

Tomasz Schabek, Jerzy Gajdka, Janusz Brzeszczyński

Uniwersytet Łódzki

ZARZĄDZANIE ZYSKIEM W POLSKICH SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

Streszczenie: W referacie przedstawiono wstępne rezultaty badań, których celem jest testowanie występowania zjawiska „zarządzania zyskiem” w polskich spółkach giełdowych. Zbadano, w jaki sposób wartości zysków na akcję (EPS) tych spółek rozkładają się wokół progowej wartości „zero” w latach 1997-2007 oraz w jaki sposób ulegają zmianom w czasie wyniki spółek „podejrzanych” o manipulację zyskami. Rezultaty badań wykazujące asymetrię rozkładu wokół wartości zerowej oraz relatywne pogorszenie się wyniku w roku następującym po roku, w którym spółka jest „podejrzana” o zarządzanie zyskiem, wydają się świadczyć o tym, że zjawisko to występuje w polskich spółkach giełdowych.

Słowa kluczowe: zarządzanie finansami przedsiębiorstw, finanse behawioralne.

1. Wstęp

Zysk netto jest bez wątpienia jedną z najważniejszych kategorii prezentowanych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw. Dlatego też praktyki określane w literaturze jako *earnings management* (w polskim tłumaczeniu nazywane „zarządzaniem zyskami”, „wygladzaniem zysków” lub też „kształtowaniem zysków”) odgrywają istotną rolę w całokształcie problematyki związanej z zarządzaniem finansami przedsiębiorstw. Działania te rozumiane są przynajmniej w dwojaki sposób. W pierwszym rozumieniu oznaczają one zgodne z prawem podejmowanie decyzji mające na celu osiągnięcie przewidywalnych rezultatów finansowych, zazwyczaj korzystnych z punktu widzenia zarządzających. W tym sensie nie powinno być to mylone z niezgodnym z prawem działaniem polegającym na manipulowaniu danymi i sporządzaniu sprawozdań, które nie mają odbicia w gospodarczej rzeczywistości (zob. [*What is Earnings...*, s. 1]). Z drugiej jednak strony zarządzanie zyskiem jest niekiedy utożsamiane właśnie z manipulacją danymi przy wykorzystaniu technik pochodzących z obszaru „na granicy prawa” albo też z prawem niemających wiele wspólnego. W takim sensie jest ono równoznaczne z pojęciami „rachunkowość kreatywna” (*creative accounting*), „alchemia rachunkowa” (*accounting alchemy*) czy też po prostu *accounting hocus-pocus*. Zarządzanie zyskami rozumiane zgodnie z pierwszym z opisywanych podejść może być dokonywane poprzez dwa rodzaje działań:

- decyzje dotyczące działalności operacyjnej (niekiedy określane w terminologii angielskojęzycznej mianem *economic earnings management*);
- decyzje dotyczące działań z zakresu rachunkowości.

Przykładem decyzji z zakresu *economic earnings management* jest wybór momentu, w którym należy rozpocząć sezonową obniżkę cen lub też inne akcje promocyjne mające na celu zwiększenie przychodów ze sprzedaży przed końcem kwartału, w sytuacji kiedy zanoszi się, że założone wyniki nie zostaną osiągnięte. Innym przykładem tego typu decyzji jest wybór dotyczący momentu przeprowadzenia naprawy, remontu, serwisu maszyny czy też szkoleń pracowników. Decyzje takie podejmowane są często, ta sfera działań zaś dotyczy zarówno zarządzania zyskiem, jak i zarządzania strumieniami przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

Zarządzanie zyskami w postaci działań z zakresu rachunkowości występuje ze względu na to, że zarządzający w wielu przypadkach mają elastyczność w zakresie dokonywania wyborów co do metod prowadzonej rachunkowości i np. poprzez wybór okresu, w jakim zostanie uznany dany przychód bądź koszt, są w stanie dokonywać swoistego „przesunięcia” części zysku pomiędzy okresami.

