

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 326

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński, Agnieszka Bem



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-412-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Iwona D. Czechowska: Kondycja gospodarstw domowych i konsumentów (60+) oraz uwarunkowania rynkowe ich zachowań	11
Joanna Duda: Działalność finansowa i inwestycyjna polskich MSP w kontekście międzynarodowym	21
Ewa Dziawgo: Hybrydowa opcja collar – analiza własności	35
Anna Feruś: Rola i znaczenie metody granicznej analizy danych w szacowaniu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	49
Beata Guziejewska: Polityka kształtowania dochodów samorządu terytorialnego w świetle wybranych koncepcji teoretycznych.....	60
Marcin Jamroży, Agnieszka Kopeć, Stephan Kudert: Opodatkowanie opcji pracowniczych w relacji polsko-niemieckiej.....	71
Jacek Jaworski: Luki w zarządczych informacjach finansowych a zmiany przychodów i zysków małych przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki badań...	82
Marta Kacprzyk: Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie	93
Jerzy Kitowski: Metody oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw budowlanych.....	104
Marzena Krawczyk: Wydatki przedsiębiorstw na działalność badawczo-rozwojową a pomiar innowacyjności	115
Jarosław Kubiak: Ryzyko kredytowe a wykorzystanie długu krótkoterminowego przez przedsiębiorstwa.....	123
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinanty kształtowania się wskaźnika EPS wybranych spółek przemysłu spożywczego i metalowego – ujęcie modelowe	133
Justyna Łukomska-Szarek: Operacyjna i całkowita zdolność do rozwoju samorządów terytorialnych państw Grupy Wyszehradzkiej.....	143
Przemysław Panfil: Czy Polsce potrzebny jest Pakt Fiskalny?	154
Agnieszka Pawłowska: Identyfikacja zagrożeń związanych z ryzykiem przerwy w działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw.....	163
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: Stan rozwoju rolnictwa a system podatkowy wybranych państw UE	171
Agnieszka Perepeczo: Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy	184

Aleksandra Pieloch-Babiarz: Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „Bez dywidendy”	196
Artur Sajnog: Wpływ kapitalizacji rezerw na długookresową rentowność publicznych spółek giełdowych.....	209
Maria Sierpińska: Zastosowanie nettingu w rozliczeniach wewnątrz korporacyjnych.....	222
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternatywne do akcji formy lokowania kapitału i ich stopy zwrotu.....	232
Dariusz Siudak: Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw	243
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym na rynku zamówień publicznych w Polsce. Analiza porównawcza z firmami krajowymi.....	259
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus</i> samodzielne prowadzenie działalności poza granicami kraju – doświadczenia polskich inwestorów bezpośrednich.....	271
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Ocena zarządzania polskimi funduszami Inwestycyjnymi w latach 2000-2011	284
Aldona Uziębło: Ujęcie działalności finansowej w rachunku przepływów pieniężnych a weryfikacja prawidłowości sprawozdania finansowego.....	296
Stanisław Wieteska: Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny	306
Anna Wildowicz-Giegiel: Zdolność konkurencyjna a rentowność przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001-2010	318
Radosław Witczak: Odzyskanie VAT naliczonego w podmiotach leczniczych	328
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Wykup akcji własnych i dywidenda jako narzędzia obrony przed wrogim przejęciem.....	336
Stefan Wrzosek: Krytyka wybranych propozycji dotyczących rachunku efektywności inwestycji rzeczowych	344
Dariusz Zawadka: Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na kondycję europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	353
Danuta Zawadka, Agnieszka Strzelecka: Struktura terminowa zobowiązań przedsiębiorstw rolniczych z tytułu kredytu bankowego – ujęcie porównawcze	365
Beata Zyznarska-Dworczak: Zintegrowane instrumentarium rachunkowości zarządczej kluczem do zarządzania kosztami we współczesnym przedsiębiorstwie	377

Summaries

Iwona D. Czechowska: The condition of households and consumers (60+) and market factors of their behaviour	20
Joanna Duda: Financial and investment activity of Polish SMEs in the international context	34
Ewa Dziawgo: Hybrid options collar – the analysis of properties	48
Anna Feruś: Role and importance of Data Envelopment Analysis method for the estimation of companies' credit risk	59
Beata Guziejewska: Local government revenues policy in the light of selected theoretical concepts.....	70
Marcin Jamróży: Taxation of employee stock options in the German-Polish relations.....	81
Jacek Jaworski: Gaps in managerial financial information and changes of revenue and profit in small enterprises in Poland. Research results.....	92
Marta Kacprzyk: Trends in changes of operating profit margin of companies which are going public and getting listed on the Warsaw Stock Exchange	103
Jerzy Kitowski: Assessment methods of building enterprises financial standing	114
Marzena Krawczyk: Expenditures of enterprises on research and development activity versus measurement of innovation	122
Jarosław Kubiak: Credit risk and the use of short-term debt by companies ..	132
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinants of shaping the EPS rate of some companies of food and metal industry – model approach	142
Justyna Łukomska-Szarek: Operational and overall capability of Visegrád Group countries to develop local governments	153
Przemysław Panfil: Does Poland need Fiscal Compact?.....	162
Agnieszka Pawłowska: Identification of hazards of business interruption risk in small and medium sized enterprisers.....	170
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: State of agricultural development vs. tax systems in selected EU countries	183
Agnieszka Perepeczo: The reaction of investors to changes in the dividend policy and the financial crisis	195
Aleksandra Pieloch-Babiarz: Amount of cash dividend payments and the „ex-dividend” day return's formation	208
Artur Sajnog: The impact of capitalization of reserves on long-term profitability in public quoted companies.....	221
Maria Sierpińska: The use of netting in accounts settlements within the corporation	231
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternative to stocks forms of capital investing and their rates of return.....	242

