

Rafał Cieślik
Uniwersytet Warszawski

JAKOŚĆ ZYSKU SPÓŁEK IPO NA PRZYKŁADZIE GPW W WARSZAWIE

Wprowadzenie

Noblista Joseph E. Stiglitz za jedną z pięciu głównych przyczyn obecnego kryzysu gospodarczego uważa problem związany z „manipulowaniem danymi finansowymi”. Szczególnie negatywną rolę w tym zakresie przypisuje systemowi motywacyjnemu opartemu na menedżerskich opcjach akcyjnych oraz wynikającemu z tego konfliktowi interesów. Taki system motywacyjny tworzy bowiem podatny grunt dla kreatywnej rachunkowości lub wręcz oszukańczej rachunkowości jako sposobu podniesienia ratingu przedsiębiorstwa i w konsekwencji zwiększenia wartości posiadanych opcji. Właściciel kapitału, opierając się na tak „opracowanych” informacjach sprawozdawczych, nieumyślnie kieruje się w swych decyzjach „wirtualną”, a nie realną efektywnością i w konsekwencji staje się (niechcący) „spekulantem” rynkowym. Taki stan rzeczy w dłuższej perspektywie wywiera dewastacyjny wpływ na gospodarkę, czego empirycznym dowodem jest właśnie obecny kryzys gospodarczy.

Zakres ekonomicznych konsekwencji rynkowych manipulowania danymi finansowymi dokumentuje wiele opracowań zarówno teoretycznych, jak i empirycznych. Część z tych opracowań koncentruje swoją uwagę na sytuacjach, w których skłonność do manipulowania wynikiem finansowym wydaje się silna. Dotyczy to głównie okresów poprzedzających istotne transakcje giełdowe, w których obserwuje się niekorzystne dla danego przypadku różnice pomiędzy rzeczywistymi wynikami prezentowanymi przez daną spółkę a oczekiwaniami rynku. Jednym z takich przypadków jest wejście spółki na giełdę. Z badań prowadzonych przez S. Teoha, I. Welcha i T. Wonga wynikało, że ok. 62% badanych firm wprowadzających swoje akcje na giełdę wykazywało wyższy poziom intencjonalnych różnic memoriałowych (ang. *abnormal accruals*), niż firmy

wchodzące w skład próby kontrolnej¹. Z badań tych wynikało również, że w roku wejścia na giełdę poziom intencjonalnych różnic memoriałowych był ponadprzeciętnie wysoki, stanowił 4-5% aktywów ogółem, tj. ok. 25% do 50% ogólnej rentowności aktywów. Podobne wyniki zaobserwowano także w okresach poprzedzających nową emisję akcji² oraz w okresach poprzedzających przejęcie spółki³. Wyniki przytoczonego tu badania wskazują ponadto, że firmy, w których zauważalny jest wysoki poziom intencjonalnych różnic memoriałowych powodujących zwiększenie zysku w roku emisji akcji, prezentują znaczący spadek cen akcji w latach następnych. Konotacja tych wyników dla rynku kapitałowego jest taka, iż w okresie bezpośrednio poprzedzającym publiczną sprzedaż akcji lub w roku debiutu giełdowego menedżerowie zawyżają prezentowany w raportach finansowych zysk. Wykorzystują przy tym alternatywność wyborów i obszary swobody w zakresie księgowej wyceny komponentów kształtujących poziom zysku. Działania te mają na celu wzrost ceny emisyjnej akcji. Jednakże naturalną konsekwencją zawyżania zysku w bieżącym okresie jest jego spadek w kolejnych latach⁴. Fakt ten jest negatywnie odbierany przez rynek, co ma swoje odzwierciedlenie w niższej cenie akcji. Generalnie wyniki tych badań wskazują, iż niska jakość zysku, będąca wynikiem jego kreowania, wpływa pozytywnie na cenę akcji w krótkim okresie. W dłuższej perspektywie wpływ ten jest negatywny. Stąd celem niniejszego artykułu jest próba oceny „jakości zysku” spółek IPO na przykładzie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dodatkowym celem artykułu jest stworzenie, poprzez sformułowane wnioski i poglądy, podstawy do dyskusji na temat „jakości zysku” jako nowej kategorii analitycznej oraz rozszerzenia zakresu przedmiotowego tradycyjnej analizy finansowej, obejmującej ocenę płynności, zadłużenia, rentowności, efektywności wykorzystania majątku oraz pozycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym także o ocenę jakościową zysku lub przynajmniej wprowadzenie odpowiedniego parametru w ramach dotychczasowych obszarów.

