla rachunkowości” i przestrzegali powszechnie akceptowane normy społeczne [Sunder 2010]. Jednakże realizacja tej zasady w praktyce, gdzie występuje klasyczny przykład relacji typu agent-pryncypał, jest kwestią trudną do spełnienia. W literaturze podmiotu powszechnie akceptowany jest pogląd, iż menedżerowie, podejmując określone decyzje, kierują się przede wszystkim własnym interesem, przy ograniczonym odniesieniu do interesu publicznego, a ich zachowania zorientowane są głównie



na maksymalizację własnej użyteczności [Rudolf 2013; Islam, Ali i Ahmad 2011]. Intencjonalne odstępianie od zasady „wiernego obrazu” poprzez kształtowanie wyniku bilansowego pozwala menedżerom dostosować sprawozdanie finansowe do ich aktualnych potrzeb. Efektem tych działań może być obniżenie wartości poznawczej raportowanego wyniku oraz nieuprawniony transfer „bogactwa” na rzecz członków zarządu kosztem innych użytkowników sprawozdania finansowego [Grabiński 2016], głównie obecnych i przyszłych akcjonariuszy spółki.

Realizacja pierwszej oferty publicznej stwarza sposobność skutecznego zarządzania zyskiem bowiem immanentną cechą tego procesu jest występowanie znaczącej asymetrii informacji [Teoh, Welch i Wong 1998], która jest rezultatem istnienia zróżnicowanej zdolności jego uczestników do gromadzenia, przetwarzania i wykorzystania informacji o przedsiębiorstwie [Yung i Zender 2010]. Brak lub znacząco ograniczona dostępność informacji finansowych o efektach prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej przed wprowadzeniem jej akcji do publicznego obrotu umożliwia menedżerom modyfikowanie prezentowanych inwestorom zewnętrznym zysków w niemalże niewykrywalny sposób, zapewniając bezpośrednio korzyści finansowe zarówno sobie, jak i przedsiębiorstwu [Dechow i Skinner 2000]. Wyniki dotychczasowych badań naukowych poświęconych intencjonalnemu kształtowaniu wyników finansowych przed debiutem spółki na giełdzie papierów wartościowych wskazują, iż praktyka ta jest dość powszechnie stosowana, a jej zasadniczym celem jest uzyskanie lepszej wyceny oferowanych do nabycia inwestorom giełdowym akcji [DuCharme, Malatesta i Sefcik 2001].

W zależności od formy realizacji pierwszej oferty publicznej można wskazać różnych beneficjentów tego typu działań, a związane jest to z redystrybucją wpływów ze sprzedaży akcji do różnych podmiotów. Wynikiem przeprowadzenia pierwszej publicznej subskrypcji, tzn. emisji nowych akcji po raz pierwszy za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, jest zmniejszenie ograniczeń finansowych spółki osiągnięte dzięki zwiększeniu wartości jej kapitałów własnych. Z kolei jeżeli inwestorom giełdowym do nabycia oferowane są akcje już istniejące, znajdujące się w portfelu inwestycyjnym dotychczasowych akcjonariuszy spółki, wówczas należy wskazać na realizację pierwszej publicznej sprzedaży. W wyniku tego typu transakcji, kapitał pozyskany z rynku giełdowego nie powiększa zasobów kapitałowych spółki, lecz wzbogaca jej dotychczasowych akcjonariuszy. W ramach pierwszej oferty publicznej oferowane mogą być zarówno akcje już istniejące, akcje nowej emisji, jak i akcje pochodzące z obu tych źródeł jednocześnie, a określona struktura oferty w zakresie proporcji nowych i „starych” akcji związana jest z motywami podjęcia decyzji o wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu [Huyghebaert i Van Hulle 2006].