Dariusz Siudak: The duration analysis of enterprises' value migration stages.....	258
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Enterprises with foreign capital on the public procurement market in Poland. Comparative analysis with domestic firms.....	269
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus solo venture</i> outside the country – experience of Polish direct investors	283
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Evaluation of the management of Polish investment funds in the last decade	295
Aldona Uziębło: Including the financial activity in the account of cash flows and verification of the correctness of financial statement.....	305
Stanisław Wieteska: Liability insurance of companies introducing electrical and electronic equipment.....	317
Anna Wildowicz-Giegiel: Competitive ability and profitability of enterprises in Poland in the years 2001-2010	327
Radosław Witczak: Factors influencing the possibility of receiving the input tax in health care unites – chosen issues	335
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Shares repurchases and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers.....	343
Stefan Wrzosek: Critique of chosen propositions regarding real investment efficiency calculation	352
Dariusz Zawadzka: Impact of the financial markets crisis on the alternative European investment markets' standing	364
Danuta Zawadzka, Agnieszka Strzelecka: Term structure of agricultural companies' bank loan liabilities – comparative approach.....	376
Beata Zyznarska-Dworczak: Integration of management accounting instruments for cost management in modern enterprise.....	385

Marta Kacprzyk

Uniwersytet Łódzki

KIERUNKI ZMIAN MARŻY ZYSKU OPERACYJNEGO SPÓŁEK WCHODZĄCYCH NA RYNEK REGULOWANY GPW W WARSZAWIE

Streszczenie: Spółki wchodzące na giełdę konkurują z innymi spółkami o kapitał inwestorów i próbują przyciągnąć ich uwagę do swojej oferty. Z tego powodu w okresie poprzedzającym pierwszą ofertę publiczną manipulują danymi o swojej działalności operacyjnej w sprawozdaniach finansowych. Ponieważ spółki wykazują lepsze wyniki przed przeprowadzeniem IPO, po przeprowadzeniu oferty następuje korekta i wyniki z działalności operacyjnej spadają. Im późniejszy debiut, tym spadki te były coraz bardziej znaczące. Dodatkowo wbrew oczekiwaniom autorki wykazano, że na GPW w Warszawie wchodzą spółki o coraz wyższej marży zysku operacyjnego.

Słowa kluczowe: pierwsza oferta publiczna (IPO), marża zysku operacyjnego, manipulowanie zyskami.

1. Wstęp

Wejście spółki na giełdę jest znaczącym momentem w jej ścieżce rozwoju, a jej właściciele kierują się różnymi motywami, podejmując decyzję o jej wprowadzeniu do publicznego obrotu. Dla jednych giełda jest źródłem kapitału, dla innych prestiżu, dla niektórych wejście na giełdę ma na celu dywersyfikację ryzyka związanego z posiadaniem przez nich przedsiębiorstw lub daje im możliwość wyjścia z inwestycji. Niezależnie od motywów, decyzja ta zawsze ma wpływ na dalsze działania, zarówno finansowe, księgowo, jak i operacyjne, podejmowane przez menedżerów oraz właścicieli. Działania te mają zazwyczaj na celu maksymalizację wartości spółki i pozyskanie jak najwięcej kapitału w drodze sprzedaży akcji na giełdzie. Działania te polegają głównie na koncentrowaniu się na maksymalizacji zysków i wskaźników związanych z działalnością spółki w okresie poprzedzającym wycenę i określanie ceny emisyjnej akcji. Z drugiej strony wskaźniki dotyczące działalności operacyjnej mogą stanowić fundamentalne kryterium podjęcia decyzji o wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu. Przedmiotem niniejszego artykułu jest stwierdzenie, czy wśród spółek

wchodzących na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wyniki operacyjne są manipulowane, czy po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej (Initial Public Offering, IPO) spółki utrzymują rentowność z działalności operacyjnej na poziomie sprzed wejścia na giełdę, czy na GPW w Warszawie wchodzi spółki o coraz słabszych wynikach z działalności operacyjnej.