¹ S. Teoh, I. Welch, T.J. Wong, *Earnings Management and the underperformance of seasoned equity offering*, „Journal of Financial Economics” 1998, No. 50, s. 63-99.

² S. Teoh, I. Welch, T.J. Wong, *Earnings management and the long-run market performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1998, No. 53, s. 1935-1974.

³ M. Erickson, S. Wang, *Earnings management by acquiring firms in stock-for-stock mergers*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, No. 27, s. 149-176.

⁴ M.in. wcześniejsze uznanie przychodu powoduje wzrost zysku w danym roku, jednakże obniży jego wartość w roku następnym. Podobnie niższy odpis amortyzacyjny w pierwszych okresach wpływa dodatnio na poziom zysku, jednakże w okresach dalszych następuje odwrócenie tego zjawiska.

1. Pojęcie „jakość zysku”

Termin „jakość zysku” nie jest jeszcze powszechnie używanym, szczególnie w polskiej literaturze, określeniem wskazującym na pewne ważne i pożądane cechy tej kategorii. Jednakże nie jest pojęciem nowym. Zarówno w opracowaniach naukowych, jak i w literaturze anglosaskiej kontekst jakości zysku z reguły utożsamiany jest z pojęciem *earnings quality*, chociaż jak dotąd nie została sformułowana jednoznaczna i ogólnie akceptowalna jego definicja⁵. Problem związany z jednoznacznością egzegezą tego terminu wynika zarówno z celu oraz normatywnych aspektów funkcjonowania systemu rachunkowości w różnych państwach i różnych przedsiębiorstwach, jak i szerokiego kręgu użytkowników informacji finansowych, a co za tym idzie formułowania przez nich różnych oczekiwań w zakresie cech jakościowych, jakimi powinien charakteryzować się zysk. Kolejną przesłanką stanowiącą trudność interpretacyjną w omawianym zakresie jest fakt łączenia terminu „jakość zysku” z oceną jakości szeroko rozumianej informacji sprawozdawczej oraz fakt utożsamiania tego terminu z pojęciem „kreatywna rachunkowość”.

Analiza literaturowa przedmiotu pozwala wyróżnić pewien zestaw kryteriów oceny „jakości zysku”⁶, który po przeprowadzeniu odpowiednich konsultacji oraz testów statystycznych mógłby stanowić instrumentarium tejże oceny. Z analizy tej jednoznacznie wynika, iż zestaw kryteriów wykorzystywanych do oceny „jakości zysku” pokrywa się z głównymi determinantami użyteczności decyzyjnej danych księgowych określonymi w SFAC nr 2⁷, tj. wiarygodnością (ang. *reliability*) oraz odpowiedniością (ang. *relevance*). W ramach opracowań identyfikujących „jakość zysku” poprzez ocenę jego wiarygodności przedmiotem oceny były różnice memoriałowe (ang. *total accruals*), przy czym w tym przypadku „jakość zysku” uznawana była za synonim wysokiej wiarygodności tej części zysku księgowego, która nie ma pokrycia w zrealizowanych przepływach pieniężnych⁸.

⁵ R. Cieślak, W. Szczęsny, *Teoretyczne i praktyczne aspekty jakości zysku*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. W. Szczęsny, J. Turyna, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2009, s. 53-71.

⁶ Ibid.

⁷ Statements of Financial Accounting Concepts (SFACs) No. 2 „Jakościowe charakterystyki informacji tworzonej w rachunkowości”.

⁸ P. Dechow, I. Dichev, *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*, „The Accounting Review” 2002, No. 77(S), s. 35-59; J. Francis, R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper, *The market pricing of accruals quality*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, No. 39(1), s. 295-327.

Z kolei w ramach opracowań, które koncentrowały się na odpowiedniości zysku dla procesu decyzyjnego (ang. *relevance*), „jakość zysku” była estymowana na podstawie oceny jego trwałości, czyli wysokiej zdolności do utrzymania swojego poziomu w przyszłości⁹. W literaturze przedmiotu można także wskazać wiele opracowań empirycznych, które ocenę jakościową zysku realizowały przez identyfikację obu tych determinant jednocześnie, przy czym wiarygodność identyfikowano poprzez jakość różnic memoriałowych, a odpowiedniość poprzez ocenę trwałości zysku¹⁰ lub stopień jego wpływu na proces wyceny rynkowej spółki¹¹.