Kreowanie wartości spółki poprzez zarządzanie raportowanym zyskiem ma istotny wpływ na decyzje pierwotnych akcjonariuszy spółki, dotyczące utrzymania swojego dotychczasowego zaangażowania kapitałowego w dany

podmiot. Implikowany wzrost rynkowej ceny sprzedaży akcji w pierwszej ofercie publicznej sprawia, iż realizacja strategii wyjścia z inwestycji w tym momencie staje się bardziej atrakcyjna dla dotychczasowych akcjonariuszy spółki, przez co podjęcie decyzji o sprzedaży będących w portfelu inwestycyjnym akcji staje się bardziej prawdopodobne [Klein i Li 2009]. Ponadto, wywołany w ten sposób efekt zwiększenia wartości przedsiębiorstwa nie ma trwałego charakteru, a celowe zwiększanie wartości aktywów oraz raportowanie lepszych rezultatów działalności w czasie poprzedzającym debiut na rynku giełdowym negatywnie wpływa na kształtowanie się wyceny spółki w późniejszym okresie [Teoh, Welch i Wong 1998; Xie 2001; DuCharme, Malatesta i Sefcik 2004].

PRÓBA BADAWCZA I OPIS METODY BADAŃ

Do próby badawczej zakwalifikowane zostały spółki, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2005–2015. Aby zapewnić względną homogeniczność badanych podmiotów z grupy 372 nowych spółek giełdowych wykluczonych zostało 58 spółek zagranicznych, 15 spółek, których debiut na rynku giełdowym nie był związany z przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej oraz 59 spółek będących wcześniej przedmiotem obrotu na rynku *NewConnect* lub *MST-CeTo*. Ze względu na specyfikę działalności z dalszych badań wyłączonych zostało również 5 banków oraz 1 zakład ubezpieczeń. W końcowym etapie doboru podmiotów do badań empirycznych, z tak wyselekcjonowanej próby badawczej wyeliminowanych zostało 14 spółek, dla których nie było możliwe uzyskanie wymaganych danych liczbowych. Po zastosowania przyjętych kryteriów doboru próba badawcza objęła łącznie 221 spółki.

Dla wskazania, w jakim stopniu praktyka kształtowania wyniku finansowego stosowana jest w danym przedsiębiorstwie została wykorzystana wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych (ang. *discretionary accruals*, DACC)¹.

¹ Termin „uznaniowe rozliczenia międzyokresowe” odnosi się do tej części aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, która w sposób celowy została ukształtowana przez zarządzających przedsiębiorstwem i jest wynikiem podjętych przez nich decyzji. Jeżeli przyjmują one wartość dodatnią (pozytywne uznaniowe rozliczenia międzyokresowe) oznacza to, że wykazywany w sprawozdaniu wynik finansowy został intencjonalnie zwiększony. Z kolei ich ujemna wartość (negatywne uznaniowe rozliczenia międzyokresowe) wskazuje na celowe raportowanie niższych wyników finansowych. Tym samym wykorzystywane w opracowaniu określenie „rozliczenia międzyokresowe” nie powinno być utożsamiane z kategorią rozliczeń międzyokresowych wykazywanych zgodnie z ustawą o rachunkowości w bilansie danej jednostki.



W tym celu konieczna jest dezagregacja całkowitych rozliczeń międzyokresowych (ang. *total accruals*, TACC), stanowiących różnicę między wynikiem finansowym netto a wielkością przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, na ich uznaniową oraz nieuznaniową część (ang. *nondiscretionary accruals*, NDACC):

$$TACC = DACC + NDACC$$

Wartość nieuznaniowych rozliczeń międzyokresowych związana jest bezpośrednio ze swoistymi cechami danej jednostki, takimi jak jej struktura i model biznesowy, czy sektor w jakim prowadzi działalność gospodarczą. Z kolei uznaniowe rozliczenia międzyokresowe są efektem celowych działań menedżerów przedsiębiorstwa, którzy przez odpowiednie kształtowanie wybranych pozycji sprawozdania finansowego dążą do przedstawienia określonego wyniku finansowego, dzięki czemu uprzednio założony cel w postaci np. pozyskania dodatkowego finansowania do przedsiębiorstwa, czy dodatkowego wynagrodzenia w postaci premii rocznej może być osiągnięty [Zarowin 2015].