2. IPO na rynku regulowanym GPW w Warszawie w latach 2005-2010

Rynek regulowany GPW w Warszawie cieszy się dużą popularnością wśród spółek, które poprzez giełdę chcą pozyskać kapitał. Taki sposób pozyskiwania kapitału może być również kolejnym etapem w rozwoju lub jednym z kilku źródeł kapitału własnego. Liczbę i wartość debiutów na rynku regulowanym GPW w Warszawie w poszczególnych latach przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych na GPW w Warszawie w latach 2005-2010

Rok	Liczba IPO	Wartość IPO (w mln zł)
2005	35	1 578,65
2006	38	3 933,1
2007	81	8 297,9
2008	33	4 419,9
2009	13	7 539,20
2010	21	15 899,50

Źródło: GPW w Warszawie.

Z najnowszego raportu IPO Watch Europe¹ dotyczącego liczby i wartości pierwszych ofert publicznych (IPO) na giełdach europejskich wynika, że warszawski parkiet w ostatnich latach zajmuje pierwszą lokatę w Europie (z wyłączeniem giełdy w Londynie) pod względem liczby debiutów. Przykładowo, w pierwszym kwartale 2013 r. na GPW zadebiutowało 13 firm, podczas gdy na NYSE Euronext zaledwie 3, na giełdzie niemieckiej 2, na wiedeńskiej 2, a na szwajcarskiej i hiszpańskiej nie było debiutów. Pod względem wartości ofert w pierwszym kwartale 2013 r. rynek warszawski z wynikiem 58 mln EUR uplasował się na trzecim miejscu w Europie, za giełdami z grupy London Stock Exchange (1885 mln EUR) oraz giełdą niemiecką (1165 mln EUR), ale przed giełdami norweską (41 mln EUR), NYSE Euronext (3 mln EUR), szwajcarską i giełdą w Madrycie (bez debiutów).

¹ IPO Watch Europe Annual Review 2013.

W związku z dużą liczbą spółek na GPW w Warszawie i relatywnie dużą liczbą debiutów spółki konkurują o zainteresowanie i kapitał inwestorów, którzy chcą ulokować nadwyżki kapitału lub oszczędności. Z tego powodu jednym z istotnych elementów procesu wchodzenia na giełdę jest komunikacja z potencjalnymi inwestorami. Ma ona na celu promowanie spółki wśród potencjalnych inwestorów i zwracanie ich uwagi na analizę fundamentalną jej wyników, gdyż czynniki fundamentalne odgrywają istotną rolę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Niedowartościowanie akcji podczas zapisów na akcje przestaje być przewagą IPO ze względu na częste wysokie redukcje przydzielonych akcji w stosunku do liczby akcji, na które złożono zapisy, oraz relatywnie długi okres pomiędzy dniem zapisów a pierwszym notowaniem. Czynniki te wpływają negatywnie na rzeczywistą stopę zwrotu z inwestycji w papiery spółki ze względu na duże ryzyko związane z czasem. Im dłuższy okres pomiędzy dniem zapisów a pierwszym dniem emisji, tym większa niepewność inwestorów co do oceny rynku, a tym samym wyższa oczekiwana stopa zwrotu. Z tego też względu coraz mniej pierwszych ofert publicznych cieszy się znaczącym sukcesem. Brak sukcesu podczas emisji i pozyskanie niewielkiej kwoty z rynku przez spółkę, ze względu na fakt, że większość kosztów związanych z emisją stanowią koszty stałe, powoduje, że dla spółki rośnie koszt pozyskanego kapitału własnego, który musi ona pokryć.

Spółki konkurują o kapitał inwestorów m.in. na płaszczyźnie operacyjnej, w której spółka działa długoterminowo, przez co jest najbardziej przejrzysta dla potencjalnych inwestorów. Spółki chcą pokazać potencjalnym akcjonariuszom jak najlepsze wyniki. Ma to ich zachęcić do powierzenia im swojego kapitału przynajmniej w krótkim okresie, dając inwestorom podstawę do przypuszczeń, że efektywność gospodarowania kapitałem zostanie utrzymana. Na skutek takiej polityki zarządy skupiają się na poprawianiu i maksymalizowaniu publikowanych wyników przed wejściem na giełdę. Mogą tego dokonywać w sposób faktyczny, przesuując wydatki, inwestycje, przychody itp. w krótkim okresie, co jest stosunkowo łatwe do ukrycia, albo też poprzez agresywną księgowość².