Fakt odmiennego podejścia do identyfikowania „jakości zysku” w ramach wskazanych powyżej badań pozwala postawić wniosek, że indywidualna dla konkretnego badania metoda estymacji mogła być użyta do bardzo wąskich celów wynikających z przedstawionych w badaniu założeń. Kiedy założenia badania i założenia metody estymacji pokrywały się tylko częściowo, żadne z przytoczonych tu podejść nie dostarczało wszechstronnego pomiaru „jakości zysku”. Wynika z tego wprost, iż model estymacji „jakości zysku” musi być powiązany z celem badania, a to pozwala postawić wniosek, iż budowa jednego uniwersalnego wskaźnika tejże oceny jest w zasadzie niemożliwa.

2. Ocena „jakości zysku” spółek IPO – analiza empiryczna

Jak zostało wskazane powyżej, podstawową trudnością procesu budowy modelu oceniającego, szczególnie w kontekście bardzo precyzyjnego określenia jego założeń, jest zdefiniowanie pojęcia „jakość zysku”. Dla potrzeb niniejszego badania „jakość zysku” jest traktowana jako synonim wysokiej wiarygodności tej części zysku księgowego, która nie ma pokrycia w zrealizowanych przepływach pieniężnych. Definicja ta opiera się na założeniu, że rachunkowość finansowa zgodnie z zasadą memoriałową ewidencjonuje wszystkie zdarzenia gospodarcze zarówno o charakterze niepieniężnym, jak i pieniężnym. Jednocześnie poziom niegotówkowy (memoriałowy) tych zdarzeń ma charakter uznaniowy, ustalany jest na podstawie wyceny bilansowej. Wycena bilansowa prowadzona jest zgod-

⁹ S. Richardson, *Earnings Quality and Short Sellers*, „Accounting Horizons” 2003, No. 17, s. 41-69.

¹⁰ M. Lang, J.S. Raedy, M.H. Yetman, *How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality*, „Journal of Accounting Research” 2003, No. 41 (2), s. 363-386.

¹¹ S. Balsam, J. Krishnan, J.S. Yang, *Auditor Industry Specialization and Earnings Quality*, „Auditing” 2003, No. 22 (2), s. 71-97.

nie z wymogami prawnymi, które pozwalają wybierać alternatywne sposoby postępowania w ramach tzw. praw wyboru oraz obszarów swobody. Taki stopień swobody pozwala menedżerom kreować obraz przedsiębiorstwa, kierując się własnymi intencjami. Część finansistów wyraża wręcz pogląd, że im większa rozbieżność między zyskiem memoriałowym wygenerowanym w trakcie roku obrotowego a nadwyżką środków pieniężnych z działalności operacyjnej (rozbieżność ta określana jest w literaturze przedmiotu jako różnice memoriałowe, ang. *total accruals*, TA), tym mniejsza wiarygodność obrazu firmy prezentowanego w sprawozdaniu finansowym¹². Dekompozycja ta może być opisana za pomocą następujących równań:

$$Zn_t = CFO_t + TA_t,$$

stąd

$$TA_t = Zn_t - CFO_t,$$

gdzie:

Zn_t – zysk netto w roku t ,

CFO_t – przepływy z działalności operacyjnej w roku t ,

TA_t – wartość różnic memoriałowych w roku t .

Niestety, wielkość różnic memoriałowych prezentowanych przez jedną firmę nie może być wprost porównywana do wartości tej kategorii z lat poprzednich bądź wartości prezentowanych przez inne firmy. Wynika to z faktu, że duże jednostki w sposób naturalny będą wykazywały wyższą wartość TA w stosunku do firm małych. Stąd dla zachowania porównywalności danych w badaniu wykorzystano wskaźnik TATA prezentujący relację różnic memoriałowych do ogólnej wartości aktywów na początek badanego roku. Poziom aktywów jest tu więc wagą określającą skalę prowadzonej działalności, a wartość z początku okresu wynika z założenia, że jeżeli jednostka manipuluje danymi, to może wpływać także na poziom aktywów bieżącego roku, nie może natomiast manipulować wartością aktywów z roku poprzedniego.

Opierając się na powyższej formule obliczeniowej oraz badaniach prowadzonych w tym zakresie na świecie, należy się spodziewać, iż średni poziom wskaźnika TATA oraz mediana wyliczone dla roku poprzedzającego wejście spółki na giełdę będą wyższe niż w pozostałych latach objętych badaniem.