W większości badań empirycznych poświęconych zagadnieniu celowego kształtowania wyniku finansowego do oszacowania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych wykorzystuje się model opracowany przez J. Jonesa [1991], w którym zakłada się, iż wartość nieuznaniowych rozliczeń międzyokresowych wynika ze zmiany wielkości sprzedaży oraz zasobów rzeczowych aktywów trwałych lub jego zmodyfikowaną formułę uwzględniającą ponadto wahania poziomu należności krótkoterminowych [Dechow, Sloan i Sweeney 1995]. Z kolei R. Ball i L. Shivakumar zauważyli, iż podejście to nie jest prawidłowe do analizy podmiotów realizujących pierwszą ofertę publiczną, gdyż analizowane spółki charakteryzują się znaczącą dynamiką rozwoju, ich dobór do próby nie ma losowego charakteru oraz jest uwarunkowany procesami zachodzącymi wewnątrz badanych organizacji, przez co stosowanie powyższych modeli prowadzi do przeszacowania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych [Ball i Shivakumar 2008]. Z tego względu dla realizacji celu badań został zaadaptowany model opracowany przez D.F. Larckera i S.A. Richardsona [2004], który pozwala kontrolować zwiększenie się wartości rozliczeń międzyokresowych dla dynamicznie rozwijających się spółek:

$$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta SALES_t - \Delta AR_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_3 (BV/MV_t) + \beta_4 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

gdzie:

TA_{t-1} – aktywa ogółem na początku okresu,

$\Delta SALES_t$ – zmiana przychodów netto ze sprzedaży w danym okresie,



- ΔAR_t – zmiana należności krótkoterminowych w danym okresie,
 PPE_t – wartość rzeczowych aktywów trwałych w danym okresie,
 BV/MV_t – relacja wartości księgowej do wartości rynkowej w danym okresie,
 OCF_t – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w danym okresie,
 β_0, \dots, β_4 – estymatory parametrów modelu,
 ε_t – czynnik resztowy z równania regresji.

Powyższy model jest rozwinięciem zmodyfikowanego modelu J. Jonesa. Uwzględnienie zmiennej BV/MV w procesie oceny wartości rozliczeń międzyokresowych ma na celu wyeliminowanie błędu polegającego na przeszacowaniu ich wartości na skutek opcji wzrostu działalności przedsiębiorstwa, zmienna OCF natomiast pozwala kontrolować wpływ bieżącej efektywności działalności operacyjnej na badaną kategorię.

Biorąc pod uwagę ograniczoną dostępność informacji o wartości rynkowej spółek nienotowanych na rynku giełdowym, kwestią problematyczną jest określenie relacji wartości księgowej do wartości rynkowej dla poszczególnych podmiotów zaklasyfikowanych do próby badawczej. Na potrzeby badań empirycznych wartość rynkowa została oszacowana jako iloczyn ceny emisyjnej oraz liczby akcji tworzących kapitał podstawowy danej spółki przed jego podwyższeniem na skutek pierwszej publicznej subskrypcji powiększony o wartość księgową kapitału obcego. Jak zauważają N. Huyghebaert i C. Van Hulle [2006] rozwiązanie to nie odzwierciedla w pełni wartości rynkowej spółek, jednakże w pewnym stopniu pozwala przybliżyć jej poziom i z powodzeniem może być wykorzystane w przedmiotowych badaniach empirycznych.

W zastosowanym podejściu wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych stanowi różnica pomiędzy ich całkowitym zaobserwowanym poziomem dla danej spółki a wielkością tej zmiennej oszacowaną na podstawie przyjętego modelu:

$$\begin{aligned} \frac{DACC_t}{TA_{t-1}} = & \frac{TACC_t}{TA_{t-1}} - \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta SALES_t - \Delta AR_t}{TA_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \\ & + \hat{\beta}_3 \left(\frac{BV}{MV_t} \right) + \hat{\beta}_4 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) \end{aligned}$$