Zarządzanie zyskami często nie obywa się bez dodatkowych kosztów lub strat, zwłaszcza gdy dokonywane jest poprzez działania o charakterze operacyjnym. Jeśli bowiem np. opóźniony zostanie niezbędny remont, może to spowodować dodatkowe pogorszenie wyniku w okresie następnym lub też w dalszej przyszłości.

Analizując omawianą problematykę, należy zwrócić uwagę na to, że od uzyskanego wyniku finansowego zależą w pierwszym rzędzie wynagrodzenia i prestiż menedżerów, ale jednocześnie poprzez zarządzanie zyskami mają oni istotny wpływ na wysokość zysku przedstawianą w sprawozdaniach finansowych. W tej sytuacji pojawia się pytanie: w jaki sposób można wykryć, że w spółce mają miejsce praktyki zarządzania zyskami?

Wstępne badania nad tym problemem rozpoczęto w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego Uniwersytetu Łódzkiego i przedstawieniu rezultatów tych badań poświęcone jest niniejsze opracowanie.

2. Metodologia

Celem badania jest znalezienie odpowiedzi na pytanie: czy w polskich spółkach giełdowych występuje zjawisko zarządzania zyskiem? Należy jasno podkreślić, że przedmiotem badania nie są szczegółowe metody takiego zarządzania, ale sam fakt występowania tego zjawiska, zwłaszcza rozumianego zgodnie z pierwszym z opisanych we wstępie znaczeń. Zastosowana metodologia bazuje na koncepcji progowych wartości zysku, które dla zarządzających mogą mieć znaczenie na tyle istotne, że skłonni są oni podejmować działania z zakresu zarządzania zyskiem w celu przekroczenia tych wartości. Progami takimi mogą być: zysk z roku poprzedniego (aby wykazać poprawę z okresu na okres), prognoza zysku sporządzona przez analityków (istotna szczególnie dla spółek giełdowych) czy też zysk o wartości zero. Wielkości

te mają istotne znaczenie o charakterze psychologicznym i materialnym (nagrody) zarówno dla podmiotów zewnętrznych w stosunku do spółki, jak i dla podmiotów działających wewnątrz spółki, w tym szczególnie dla zarządzających. Niewielka różnica w zysku na akcję, np. w wysokości 5 groszy, może nie robić większego wrażenia, jeśli spowoduje ona zmianę z wartości 5,0 zł do 5,05 zł, jednak będzie zasadniczo inaczej odbierana, jeśli jej konsekwencją będzie zmiana ze straty 3 grosze na zysk 2 grosze. Dlatego też należy oczekiwać, że ze znacznie większą determinacją menedżer zaangażuje się w przedsięwzięcia z zakresu zarządzania zyskiem w tym drugim przypadku, aby przesunąć spółkę z grupy podmiotów przynoszących straty do grupy podmiotów zyskowych, aniżeli w przypadku pierwszym. To też stało się przesłanką do przeprowadzenia badań nad tym, czy w warunkach polskich spółki giełdowe podejmują działania z zakresu zarządzania zyskiem w celu przekroczenia jego progowej wartości wyznaczonej na poziomie 0 zł („zero”).

Idea przeprowadzonego badania została zaczerpnięta z prac Burgstahlera i Dicheva [1997] oraz Degeorge'a, Patela i Zeckhausera [2005]. Przyjęta wartość progowa zazwyczaj jest istotna dla menedżera tak z psychologicznego, jak i z ekonomicznego punktu widzenia, gdyż zależy od niej i wysokość wynagrodzenia, i utrzymanie zatrudnienia czy też kariera zawodowa. Według wyników badań amerykańskich 30-44% spółek o niewielkich stratach (przed uwzględnieniem zarządzania zyskiem) zarządza zyskami w celu ukazania dodatnich wyników [*What is Earnings...*, s. 2]. Jeśli tego typu zjawiska miałyby miejsce również w Polsce, to należy oczekiwać, że wyniki finansowe spółek skoncentrowane wokół zerowego progu zysku powinny się charakteryzować asymetrią polegającą na znacznie większej liczbie spółek uzyskujących zyski o wartościach bezpośrednio powyżej aniżeli bezpośrednio poniżej wyznaczonego progu. Jeśli natomiast w spółkach nie dochodziłoby do zarządzania zyskami, „zero” nie miałoby charakteru wartości progowej i liczba podmiotów uzyskujących wartości zysku bliskie zero, ale ujemne, powinna w przybliżeniu równać się liczbie podmiotów osiągających zyski bliskie zero, jednak dodatnie. Tego problemu dotyczy pierwsza część badań.

