

Rafał Tuzimek

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PROGNOZY WYNIKÓW A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Autor podjął tematykę wpływu informacji dotyczących prognoz finansowych na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie; przeprowadził badania, których celem było określenie wpływu informacji o prognozie rocznych wyników finansowych na występowanie ponadprzeciętnych anormalnych stóp zwrotu z tych akcji.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, prognozy wyników, giełda papierów wartościowych.

1. Wstęp

Jednym ze sposobów wpływania na wartość przedsiębiorstwa mogą być podejmowane przez zarządy spółek giełdowych lub ich właścicieli decyzje dotyczące polityki informacyjnej spółki. Dobrą praktyką notowanych firm jest informowanie akcjonariuszy (zarówno obecnych, jak i przyszłych) o ważnych wydarzeniach, planach na przyszłość czy wreszcie prognozach wyniku finansowego. I choć większość takich działań jest obowiązkiem spółek, wynikającym wprost z przepisów prawa, to zawsze pozostaje pewien zakres działań, których podjęcie zależy tylko i wyłącznie od dobrej woli zarządzających. Uznaje się, że właściwa i transparentna komunikacja z inwestorami należy do grupy tych czynników trudno mierzalnych, które w znaczący sposób wpływają na kształtowanie się kursów akcji. Szczególnie istotny wydaje się dialog z rynkiem w przypadkach, które mogą negatywnie oddziaływać na wartość spółki. Wówczas właściwe komunikaty mogą w odpowiedni sposób przygotować akcjonariuszy na napływ złych wieści ze spółki w przyszłości. Takie działanie może w istotny sposób zapobiec nadmiernym i nieadekwatnym fluktuacjom kursu akcji. W niniejszym artykule autor podjął tematykę wpływu pojawiających się informacji dotyczących prognoz finansowych na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Autor przeprowadził badania empiryczne na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem badań było określenie wpływu pierwszej informacji o progno-

zie rocznych wyników finansowych, jaka została przekazana rynkowi przez spółkę, na występowanie ponadprzeciętnych anormalnych stóp zwrotu z tych akcji, co bezpośrednio powiązane jest z kształtowaniem się wartości przedsiębiorstwa. Badania dotyczą prognoz rocznego zysku netto na lata 2007-2009.

2. Przegląd badań dotyczących wpływu ujawniania prognoz na wartość akcji spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych

Badania dotyczące wpływu ogłoszenia prognoz wyników finansowych na wartość akcji dotyczą najczęściej rynku Stanów Zjednoczonych. Badania te wskazują na silny wpływ prognoz wyników finansowych na ruchy kursów akcji w otoczeniu ogłoszenia prognoz. Należy tu podkreślić, iż w USA sporządzanie prognoz zysków oraz ich upublicznianie jest obowiązkowym działaniem zarządu.

Jedne z pierwszych badań poświęconych zagadnieniu prognoz wyników, przeprowadzone przez Patella [1976, s. 246-276], Nicholasa i Tsaya [1980, s. 140-155] oraz Penmana [1980, s. 132-160], dowodzą, iż prognoza wzrostu zysków skutkuje znaczną aprecjacją kursów w okolicach dnia ogłoszenia. Takie zachowanie cen akcji łączyli oni z teorią sygnalizacji. Badacze nie zaobserwowali jednak istotnych spadków kursów akcji przy ogłoszeniu prognoz spadku zysków. Kolejne prace (m.in. [Kaszniak, Lev 1995, s. 113-134; Atiase i in. 2005, s. 497-525]) wskazały już na dodatnią relację pomiędzy ogłoszonymi prognozami wyników a poziomami kursów akcji (przy wzrostach i spadkach).

Jakkolwiek w literaturze przedmiotu można odnaleźć badania stojące w opozycji do powyżej opisanych zależności, to jednak z większości badań przeprowadzonych na rynkach zagranicznych wynika, iż publikacja prognoz oddziałuje na kursy akcji i zazwyczaj prognoza wzrostu zysków powoduje wzrosty, a prognoza spadku – spadek kursów akcji.