¹² R. Cieślik, *Metody oceny wiarygodności sprawozdań finansowych w praktyce światowej*, w: *Przedsiębiorczość. Aspekty finansowe i społeczne*, red. W. Szczęsny, J. Turyna, S. Wymysłowski, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2010, s. 130.

Dla potwierdzenia postawionej tezy analizie poddano dane zawarte w sprawozdaniach finansowych spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie innych niż banki, zakłady ubezpieczeń, dostawcy usług finansowych oraz spółki zagraniczne w latach 2008-2011. Do próby włączono wszystkie dane dostępne w bazach ekonomicznych, Notoria, interia.pl, wp.pl, bankier.pl. Ostatecznie próba objęła 55 spółek, co w ramach okresu badawczego dało łącznie 225 przypadków analitycznych. Wyniki przeprowadzonego badania prezentuje tabela 1.

Tabela 1

Dane opisowe dla wskaźnika TATA wyliczone dla spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2008-2011

	Rok IPO+2	Rok IPO+1	Rok IPO	Rok IPO-1	Rok IPO-2
TATA dodatnie	17	21	29	23	19
TATA ujemne	38	34	26	32	36
Udział % TATA dodatnie	30,9%	38,2%	52,7%	41,8%	34,5%
TATA dodatnie wyższe lub równe 10%	6	7	13	13	7
Udział % TATA dodatnie wyższe lub równe 10%	10,9%	12,7%	23,6%	23,6%	12,7%
Wartość średnia TATA	-0,036	-0,032	0,031	0,019	-0,013
Mediana	-0,043	-0,023	0,001	-0,018	-0,047

Dane te jednoznacznie wskazują na dwa okresy, w których osiągnęte wyniki różnią się od pozostałych lat objętych badaniem. W roku poprzedzającym wejście spółki na giełdę i w roku debiutu, czyli okresach istotnych dla zwiększenia zainteresowania emisją akcji oraz ich wyceną na debiucie, poziom różnic memoriałowych jest najwyższy. Świadczy o tym zarówno wartość średnia, jak i mediana. Wyniki te mogą zatem sugerować, iż w okresach tych występuje wyraźnie silniejsza, w stosunku do pozostałych lat, tendencja do zawyżania wyniku finansowego przez wykorzystanie metod księgowych. Ważną obserwacją jest także znaczący wzrost liczby przypadków, w których dodatni poziom różnic memoriałowych przekracza wartość 10% ogólnej sumy aktywów. W roku IPO i w roku poprzednim liczba tych spółek jest prawie dwukrotnie większa. Jest to zatem kolejny argument sugerujący, iż w tych latach skala zawyżania wyniku finansowego jest silniejsza.

Wnioskowanie na temat jakości zysku na podstawie wskaźnika TATA, pomimo że jest stosowane w opracowaniach naukowych, uważa się za podejście uproszczone i w pewnych przypadkach może być nieuzasadnione. W praktyce badawczej częściej spotyka się rozwiązania dokonujące podziału ogólnej sumy różnic memoriałowych na część nieuznaniową, tzw. operacyjne różnice memoriałowe (ang. *normal accruals*, NA) i część wynikającą z intencjonalnego działania menedżera, tzw. intencjonalne różnice memoriałowe (ang. *abnormal accruals*, AA).

Tu należy wyraźnie podkreślić, iż operacyjne różnice memoriałowe kształtowane są przez rozmiar prowadzonej działalności, natomiast intencjonalne różnice memoriałowe są skutkiem subiektywnych księgowych wyborów dokonywanych przez menedżera¹³. Dekompozycja ta może być opisana za pomocą następujących równań:

$$\begin{aligned}Zn_t &= CFO_t + TA_t, \\TA_t &= NA_t + AA_t, \\Zn_t &= CFO_t + NA_t + AA_t,\end{aligned}$$

gdzie:

Zn_t – zysk netto w roku t ,

CFO_t – przepływy z działalności operacyjnej w roku t ,

TA_t – wartość różnic memoriałowych w roku t ,

NA_t – wartość operacyjnych różnic memoriałowych w roku t ,

AA_t – wartość intencjonalnych różnic memoriałowych w roku t .

Dokonanie takiego podziału na podstawie czytania sprawozdań nie jest jednak możliwe. Należy w tym celu wykorzystać jedną z kilku metod ilościowych opisanych i przetestowanych w opracowaniach światowych¹⁴.