Ich drugi element wynika z tego, że zarządzanie zyskiem polegające na „modyfikacji” bieżącego wyniku finansowego sprowadza się do „pożyczania” zysków z okresów przyszłych (jeśli obecne zyski są w ten sposób podwyższane) lub też „lokowania” zysków na lata przyszłe (jeśli obecne zyski są w ten sposób obniżane). Dlatego też należy oczekiwać, że w roku następnym po roku, w którym doszło do takich praktyk, powinno nastąpić odpowiednio obniżenie zysków (po poprzedniej „podwyżce”) lub też ich podniesienie (po poprzedniej „obniżce”). Dla uproszczenia w dalszej części rozważań skoncentrujemy się na problemie zarządzania zyskiem w celu jego podwyższenia i zakładamy, że system wynagradzania jest taki, iż menedżerowi nie opłaca się w zbyt dużym stopniu poprawiać wyników w danym roku. Jeśli rzeczywista strata bowiem jest zbyt duża, nie ma on możliwości lub powodu „poprawiać zysków”, gdyż i tak nie uzyska bonusów w roku bieżącym. Może zaś przez to utrudnić sobie uzyskanie nagrody w roku przyszłym. Z tego też względu

działania z zakresu zarządzania zyskiem są szczególnie prawdopodobne, jeśli zgodnie z przewidywaniami bez tych działań uzyskano by wyniki finansowe niewiele niższe od wartości progowych. Ponieważ jednak zgodnie z tym, co opisano powyżej, zarządzanie takie nie jest bezkosztowe, obniżka w roku następnym powinna być wyższa niż „podwyżka” roku bieżącego. Zjawiska te można opisać za pomocą następujących modeli:

$$R_1 = Z_1 + M_1, \quad (1)$$

gdzie: R_1 – zysk wykazany w sprawozdaniu w roku 1,

Z_1 – zysk „właściwy” w roku 1,

M_1 – wielkość będąca rezultatem zarządzania zyskiem w roku 1

oraz

$$R_2 = Z_2 - k(M_1), \quad (2)$$

gdzie: R_2 – zysk wykazany w sprawozdaniu roku 2,

Z_2 – zysk „właściwy” w roku 2,

$k(M_1)$ – ponoszony w przyszłości „koszt” zarządzania zyskiem, rosnący w miarę jak M_1 oddala się od 0, $k(0) = 0$, zaś w pozostałych przypadkach $k(M_1) > M_1$.