3. Wyniki z działalności operacyjnej spółek w okresie przed IPO i po IPO – przegląd literatury

Zjawisko koncentrowania się na zyskach i poprawie wskaźników co do zasady zostało zauważone w literaturze. Opisali je H.-L. Wu, C.-H. Chen i H.-L. Lin [2009], J. Aharony i inni [2000]. Powszechny jest pogląd, że wskaźniki oparte na zysku rosną przed IPO (pierwszą ofertą publiczną), a następnie spadają. Jednak niewiele

² Księgowość agresywna – wykorzystanie praw wyboru polityki rachunkowości, których swoboda nie jest w żaden sposób ograniczona, w sposób prowadzący do manipulacji danymi finansowymi oraz mający na celu wprowadzenie w błąd odbiorców informacji zawartych w zniekształconym sprawozdaniu finansowym.

jest opracowań dotyczących poziomu wskaźników działalności operacyjnej spółek wchodzących na GPW w Warszawie. Tematyką tą zajmowali się m.in. T. Pereira i M. Sousa [2012], z tym że skoncentrowali się na porównaniu wyników z działalności operacyjnej pomiędzy krajami Europy Centralnej i Europy Zachodniej.

B.A. Jain i O. Kini [1994], W.H. Mikkelson i inni [1997], K.A. Kim i inni [2004] zaobserwowali na rynku amerykańskim, że wynik z działalności operacyjnej prawie 700 spółek w ciągu 3 lat po przeprowadzeniu IPO był znacznie niższy niż rok przed wejściem na giełdę. Przyczyną nie był spadek sprzedaży, gdyż sprzedaż w większości przypadków wzrastała, jednak nie na tyle, by poprawiać wyniki z działalności operacyjnej prowadzonej po IPO z reguły przy większej wartości aktywów. Stwierdzili oni, że może to być spowodowane manipulowaniem zyskami przed przeprowadzeniem oferty publicznej. Rozważali też, że spółki mogą decydować się na wejście na giełdę po okresach dobrej działalności, a spadek wyników może być zjawiskiem naturalnym. Podobnych obserwacji dokonali K. Chan i inni [2003] oraz C. Wang [2005] na rynku chińskim.

Z. Ahmad i S.M. Lim [2005] badali rynek malezyjski. Zaobserwowali znaczny spadek wyniku z działalności operacyjnej po przeprowadzeniu IPO oraz stwierdzili, że największe znaczenie dla wyniku po przeprowadzeniu oferty publicznej miał rozmiar spółki i jej wyniki przed przeprowadzeniem IPO. N.A. Ahmad-Zaluki [2008], który również badał rynek malezyjski, zaobserwował spadek wyników z działalności operacyjnej oraz manipulowanie zyskami w czasie IPO. Porównał spółki wchodzące na giełdę z podobnymi pozostającymi poza giełdą. Jako spółki podobne traktował spółki z tego samego sektora lub o podobnym rozmiarze lub rodzaju działalności, które nie przeprowadzały IPO. Jako kryterium oceny użył wskaźnika marży zysku operacyjnego liczonego jako iloraz zysku operacyjnego przed opodatkowaniem oraz przychodu ze sprzedaży. Zauważył również, że największy spadek efektywności spółki odnotowują rok po wejściu na giełdę. W innej publikacji poświęconej zagadnieniu IPO autorka niniejszego artykułu wykazała, że ROA spółek wchodzących na GPW w Warszawie jest wyższe niż ROA podmiotów gospodarczych ogółem, a po wejściu spółek na giełdę ich wyniki spadały na tyle, że dla znacznej części spółek były niższe niż wyniki podmiotów gospodarczych ogółem [Kacprzyk 2013].

W polskiej literaturze większość prac dotyczących IPO odnosi się do stóp zwrotu i niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań. Brakuje natomiast opracowań zawierających analizę rentowności z działalności operacyjnej spółek w okresie poprzedzającym IPO i następującym po IPO.

Ponieważ pozyskanie kapitału z giełdy staje się coraz łatwiejsze z formalnego i technicznego punktu widzenia, jest ona alternatywnym źródłem kapitału dla coraz większej liczby spółek. Z tego powodu wydaje się, że na giełdę powinny wchodzić spółki o coraz słabszej kondycji, co stwierdzili S. Peristiani i G. Hong [2004]. Jednak w zakresie rentowności aktywów koncepcja ta nie została potwierdzona w warunkach polskich [Kacprzyk 2013].

4. Badanie i jego cel

Badanie zostało przeprowadzone na grupie spółek wchodzących na GPW w Warszawie w latach 2005-2010. Jego przedmiotem była zmiana efektywności działalności operacyjnej spółki mierzonej wskaźnikiem marży zysku operacyjnego w okresie poprzedzającym IPO i w ciągu kilku lat po IPO. Celem badania było sprawdzenie następujących hipotez:

a) zaobserwowany przez wspomnianych autorów spadek wyników z działalności operacyjnej po wejściu spółki na giełdę ma miejsce w polskich warunkach;

b) przed przeprowadzeniem IPO na GPW w Warszawie spółki osiągały wyższe wskaźniki rentowności mierzące rezultat ich działalności operacyjnej niż po ich wejściu na giełdę;

c) w okresie 2005-2010 na GPW w Warszawie wchodziły spółki o coraz słabszych wynikach z działalności operacyjnej.