W badaniach nad kształtowaniem wyników finansowych dominuje podejście, w którym dla wyeliminowania heterogeniczności podmiotów włączonych do próby badawczej, parametry strukturalne powyższego modelu szacowane są w ujęciu przekrojowym dla danego sektora. Jak wskazuje F. Ecker i inni, podejście to nie zawsze jest najlepszym wyborem, a zalecanym rozwiązaniem jest grupowanie



przedsiębiorstw we względnie homogeniczne zbiory obserwacji według kryterium wielkości przedsiębiorstwa, mierzonej jako suma aktywów w poprzednim okresie [Ecker i inni 2013]. W ramach badań empirycznych dla wskazania wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych dokonano podziału analizowanych podmiotów na 10 grup przedsiębiorstw o zbliżonej wielkości, po czym parametry strukturalne modelu zostały oszacowane w ujęciu przekrojowym dla danej grupy decylowej. Tym samym najpierw oszacowano parametry modelu dla każdej z 10 podgrup odrębnie, a następnie obliczono różnicę między zaobserwowanymi całkowitymi rozliczeniami międzyokresowymi dla danej spółki a ich wielkością wynikającą z równania regresji oszacowanego dla właściwej podgrupy.

W kolejnym etapie badań dla oceny rodzaju strategii zarządzania wynikiem bilansowym stosowanej przez poszczególne spółki, została wykorzystana klasyfikacja zaproponowana przez S.H. Teoh i współpracowników [Teoh, Welch i Wong 1998]. Wszystkie analizowane spółki zostały uszeregowane w porządku niemalejącym według wyznaczonych wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, a następnie podzielone na cztery równoliczne grupy (+/-1 spółka). Pierwszą grupę stanowiły spółki o najniższej wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych, czyli stosujące konserwatywną strategię zarządzania zyskiem (Q1). Z kolei spółki zaklasyfikowane do grupy czwartej, czyli charakteryzujące najwyższym poziomem intencjonalnych rozliczeń międzyokresowych to podmioty, w których przed wprowadzeniem akcji do publicznego obrotu została wdrożona agresywna strategia zarządzania zyskiem (Q4). Z kolei spółki zaklasyfikowane do drugiej i trzeciej grupy (odpowiednio Q2 i Q3) tworzą jednostki, w których raportowany wyniki bilansowy został ukształtowany w stopniu umiarkowanym.

Informacje dotyczące ceny i źródła akcji oferowanych do nabycia inwestorom giełdowym, tzn. akcje nowej emisji, czy akcje już istniejące, pochodziły z ewidencji instrumentów finansowych prowadzonej przez Komisję Nadzoru Finansowego. Pozostałe informacje wykorzystane w badaniach empirycznych pochodziły ze sprawozdań finansowych dostępnych w bazie Notoria Serwis SA.

WYNIKI BADAŃ

Ze względu na przyjęty cel opracowania, badania empiryczne zostały zrealizowane w dwóch etapach. Zasadniczym zadaniem pierwszej części badań było rozpoznanie, czy i w jakim stopniu spółki debiutujące na GPW w Warszawie wykorzystują intencjonalne rozliczenia międzyokresowe dla kształtowania raportowanego wyniku finansowego przed wprowadzeniem ich akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu. Otrzymane rezultaty wskazują na stosowanie bardzo zróżnicowanych strategii w tym obszarze (tabela 1).



TABELA 1. Statystyki opisowe uznaniowych rozliczeń międzyokresowych podmiotów włączonych do próby badawczej z wyszczególnieniem określonych strategii zarządzania zyskiem

Wyszczególnienie	Średnia	Odch. stand.	Mediana	Min.	Maks.	Liczba spółek
Strategia konserwatywna (Q1)	-0,1275	0,0704	-0,1005	-0,3377	-0,0554	55
Strategia umiarkowana (Q2)	-0,0278	0,0138	-0,0285	-0,0520	-0,0006	55
Strategia umiarkowana (Q3)	0,0267	0,0187	0,0237	0,0011	0,0630	55
Strategia agresywna (Q4)	0,1620	0,1089	0,1161	0,0683	0,6094	56
Cała próba	0,0090	0,1239	0,0011	-0,3377	0,6094	221

Źródło: Opracowanie własne.