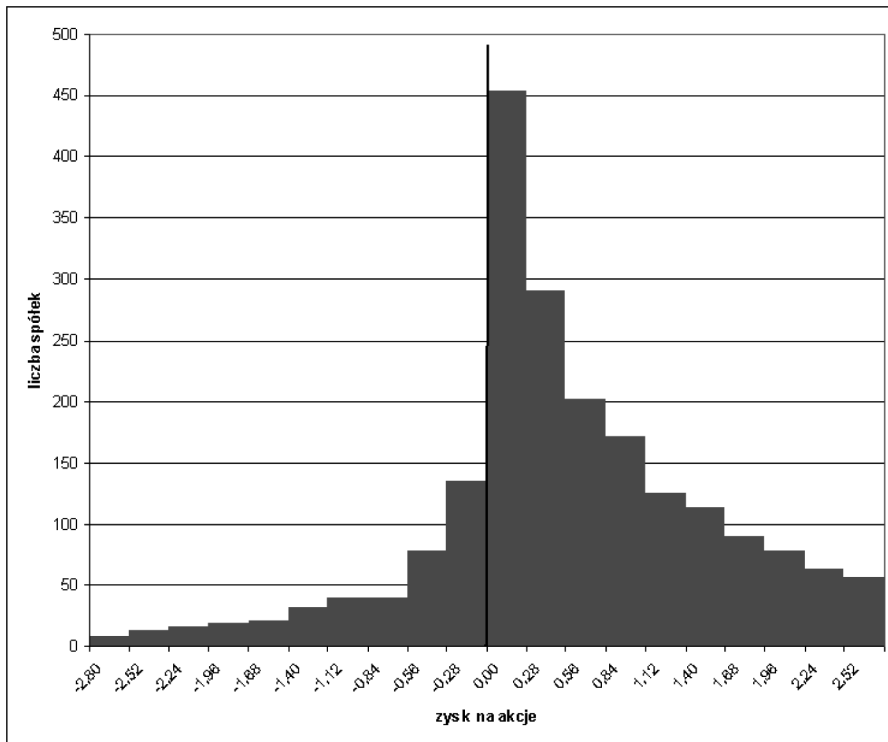
Z relacji tych wynika, że w roku następującym po roku, w którym wystąpiły praktyki zarządzania zyskiem, wynik finansowy spółki powinien ulec relatywnemu pogorszeniu. Innymi słowy, poprawa zysku o jednostkę w wyniku zarządzania nim „dzisiaj”, „jutro” spowoduje obniżkę zysku o więcej niż jednostkę.

3. Próba badawcza

Badaniu poddano zysk na akcję (EPS) polskich spółek giełdowych od roku 1997 do roku 2007. Łącznie próba liczyła 2680 wyników spółek. Badaniu podlegały dane zamieszczone w rocznych sprawozdaniach finansowych spółek (nieskonsolidowanych). Dane pochodziły z bazy danych Notoria.

4. Wyniki badania

W pierwszym etapie badania sprawdzono liczebność spółek w poszczególnych przedziałach wartości EPS, zwracając szczególnie uwagę na przedziały znajdujące się w pobliżu wartości 0. Jak już bowiem wspomniano, w przypadku zarządzania zyskami należy oczekiwać asymetrii wokół wartości EPS na poziomie 0, polegającej na znacznie większej liczbie spółek osiągających wartości zysku nieco większe od 0, aniżeli znajdujące się nieco poniżej 0. Na rys. 1 przedstawiono wykres ilustrujący rozkład liczby spółek uzyskujących wartości EPS wokół analizowanego proggu.



Rys. 1. Liczba spółek według uzyskanych wartości EPS

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z rys. 1, istnieje widoczna asymetria wyników EPS wokół progowej wartości 0. Wyraża się ona występowaniem w bezpośrednim sąsiedztwie wartości 0 znacznie większej liczby spółek uzyskujących wartości nieco wyższe od zera aniżeli przynoszących minimalne straty. Fakt ten może być interpretowany jako potwierdzenie występowania w polskich spółkach giełdowych zjawiska zarządzania zyskiem, przy czym istotną rolę w tym zarządzaniu odgrywa próg o wartości 0.

W następnym etapie badań analizowano, czy zgodnie z przedstawionym powyżej modelem, opisanym wzorami (1) oraz (2), w następnym roku po zaistniałym fakcie zarządzania zyskiem w celu przekroczenia zerowego progu doszło do relatywnego pogorszenia wyników w spółkach podejrzewanych o takie praktyki. W badaniu podzielono dane dotyczące EPS spółek z poszczególnych lat na 5 grup zgodnie z podanym niżej kryterium zależnym od rozstępu międzykwartylnego [DeGeorge, Patel, Zeckhauser 2005]:

$$k = 2 \times RK \times n^{(-1/3)}, \quad (3)$$

gdzie RK jest rozstępem kwartylnym między 3 a 1 kwartylem, a n to liczba obserwacji oraz $T = 1998, 1999, \dots, 2007$.