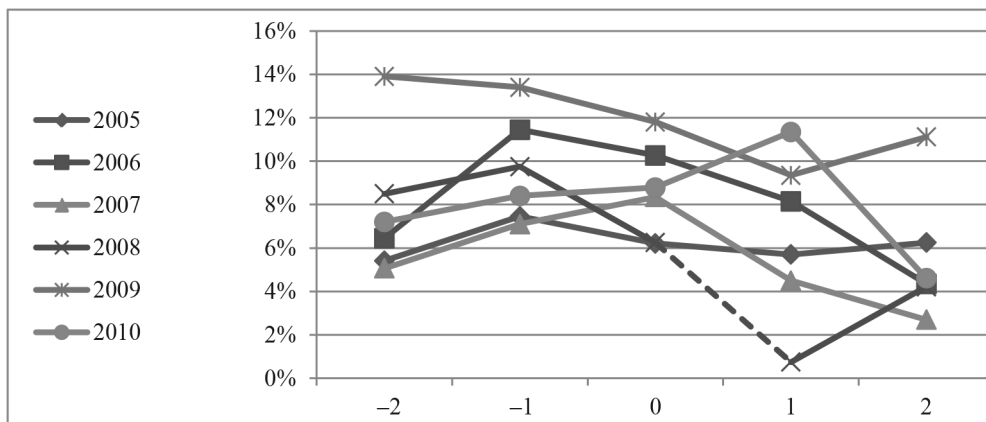
Jako miernik działalności operacyjnej został wybrany wskaźnik marży zysku operacyjnego liczony jako iloraz zysku z działalności operacyjnej do sumy przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów oraz pozostałych przychodów operacyjnych. Autorka rozważała, podobnie jak N. Ahmad-Zaluki [2008], wybór wskaźnika stanowiącego iloraz zysku z działalności operacyjnej i aktywów. Jednak za B.M. Barber i J.D. Lyon [1996] uznała, że zmiana wielkości aktywów, która prawie zawsze dokonuje się podczas IPO, nie jest dobrym odzwierciedleniem efektywności operacyjnej spółki. Z tego powodu w badaniu odnoszono się do poziomu sprzedaży. Dodatkowym argumentem było to, że wskaźnik wybrany ostatecznie przez autorkę, tj. wskaźnik marży zysku operacyjnego, pokazuje, czy spółka przeznaczyła środki pozyskane na giełdzie od inwestorów na działalność operacyjną, czy na zwiększenie efektywności operacyjnej, czy też środki te zwiększyły jedynie wartość środków pieniężnych w spółce lub czy zostały przeznaczone na działalność pozaoperacyjną, np. finansową. Wskaźnik marży zysku operacyjnego obliczany jest po uwzględnieniu kosztów sprzedaży, kosztów ogólnego zarządu oraz pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych. Strumienie te są odzwierciedleniem prowadzonej przez przedsiębiorstwo podstawowej działalności. Dla inwestorów wskaźnik ten jest istotny, gdyż daje informację o rzeczywistych możliwościach osiągnięcia zysku z prowadzonej przez spółkę podstawowej działalności. Wskaźnik marży zysku operacyjnego może być łatwo zestawiany ze wskaźnikami dotyczącymi sfery realnej gospodarki, np. z PKB obliczanego dla poszczególnych sektorów gospodarki.

4.1. Źródło danych i metodyka badania

W badaniu użyto rocznych danych spółek debiutujących na GPW w latach 2005-2010 za lata 2003-2012 dostępnych w serwisie Notoria dotyczących marży zysku operacyjnego. Dla każdej ze spółek zebrano dane z 5 okresów: 2 lata przed IPO; rok, w którym miało miejsce IPO, oraz 2 okresy po IPO. Łącznie próba zawierała dane

218 spółek z wszystkich sektorów. Dla spółek, które mają ustalony inny rok obrotowy niż rok kalendarzowy, przyporządkowanie danych do danych z rocznika dokonane zostało z uwzględnieniem daty IPO. W badaniu nie dokonano podziału spółek na branże, co mogło wpłynąć na wyniki badań, gdyż w poszczególnych latach na GPW w Warszawie wchodziły spółki z różnych branż, a ich wyniki były agregowane.

Spółki wchodzące na GPW w latach 2005-2010 zostały podzielone na 6 grup według roku, w którym przeprowadzały IPO. Dla każdej ze spółek pobrano z serwisu Notoria marżę zysku operacyjnego w okresie od 2 lat przed wejściem na GPW do 2 lat po wejściu na GPW. Dla każdej z grup wyliczono medianę marży zysku operacyjnego na 2 lata, rok przed wejściem na giełdę, w roku wejścia, rok i 2 lata po wejściu na giełdę. Wyniki tego wyliczenia przedstawiono na rysunku 1.



Rys. 1. Mediany marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne.

Następnie dla każdej z grup przeprowadzono analizę regresji. Otrzymano 6 modeli, w których zmienną objaśnianą była marża zysku operacyjnego, a zmienną objaśniającą – okres od przeprowadzenia IPO (zob. tab. 2).