W badanej grupie przedsiębiorstw nieznacznie przeważały spółki, które zdecydowały się wykorzystać uznaniowe rozliczenia międzyokresowe do tego, by zwiększyć poziom prezentowanego w sprawozdaniu wyniku finansowego (dodatnia wartość DACC). Chociaż w całej analizowanej grupie przedsiębiorstw intencjonalne rozliczenia międzyokresowe stanowiły średnio zaledwie 0,0090 aktywów ogółem badanych spółek, to poziom tego wskaźnika był wyraźnie zróżnicowany i wahał się od -0,3377 do 0,6094. Należy jednakże zauważyć, iż aż w przypadku 110 spółek, czyli 49,77% podmiotów stanowiących próbę badawczą zaobserwowano ujemną wartość badanej zmiennej, co wskazuje na celowe raportowanie niższych wyników finansowych przez te spółki w okresie poprzedzającym wprowadzenie ich akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu.

Druga część analizy empirycznej była ukierunkowana na poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy pomiędzy wykorzystaną strategią celowego kształtowania raportowanego wyniku finansowego a formą zrealizowanej pierwszej oferty publicznej występują ewentualne związki i jaki jest ich charakter. Otrzymane rezultaty uwidoczniły występowanie pewnych zależności w tym obszarze, zarówno w przypadku spółek emitujących nowe akcje, jak i procesów redukcji zaangażowania kapitałowego dotychczasowych akcjonariuszy.

Ogólna analiza form realizacji pierwszych ofert publicznych w badanej grupie przedsiębiorstw wskazuje, iż w zdecydowanej większości przypadków (88,69%) debiut na rynku giełdowym związany był z emisją nowych akcji, a w przypadku 54,75% spółek do nabycia inwestorom giełdowym oferowane były wyłącznie tego typu papiery wartościowe. Sprzedaż akcji będących własnością pierwotnych akcjonariuszy nowych spółek giełdowych zaobserwowana została w przypadku 45,25% analizowanych ofert, przy czym z reguły zbycie to połączone było z emisją nowych akcji przez spółkę. Pierwsze oferty publiczne polegające wyłącznie na sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy stanowiły relatywnie niewielką część wszystkich obserwacji – 11,31%.



TABELA 2. Struktura form realizacji pierwszych ofert publicznych z podziałem na stosowane przez spółki strategie zarządzania zyskiem (w %)

Wyszczególnienie	Wyłącznie publiczna subskrypcja	Wyłącznie publiczna sprzedaż	Oferta łączona	Razem [1+2+3]	Nowa emisja [1+3]	Sprzedaż akcji istniejących [2+3]
	1	2	3	4	5	6
Strategia konserwatywna (Q1)	60,00	9,09	30,91	100,00	90,91	40,00
Strategia umiarkowana (Q2)	63,64	9,09	27,27	100,00	90,91	36,36
Strategia umiarkowana (Q3)	50,91	14,55	34,55	100,00	85,45	49,09
Strategia agresywna (Q4)	44,64	12,50	42,86	100,00	87,50	55,36
Cała próba	54,75	11,31	33,94	100,00	88,69	45,25

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki pogłębionej analizy informacji przedstawionych w tabeli 2 w przekroju wyodrębnionych typów strategii celowego kształtowania wyniku finansowego wskazują, że występuje pozytywna zależność pomiędzy celowym zwiększaniem wyniku finansowego poprzez uznaniowe rozliczenia międzyokresowe a redukcją zaangażowania kapitałowego pierwotnych akcjonariuszy. W przypadku 55,36% spółek stosujących agresywną strategię zarządzania wynikiem bilansowym miała miejsce sprzedaż akcji z portfela inwestycyjnego dotychczasowych współników. Dla spółek stosujących strategię konserwatywną udział ten kształtował się na niższym poziomie i wynosił odpowiednio 40,00%. Występowanie tego typu tendencji potwierdzają również informacje odnoszące się do tych transakcji, w których pierwsze ofert publicznych realizowane były w formie wyłącznie publicznej sprzedaży oraz oferty łączonej.