W ramach niniejszego badania dla oceny jakości zysku wykorzystano model Lindy DeAngelo¹⁵. W modelu tym operacyjne różnice memoriałowe dla danego roku są równe wartości tych różnic, które firma wykazała w roku poprzednim. Zatem wzrost poziomu różnic memoriałowych w stosunku do roku poprzedniego, zgodnie z założeniami modelu, jest podstawą do stwierdzenia wykorzystywania przez przedsiębiorstwo niedozwolonych praktyk księgowych, a sama formuła obliczeniowa przedstawia się następująco:

$$NA_t = \frac{TA_{t-1}}{A_{t-2}},$$

gdzie:

NA_t – operacyjne różnice memoriałowe w roku t ,

TA_{t-1} – wartość różnic memoriałowych ogółem w roku $t-1$,

A_{t-2} – ogólna suma aktywów w roku $t-2$.

¹³ R. Cieślak, *Metody oceny wiarygodności...*, op. cit., s. 130.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ L. DeAngelo, *Accounting numbers as market valuations substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*, „The Accounting Review” 1986, No. 61, s. 400-420.

Wykorzystując założenia modelu L. DeAngelo oraz opierając się na wynikach innych badań prowadzonych w tym zakresie na świecie można postawić tezę, iż w przypadku spółek IPO debiutujących na GPW w Warszawie średni poziom intencjonalnych różnic memoriałowych oraz mediana wyliczone dla roku poprzedzającego wejście spółki na giełdę będą wyższe niż w pozostałych latach objętych badaniem.

Wyniki testu na poziom intencjonalnych różnic memoriałowych prezentuje tabela 2. Dane te jednoznacznie wskazują, że w okresie poprzedzającym wejście spółki na giełdę poziom intencjonalnych różnic memoriałowych jest wyraźnie wyższy niż w latach kolejnych. Dotyczy to zarówno wartości średniej (3,2%), jak i mediany (3,6%). Wyniki te są zatem zgodne z rezultatami innych badań i potwierdzają tezę o zawyżaniu przez spółki IPO wyniku finansowego w okresie poprzedzającym debiut giełdowy.

Tabela 2

Dane opisowe dla intencjonalnych różnic memoriałowych AA wyliczone dla spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2008-2011

	Rok IPO+2	Rok IPO+1	Rok IPO	Rok IPO-1
AA dodatnie	25	23	32	32
AA ujemne	30	32	23	23
Udział % AA dodatnie	45,5%	41,8%	58,2%	58,2%
AA dodatnie wyższe lub równe 10%	9	9	14	16
Udział % AA dodatnie wyższe lub równe 10%	16,4%	16,4%	25,5%	29,1%
Wartość średnia AA	-0,004	-0,063	0,012	0,032
Mediana	-0,009	-0,018	0,014	0,036

W okresie IPO-1 obserwujemy także znaczący, bo blisko 80-procentowy, wzrost liczby przypadków, w których dodatni poziom intencjonalnych różnic memoriałowych przekracza wartość 10% ogólnej sumy aktywów. W okresie tym widoczny jest zatem bardzo wyraźny wzrost liczby spółek, które w sposób agresywny poprawiają wartość prezentowanego wyniku finansowego.

Zgodnie z wnioskami wynikającymi z wielu opracowań empirycznych, agresywne kreowanie obrazu przedsiębiorstwa odbija się w sposób negatywny na wynikach przyszłych. Najczęściej taką barierą jest okres dwóch lat. Można zatem postawić tezę, że różnice pomiędzy wartościami średnimi w roku IPO-1 i roku IPO+2 powinny być największe. Potwierdza to analiza zawarta w tabeli 3. W przypadku spółek debiutujących w 2008 (po wyłączeniu przypadków ekstremalnych, poziom AA powyżej 50% wartości aktywów) i 2011 roku różnica ta jest statystycznie istotna i zgodnie z założeniami testu nie może być uznana za przypadkową.

Tabela 3

Dane analizy statystycznej istotności różnic średnich prób zależnych dla spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2008-2011

	Średnia	Odch. std	N	Różnica	Odch. std	t	df	p
Debiut 2008								
IPO +2	-0,027143	0,145308						
IPO-1	0,083571	0,129947	14	-0,110714	0,114318	-3,62370	13	0,003089
Debiut 2009								
IPO +2	0,051429	0,124020						
IPO-1	0,038571	0,078831	7	0,012857	0,138289	0,245984	6	0,813894
Debiut 2010								
IPO +2	-0,103333	0,169902						
IPO-1	-0,036000	0,165866	15	-0,067333	0,220015	-1,18529	14	0,255634
Debiut 2011								
IPO +2	-0,043571	0,125429						
IPO-1	0,043571	0,140363	14	-0,087143	0,144937	-2,24967	13	0,042434

Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu metodologia oceny „jakości zysku” została oparta na założeniu, że jednostka gospodarcza, wykorzystując prawa wyboru i obszary swobody zawarte zarówno w krajowych, jak i międzynarodowych regulacjach dotyczących prawa bilansowego, jest w stanie kształtować poziom przychodów i kosztów, nie jest natomiast w stanie kreować przepływów pieniężnych. Wyniki badania oparte na powyższym założeniu w sposób jednoznaczny pozwoliły wykazać, że średnia wartość wskaźnika TATA oraz intencjonalnych różnic memoriałowych (AA) w okresie wejścia spółki na giełdę i w okresie poprzedzającym jest wyraźnie wyższa niż wartość tych mierników obserwowana w pozostałych okresach objętych badaniem. Wyniki te są zgodne z teoretycznymi założeniami badania oraz z rezultatami innych badań prowadzonych w tym zakresie i stanowią empiryczny dowód na wykorzystywanie przez spółki debiutujące na GPW w Warszawie metod księgowych do intencjonalnego zawyżania wyników finansowych.

Pomimo znalezienia empirycznych dowodów na kreowanie obrazu firmy zawartego w sprawozdaniu finansowym przez spółki IPO, warto wskazać na ograniczenia przyjętej metodologii badania. Otóż przyjęta metoda szacowania intencjonalnych różnic memoriałowych nie uwzględniała wpływu na ich poziom zmian rozmiarów prowadzonej działalności. Dodatkowo w przypadku firm szybko się

rozwijających wysoki poziom dodatnich różnic memoriałowych jest raczej naturalny, a przecież znaczną część spółek IPO możemy do tej kategorii zaliczyć. Niemniej jednak obserwacje dokonane w ramach niniejszego badania stanowią pewien wkład w dyskusję na temat jakości informacji finansowej na polskim rynku kapitałowym i mogą stanowić przesłankę do dalszych badań w tym zakresie.

Literatura

- Balsam S., Krishnan J., Yang J.S., *Auditor Industry Specialization and Earnings Quality*, „Auditing” 2003, No. 22 (2).
- Cieślik R., *Metody oceny wiarygodności sprawozdań finansowych w praktyce światowej*, w: *Przedsiębiorczość. Aspekty finansowe i społeczne*, red. W. Szczęsny, J. Turyna, S. Wymysłowski, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2010.
- Cieślik R., Szczęsny W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty jakości zysku*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. W. Szczęsny, J. Turyna, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2007.
- Cieślik R., Szczęsny W., *Zysk księgowy jako czynnik asymetrii informacji na rynku kapitałowym*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczej: Teoria i praktyka budżetowania*, red. W. Szczęsny, J. Turyna, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2009.
- DeAngelo L., *Accounting numbers as market valuations substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*, „The Accounting Review” 1986, No. 61.
- Dechow P., Dichev I., *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*, „The Accounting Review” 2002, No. 77(S).
- Erickson M., Wang S., *Earnings management by acquiring firms in stock-for-stock mergers*, „Journal of Accounting and Economics” 1998, No. 27.
- Francis J., LaFond R., Olsson P., Schipper K., *The market pricing of accruals quality*, „Journal of Accounting and Economics” 2005, No. 39(1).
- Lang M., Raedy J.S., Yetman M.H., *How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality*, „Journal of Accounting Research” 2003, No. 41 (2).
- Richardson S., *Earnings Quality and Short Sellers*, „Accounting Horizons” 2003, No. 17.
- Toeh S., Welch I., Wong T.J., *Earnings management and the long-run market performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1998, No. 53.
- Toeh S., Welch I., Wong T.J., *Earnings management and the underperformance of seasoned equity offering*, „Journal of Financial Economics” 1998, No. 50.

EARNINGS QUALITY OF IPO FIRMS ON THE EXAMPLE OF THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary

The purpose of this paper is to empirically investigate the earnings quality (EQ) of IPO companies on the Polish capital market. The study included data from financial statements of companies that became public through the IPO process on the WSE between 2008 and 2011. In order to estimate EQ I used an approach based on measurement of abnormal accruals. This study has shown that the average magnitude of the income-increasing abnormal accruals in the pre-IPO period was significantly higher than in the post-IPO periods. This result is consistent with prior findings and the theoretical assumptions and provides an empirical evidence that Polish firms' managers engage in earnings management at the time of the IPO.