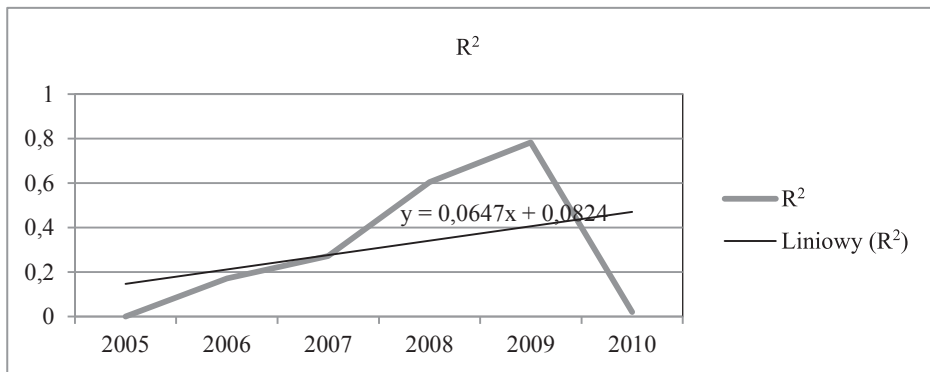
Tabela 2. Analiza regresji median wartości marży zysku operacyjnego

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
R ²	0,0003	0,1721	0,273	0,6048	0,7828	0,0207
Stała	0,0623	0,1038	0,0744	0,1117	0,1925	0,874
Współczynnik	-0,0001	-0,0075	-0,0073	-0,0176	-0,0319	-0,0022

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym kroku przeprowadzono analizę regresji z otrzymanych współczynników poszczególnych modeli w celu stwierdzenia kierunku zmian w proponowa-

nych dla każdego roku modelach, tak jak zaproponowała w swojej pracy M. Bolek [2013]. Rysunek 2 przedstawia, jak kształtowały się wartości współczynnika determinacji dla zbudowanych modeli w poszczególnych latach.



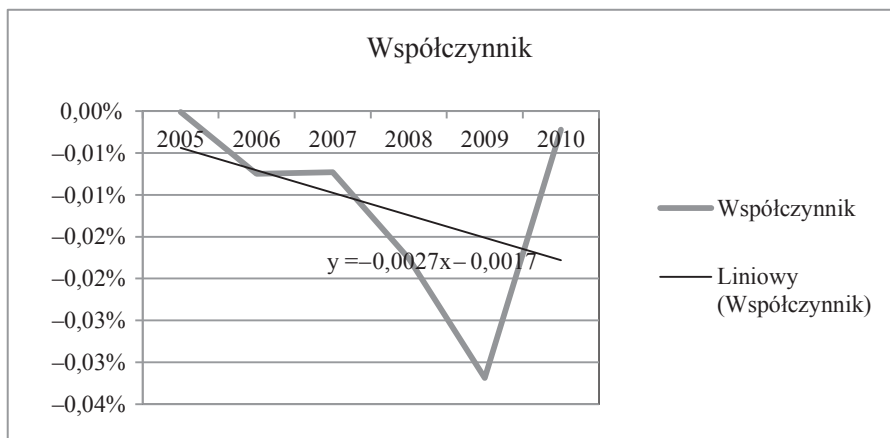
Rys. 2. Wartości współczynnika R^2 w modelach z kolejnych lat

Źródło: opracowanie własne.

Współczynnik R^2 w kolejnych modelach zbudowanych dla poszczególnych roczników spółek rośnie, co świadczy o coraz lepszym dopasowaniu modelu do danych i o coraz lepszym wyjaśnianiu zmiennej objaśnianej przez zmienną objaśniającą w kolejnych modelach. W kolejnych grupach (rocznikach) spółek moment od wejścia na giełdę w coraz większym stopniu wpływał na wartość marży zysku operacyjnego. Znaczący spadek współczynnika determinacji R^2 został zaobserwowany jedynie dla spółek, które wchodziły na GPW w roku 2010. Może to być spowodowane m.in. tym, że dla spółek wchodzących na GPW w tym okresie badano marże z lat 2008-2012, a więc z czasu kryzysu finansowego, kiedy czynniki zewnętrzne niezależne od spółek miały bardzo duży wpływ na ich wyniki.

W kolejnym etapie badania przeanalizowano wartości współczynnika znajdującego się przy zmiennej objaśniającej, tj. przy okresie od wejścia na GPW w Warszawie (zob. rys. 3).