Na podstawie wyników badań empirycznych zaprezentowanych w tabeli 2 można także stwierdzić, że implementacja agresywnej strategii zarządzania zyskiem w czasie poprzedzającym wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu nie predysponuje do emisji nowych akcji w ramach pierwszej oferty publicznej. Publiczna subskrypcja była częściej obserwowana w tych spółkach, w których intencjonalne rozliczenia międzyokresowe przyjmowały wartości ujemne.



Zależność ta uwidacznia się z większą siłą dla tych przedsiębiorstw, w których pierwotni akcjonariusze w ogóle nie zbywali posiadanych akcji. Sprzedaż akcji pochodzących wyłącznie z nowej emisji została zaobserwowana w przypadku 60,00% spółek stosujących konserwatywną strategię kształtowania wyniku finansowego, wobec odpowiednio 44,64% obserwacji z grupy, gdzie wdrożona została strategia agresywna.

WNIOSKI

Okres licznych zmian organizacyjnych i przekształceń własnościowych związanych z wprowadzeniem po raz pierwszy akcji spółki do publicznego obrotu sprzyja wdrażaniu strategii aktywnego kształtowania wyniku finansowego. Przeprowadzone badania empiryczne wykazały, że menedżerowie spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2005–2015 wykorzystywali uznaniowe rozliczenia międzyokresowe w celu odpowiedniego ukształtowania raportowanych rezultatów dotychczas prowadzonej działalności gospodarczej. Otrzymane wyniki wskazują, jednakże na różne kierunki działań podejmowanych w tym obszarze. Próbę badawczą stanowiły zarówno te przedsiębiorstwa, które usiłowały w ten sposób poprawić prezentowane inwestorom giełdowym wyniki, jak i spółki o ujemnej wartości uznaniowych rozliczeń międzyokresowych.

Przedstawione rezultaty analiz empirycznych wskazują, że pozyskiwanie kapitału do spółki przez emisję nowych akcji częściej występowało w tych podmiotach, w których zaobserwowano ujemną wartość uznaniowych rozliczeń międzyokresowych. Obserwacja ta nie jest zgodna z twierdzeniem zawartym w hipotezie H1, jakoby menedżerowie spółek realizujących pierwszą publiczną subskrypcję dzięki stosowaniu agresywnej strategii kształtowania wyniku finansowego dążyli do pozyskania dodatkowego kapitału do spółki, by zapewnić sobie możliwość osiągnięcia założonych celów bez nadmiernych restrykcji finansowych. Otrzymane rezultaty wskazują raczej, iż działania menedżerów mogą być motywowane innymi czynnikami, do których można zaliczyć zwiększenie szans na przedstawienie lepszych wyników po wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu, czy osiągnięcie bądź przekroczenie wartości oczekiwanych przez innych uczestników rynku giełdowego.

Z kolei sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy sprzyja agresywna strategia zarządzania raportowanym wynikiem. Poczynione w tym obszarze obserwacje również nie są zgodne z przypuszczeniem sformułowanym w hipotezie badawczej H2. Może to oznaczać, iż akcjonariusze ci dążą do wyższej wyceny papierów wartościowych w pierwszej ofercie publicznej, przedkładając możliwość osiągnięcia większych wpływów ze sprzedaży akcji w krótkim okresie nad ewentualne negatywne konsekwencje tego typu działań w przyszłości.



Przedstawione w opracowaniu wyniki wstępnych badań wskazują na potrzebę kontynuowania analiz zorientowanych na poszukiwanie czynników kształtujących strukturę akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych oraz stanowią punkt wyjścia do podjęcia dalszych prac badawczych nad wykorzystaniem uznaniowych rozliczeń międzyokresowych w procesie wprowadzania po raz pierwszy akcji do publicznego obrotu. W kontekście otrzymanych rezultatów należy zasygnalizować choćby potrzebę bliższego poznania i scharakteryzowania relacji pomiędzy praktyką intencjonalnego kształtowania wyniku bilansowego a skalą emisji nowych akcji oraz stopniem realizacji procesów dezinwestycji w ramach pierwszych ofert publicznych.