Ponadto:

- grupa a1: $EPS < -k$,
- grupa b1: $-k \leq EPS < 0$,
- grupa c1: $0 \leq EPS < k$ (spółki podejrzane o manipulacje)
- grupa d1: $k \leq EPS < 2k$,
- grupa e1: $EPS \geq 2k$.

W ten sposób uzyskano pięć przedziałów obserwacji: przedział a1 obejmuje spółki uzyskujące wyniki znacznie poniżej 0, przedział b1 – nieco poniżej 0, przedział c1 – nieco powyżej 0, przedział d1 – widocznie powyżej 0, zaś przedział e1 – bardzo znacznie powyżej 0.

Spółki należące do przedziału znajdującego się bezpośrednio „na prawo” od wartości 0, czyli do przedziału c, uznano za podejrzane w największym stopniu o zarządzanie zyskami. Jeśli zjawisko to rzeczywiście wystąpiło w ich przypadku, a opisany wzorami (1) oraz (2) model właściwie charakteryzuje istotę procesu, w roku następnym należy oczekiwać relatywnego pogorszenia się wyników spółek z grupy c, wyrażającego się tym, że ich wyniki w tym roku powinny się przybliżyć do wyników najbliższej grupy „gorszej” (b), oddalić zaś od wyników sąsiadującej z nimi bezpośrednio grupy „lepszey” (d). Oznacza to, że powinna zachodzić relacja: $c2 - b2 < d2 - c2$, gdzie $c2$, $b2$ oraz $d2$ to wartości EPS w roku następującym po roku, w którym miało miejsce zarządzanie zyskami. Wyniki omawianego badania przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1. Nierówność $c2 - b2 < d2 - c2$ (dane roczne nieskonsolidowane, poziomy EPS, cały badany okres)

| | a1 | b1 | c1 | d1 | e1 | a2 | b2 | c2 | d2 | E2 |
|---------|----------------|-------|------|----------------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|
| Średnia | -4,55 | -0,13 | 0,12 | 0,41 | 99,09 | -1,53 | -0,16 | -0,07 | 0,29 | 57,66 |
| Mediana | -1,68 | -0,14 | 0,12 | 0,41 | 1,94 | -0,15 | 0,02 | 0,14 | 0,4 | 1,59 |
| Liczba | 393 | 112 | 379 | 242 | 1211 | 393 | 112 | 379 | 242 | 1211 |
| | $c1 - b1 =$ | 0,25 | | $d1 - c1 =$ | 0,29 | $c2 - b2 =$ | 0,09 | < | $d2 - c2 =$ | 0,36 |
| | (dla średniej) | | | (dla średniej) | | (dla średniej) | | | (dla średniej) | |

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych przedstawionych w tab. 1, spółki należące do przedziału c1, a więc podejrzewane w największym stopniu o zarządzanie zyskami, uzyskały średnio w roku następnym wyniki w widoczny sposób przybliżające je do spółek należących do przedziału bezpośrednio „gorszego” (b), oddalające zaś od

przedziału bezpośrednio „lepszego” (d). Różnica między wartościami średnimi EPS dla spółek należących do przedziałów d oraz c wyniosła w roku następującym po roku, w którym spółki zaliczono do podejrzewanych o zarządzanie, 0,36 (wzrosła z 0,29 w roku poprzednim), w odniesieniu zaś do spółek z przedziałów b oraz c jedynie 0,09 (zmniejszyła się z 0,25 w roku poprzednim). W odniesieniu do mediany wartości te wyniosły odpowiednio 0,26 oraz 0,12. Uzyskane rezultaty są więc zgodne z oczekiwaniami wynikającymi z modelu opisanego wzorami (1) i (2), czyli w odniesieniu do spółek podejrzewanych o stosowanie praktyk zarządzania zyskami doszło do relatywnego pogorszenia wyników w porównaniu z rokiem poprzednim, wyrażającego się relatywnym przybliżeniem do grupy spółek uzyskujących gorsze wyniki, a relatywnym oddaleniem od grupy spółek lepszych. Może to więc stanowić potwierdzenie hipotezy, że w polskich spółkach giełdowych w analizowanym okresie 1997-2007 miało miejsce zjawisko zarządzania zyskiem.