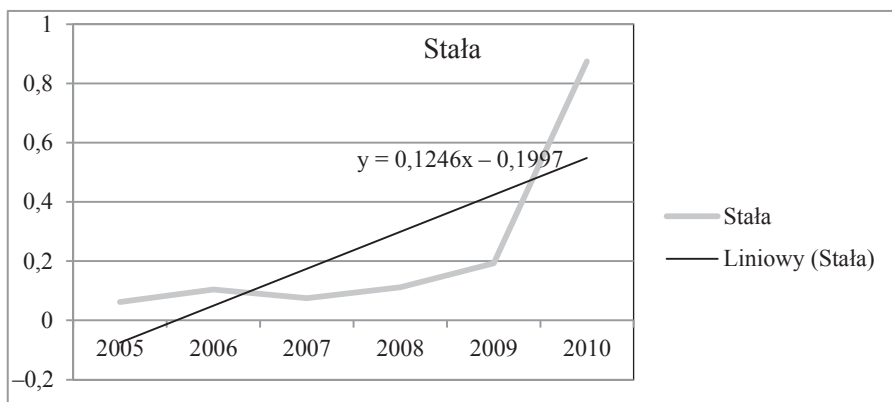
Wartości współczynnika przez cały badany okres osiągają wartości ujemne. Oznacza to, że wartości marży zysku operacyjnego spółki spadają podczas wchodzenia spółki i ciągu 2 lat od wejścia na GPW w Warszawie. Potwierdza to hipotezę postawioną przez autorkę, że w warunkach polskich spółki wypracowują wyższe marże zysku operacyjnego przed wejściem na giełdę niż po wejściu. Oznacza to, że po pierwsze jest wysoce prawdopodobne, że zarządy manipulują danymi księgowymi, aby wykazać dobre wyniki przed IPO i przyciągnąć inwestorów, a po drugie, że spółki nie wykorzystują pozyskanego z giełdy kapitału na zwiększenie efektywności operacyjnej lub wykorzystują go w niewystarczającym stopniu i nie tak efektywnie, jak sugerowałyby wyniki przed IPO.



Rys. 3. Wartości współczynnika przy zmiennej objaśniającej w modelach z kolejnych lat

Źródło: opracowanie własne.

Przeanalizowane zostały również wartości stałej w kolejnych równaniach modelu (zob. rys. 4).



Rys. 4. Wartości wyrazu wolnego w modelach z kolejnych lat

Źródło: opracowanie własne.

Z rysunku wynika, że funkcja wartości stałej jest rosnąca. Ponieważ w modelu rok wejścia na GPW oznaczony został jako rok 0, wartość stałej w tym roku statystycznie odpowiada medianie marży zysku operacyjnego. Rosnąca funkcja stałej oznacza, że wbrew oczekiwaniom na wejście na GPW decydują się spółki generujące wyższą marżę zysku w roku IPO od spółek wchodzących na giełdę we wcześniejszych latach. Paradoksalnie, z modelu wynika, że na giełdę wchodzą spółki,

których działalność operacyjna jest bardziej rentowna niż działalność spółek, które wchodziły na giełdę w latach wcześniejszych, a więc takie, które teoretycznie nie powinny manipulować wynikami. Z drugiej strony coraz mniejsza wartość ujemnego współczynnika przy zmiennej objaśniającej sugeruje, że okres od lub do wejścia spółki na giełdę ma coraz większy wpływ na wyniki operacyjne spółki.

5. Wnioski

W badaniu nie była brana pod uwagę branża, do której należy spółka, co stanowi o pewnej jego ułomności. Jednakże, analizując zebrane dane oraz wartości współczynników w zbudowanym modelu, należy stwierdzić, że potwierdziła się hipoteza o manipulowaniu wynikami spółek w okresie poprzedzającym IPO i pokazywaniu lepszych wyników w celu pozyskania inwestorów i uzyskania najwyższej ceny akcji podczas IPO. Widać też, że wyniki z działalności operacyjnej spółek spadają po wejściu na GPW w Warszawie. Im później spółki wchodziły na giełdę, tym spadki te były coraz bardziej znaczące. Wskazuje to na coraz większą manipulację wynikami lub coraz bardziej agresywną księgowość.

Nie potwierdziła się hipoteza, że na GPW w Warszawie wchodzi spółki, które w porównaniu ze spółkami wchodzącymi na GPW mają mniejszą rentowność. Ponieważ w modelu rok wejścia na giełdę został oznaczony jako rok 0, wartość stałej w kolejnych równaniach statystycznie odpowiadać będzie wartości marży zysku operacyjnego. Rosnąca funkcja stałej w równaniach oznacza, że statystycznie w kolejnych latach na giełdę wchodzi spółki o coraz większej marży zysku operacyjnego (rentowności sprzedaży). Wynik ten odpowiada wnioskowi autorki dotyczącym rentowności aktywów w jej innej publikacji dotyczącej IPO [Kacprzyk 2013], gdzie nie została potwierdzona hipoteza, że na GPW w Warszawie w kolejnych latach wchodzi spółki o coraz słabszej kondycji finansowej.