Spis literatury

- ARYA A., GLOVER J.C., SUNDER S. 2003: Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?, *Accounting Horizons*, Supplement, s. 111–116.
- BALL R., SHIVAKUMAR L. 2008: Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting and Economics* 45, s. 324–349.
- DECHOW P.M., SKINNER D.J. 2000: Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators, *Accounting Horizons* 14 (2), s. 235–250.
- DECHOW P., SLOAN R., SWEENEY A. 1995: Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, s. 193–225.
- DUCHARME L.L., MALATESTA P.H., SEFCIK S.E. 2001: Earnings management: IPO valuation and subsequent performance, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16, s. 369–396.
- DUCHARME L.L., MALATESTA P.H., SEFCIK S.E. 2004: Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits, *Journal of Financial Economics* 71, s. 27–49.
- ECKER F., FRANCIS J., OLSSON P., SCHIPPER K. 2013: Estimation sample selection for discretionary accruals models, *Journal of Accounting and Economics* 56, s. 190–211.
- GRABIŃSKI K. 2016: Wpływ kryzysu gospodarczego na aktywne kształtowanie wyniku finansowego w europejskich spółkach giełdowych, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 87 (143), s. 29–42.
- HEALY P.M., WAHLEN J.M. 1999: A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons* 13 (4), s. 365–383.
- HUYGHEBAERT N., VAN HULLE C. 2006: Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares, *Journal of Corporate Finance* 12 (2), s. 296–320.
- ISLAM M.A., ALI R., AHMAD Z. 2011: Is modified Jones model effective in detecting earnings management? Evidence from a developing economy, *International Journal of Economics and Finance* 3 (2), s. 116–125.



- JONES J. 1991: Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research* 29, s. 193–228.
- KLEIN D., LI M. 2009: Factors affecting secondary share offerings in the IPO process, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (3), s. 1194–1212.
- LARCKER D. F., RICHARDSON S. A. 2004: Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance, *Journal of Accounting Research* 42 (3), s. 625–658.
- RUDOLF S. 2013: Współzależności oportunistyczne interesariuszy w nadzorze korporacyjnym, *Ekonomia* 4 (25), s. 260–272.
- SAJNÓG A. 2015: Rola zysku całkowitego w ocenie rentowności przedsiębiorstwa, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia* 49 (4), s. 506–516.
- SOSNOWSKI T. 2015: Czas realizacji pełnego wyjścia z inwestycji funduszy private equity na GPW w Warszawie, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia* 49(4), s. 527–538.
- SUBRAMANYAM K.R. 1996: The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics* 22, s. 249–281.
- SUNDER S. 2010: Adverse Effects of Accounting Uniformity on Practice, Education, and Research, *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (2), s. 99–114.
- TEOH S.H., WELCH I., WONG T.J. 1998: Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 53 (6), s. 1935–1974.
- XIE H. 2001: The mispricing of abnormal accruals, *The Accounting Review* 76, s. 357–373.
- YUNG C., ZENDER J.F. 2010: Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups, *Journal of Corporate Finance* 16, s. 320–332.
- ZAROWIN P. 2015: *Estimation of Discretionary Accruals and the Detection of Earnings Management*, Oxford Handbooks Online, Oxford University Press.

EARNINGS MANAGEMENT AND THE DIFFERENTIATION OF THE INITIAL PUBLIC OFFERINGS FORMS

Abstract. This paper empirically investigates the links between the specific strategies of earnings management and the different forms of initial public offerings. Using a sample of 221 IPOs from Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2015 I find that the sale of secondary shares by the original shareholders in IPO is more likely in the case of companies, which aggressively manage their earnings. The data also reveal that issuance of new shares is more common in new stock companies with the negative value of the pre-IPO discretionary accruals.

Key words: initial public offering, earnings management, issuance of new shares, secondary shares