5. Podsumowanie

Wstępne wyniki opisanych badań wydają się wskazywać, że w polskich spółkach giełdowych występuje zjawisko zarządzania zyskami w skali roku, przy czym jednym z celów tego zarządzania jest przekroczenie progowej wartości zysku na poziomie 0. Są to początkowe badania nad analizowanym problemem i w przyszłości zostaną one rozszerzone o badania prowadzone na sprawozdaniach kwartalnych oraz dotyczących innych progów wyznaczonych jako ewentualny cel takiego zarządzania, jak np. niezerowy wzrost zysku w porównaniu z okresem poprzednim. Rozszerzenie tych badań może mieć duże znaczenie dla praktyki. Jeśli bowiem potwierdzi się teza, że spółki podejrzewane o zarządzanie zyskami w celu przekroczenia wyznaczonego progu zysku w następnym okresie uzyskują relatywnie gorsze wyniki, może to być użyteczne przy sporządzaniu przez analityków prognoz finansowych na okresy przyszłe. Uzyskane wyniki badań mogą być w takiej sytuacji użyteczne w poszukiwaniu spółek, w których dochodzi do zarządzania zyskiem, oraz określaniu kierunku, w jakim zmierza to zarządzanie. Na przykład jeśli w grupie spółek, które w niewielkim stopniu przekroczyły wielkości progowe, znajdują się liczne przypadki zarządzania zyskiem w celu jego podwyższenia, należy oczekiwać, że w przyszłości w tej grupie dojdzie do relatywnej obniżki wyniku finansowego. Interesujące jest natomiast, czy w grupie spółek uzyskujących wyniki bardzo oddalone od wielkości progowych (np. bardzo wysokie zyski czy też bardzo wysokie straty) nie mamy do czynienia ze zjawiskiem zarządzania zyskiem w kierunku jego obniżenia, dla stworzenia lepszej (niższej) „bazy” do porównań w okresach następnych. Warte analizy jest również to, czy i w jaki sposób rynek kapitałowy dostrzega i jak reaguje na zjawisko zarządzania zyskiem w postaci zmian cen akcji spółek podejrzewanych o tego typu działania. Omówione problemy wybiegają poza tematykę prezentowanego artykułu, jednak przedstawione w artykule wyniki badań mogą stanowić przyczynek do rozwinięcia szerszej dyskusji nad poruszonymi zagadnieniami.

Literatura

- Arya A., Glover J.C., Sounder S., *Are unmanaged earnings always better for shareholders?*, „Accounting Horizons” 2003, vol. 17 (Supplement), s. 111-116.
- Burgstahler D., Dichev L., *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, vol. 24, s. 99-126.
- Degeorge F., Patel J., Zackhauser R., *Earnings Management to Exceed Thresholds*, [w:] *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, red. R. Thaler, Princeton University Press, Princeton 2005, s. 633-666.
- Economic focus taking the measure*, „The Economist” November 24/2001, s. 72.
- Lev B., *On the usefulness of earnings management and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research*, „Journal of Accounting Research” 1989, vol. 27 (Supplement), s. 153-201.
- What is Earnings Management*, <http://www.swlearning.com.pdf/chapter>.

EARNINGS MANAGEMENT IN THE POLISH STOCK MARKET COMPANIES

Summary: The paper presents introductory results of the study, which aims to investigate the existence of “earnings management” phenomenon among the companies listed on the Polish stock market. The distribution of earnings per share (EPS) for those stocks around the threshold value of “zero” was analyzed between 1997 and 2005. Moreover, the changes of earnings for the stocks, which are suspected to manipulate their earnings, were also investigated. The results, which indicate asymmetric distribution of earnings around the zero threshold along with the relative deterioration of earnings in the year following the year when the company is suspected to conduct earnings management practices, seem to provide evidence that this phenomenon exists among the Polish stock market companies.