Zauważone też zostało, że pomimo iż na giełdę wchodzi spółki o coraz lepszej rentowności z działalności operacyjnej, coraz większe są spadki marży zysku operacyjnego po wejściu na giełdę. Dowodzi to znaczącego manipulowania wynikami przy jednocześnie lepszej efektywności operacyjnej. Współczynnik determinacji, który rośnie w modelach z kolejnych lat, wskazuje na coraz lepsze dopasowanie modelu do danych i na to, że na wysokość wskaźnika marży zysku operacyjnego coraz większy wpływ ma czas od/do wejścia spółki na giełdę.

6. Podsumowanie

Spółki wchodzące na GPW w Warszawie stają w obliczu konkurowania z innymi spółkami o kapitał pochodzący od potencjalnych inwestorów. Celem artykułu było sprawdzenie, czy konkurowanie polega m.in. na manipulowaniu wynikami w okresie poprzedzającym IPO oraz czy na giełdę wchodzi obecnie spółki o gorszych wynikach operacyjnych niż w przeszłości. Z badania wynika, że przed przeprowadze-

niem IPO spółki wykazywały wyższą marżę zysku operacyjnego niż w kolejnych latach, co dowodzi m.in. agresywnej księgowości. W ostatnim okresie może to być też częściowo wynikiem obowiązkowego przechodzenia na międzynarodowe standardy rachunkowości typowe dla spółek giełdowych. Jednak obowiązek ten powstał dopiero w 2009 r., a zjawisko obserwowano w całym badanym okresie. Sprawdzono też, że spółki wchodzące na giełdę w kolejnych latach osiągają coraz lepsze wyniki operacyjne. Taki rezultat badania jest spójny z otrzymanymi wcześniej przez autorkę wynikami dotyczącymi wskaźnika rentowności aktywów.

Literatura

- Ahmad Z., Lim S.M., *Operating performance of initial public offerings in Malaysia*, "Capital Market Review" 2005, no. 13, s. 21-32.
- Ahmad-Zaluki N.A., *Post-IPO Operating Performance and Earnings Management*, "International Business Research" 2008, vol. 1, no. 2, s. 39-47.
- Aharony J., Lee C-W.J., Wong T.J., *Financial packaging of IPO firms in China*, "Journal of Accounting Research", vol. 38, s. 103-126.
- Barber B.M., Lyon J.D., *Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistic*, "Journal of Financial Economics" 1996, vol. 41, s. 359-399.
- Bolek M., *Dynamic and static liquidity measures in working capital strategies*, "European Scientific Journal" 2013, vol. 4, no. 9.
- Chan K., Wang J., Wei K.C.J., *Underpricing and long-term performance of IPOs in China*, "Journal of Corporate Finance" 2003, no. 10, s. 409-430.
- IPO Watch Europe, I kwartał 2013, www.pwc.pl.
- Jain B.A., Kini O., *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, "The Journal of Finance" 1994, vol. XLIX, no. 5, s. 1699-1726.
- Kacprzyk M., *Rentowność aktywów spółek wchodzących na GPW w Warszawie przed i po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej*, [w:] *Lokalne i globalne uwarunkowania rozwoju gospodarczego*, Wydawnictwo PTE, Łódź 2013.
- Kim K.A., Kitsabunnarat P., Nofsinger J.R., *Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms*, "Journal of Corporate Finance" 2004, no. 10, s. 355-381.
- Mikkelsen W.H., Partch M.M., Shah K., *Ownership and operating performance of companies that go public*, "Journal of Financial Economics" 1997, no. 44, s. 281-307.
- Pereira T., Sousa M., *Is there still a Berlin wall in the post-issue operating performance of European IPOs?*, <http://www.mfsociety.org/modules/modDashboard/uploadFiles/conferences/MC19~397~p16jn2hru6k451afi171q6oe1fos4.pdf>, January 2012.
- Peristiani S., Hong G., *Pre-IPO Financial Performance and Aftermarket Survival*, "Current Issues in Economics and Finance" 2004, vol. 10, no. 2.
- Teoh S.H., Welch I., Wong T.J., *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, "Journal of Finance" 1998, vol. 53, s. 1935-1974.
- Wang C., *Ownership and operating performance of Chinese IPOs*, "Journal of Banking and Finance" 2005, vol. 29, s. 1835-1856.
- Wu H.-L., Chen C.-H., Lin H.-L., *Can a stock market listing help to improve the operational performance of China's banks?*, "Journal of Economic Policy Reform" 2009, vol. 12, no. 1, s. 13-28.

TRENDS IN CHANGES OF OPERATING PROFIT MARGIN OF COMPANIES WHICH ARE GOING PUBLIC AND GETTING LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: The IPO companies compete with other companies for attention of investors. Due to this they manipulate operating data in financial statements before issuing. After the IPO there is a correction of such data, because they publish better results before issuing. The later the IPO was, the more significant correction was discovered. Additionally contrary to the expectations of the author it was demonstrated that the going public companies demonstrated better and better operating profit margin.

Keywords: initial public offering (IPO), operating profit margin, earnings management.