Wpływ ogłoszeń prognoz wyników finansowych na kursy akcji był również przedmiotem badań prowadzonych na rynku polskim przez Gurgula [2006, s. 57-62]. Baza danych wykorzystana przez Gurgula obejmowała wszystkie ogłoszenia prognoz zysków przez spółki notowane na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie od stycznia 1996 r. do marca 2003 r. Źródłem danych było archiwum Gazety Giełdowej „Parkiet” oraz publikacje warszawskiej giełdy. Za dzień ogłoszenia prognozy zysków uznano moment pojawienia się pierwszej oficjalnej informacji dotyczącej prognozy zysku, jaką udało się zidentyfikować, podanej przez członka zarządu danej spółki. W świetle przyjętej definicji zdarzenia wyselekcjonowano 279 ogłoszeń prognoz zysków. Dzielne ceny zamknięcia pozyskano również z bazy Gazety Giełdowej „Parkiet”.

W analizie wykorzystano ciągłe (logarytmiczne) stopy zwrotu, a do obliczania zwykłych stóp zwrotu został zastosowany model rynkowy ARMA-GARCH.

Próbie 279 zdarzeń podzielono na dwie grupy (tab. 1). Do pierwszej zaliczono ogłoszenia prognoz zysków większych niż zysk osiągnięty w roku poprzedzającym (lub prognozowany w poprzednim ogłoszeniu). Do drugiej grupy zakwalifikowano ogłoszenia, w których prognozowany zysk był mniejszy od zysku osiągniętego w roku poprzednim (lub prognozowanego w poprzednim ogłoszeniu).

Tabela 1. Średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w okolicach dnia ogłoszenia prognoz wyników finansowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

AR/CAR	Wzrost zysków	Spadek zysków
-2	-1,05%	1,52%
-1	0,21%	0,50%
0	0,80%	0,02%
1	2,63%*	-3,75%*
2	0,73%	-0,79%
$CAR_{(-2,2)}$	3,32%	-2,50%
$CAR_{(-1,1)}$	3,64%	-3,23%
$CAR_{(0,1)}$	3,42%	-3,73%

*Wartość istotna na poziomie 1%.

Źródło: [Gurgul 2006, s. 99].

W grupie prognoz wzrostu zysków średnia anormalna stopa zwrotu jest istotna statystycznie w pierwszym dniu następującym po ogłoszeniu i wynosi 2,63%. Tego samego dnia również i dla grupy prognoz spadku zysków zaobserwowano istotną statystycznie średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu w wysokości -3,76%. Znamienne jest, że we wszystkich symetrycznych oknach zdarzenia wartości CAR dla prognoz wzrostu zysków były dodatnie (max $CAR_{(-1;1)}$ równe 3,64%), a dla prognoz spadku zysków ujemne (min $CAR_{(-1;1)}$ równe -3,23%).

Nie udało się zaobserwować żadnego istotnego efektu ogłoszeń prognoz zysków w dniu zdarzenia („dzień 0”). Gurgul wskazuje, że wystąpienie istotnego efektu dzień później wynika z faktu, że wiele spółek zaliczonych do próby było notowanych w systemie kursu jednolitego – ceny akcji spółek notowanych na GPW mogły dyskutować informacje o prognozowanych przez zarząd zyskach najwcześniej w dniu sesyjnym następującym po ogłoszeniu prognozy.

Wyniki badań Gurgula dowodzą, iż w warunkach polskich prognozy spadku zysków (złe wiadomości) zdecydowanie silniej przekładają się na kursy niż prognozy wzrostu zysków (dobre wiadomości), co potwierdza obserwacje z rynków zagranicznych. Wskazane zależności z badań przeprowadzonych przez Gurgula zasadniczo nie odbiegają od wyników badań dla zagranicznych rynków akcji opisanych w poprzednim rozdziale.

3. Dodatkowe stopy zwrotu realizowane przez akcjonariuszy po ujawnieniu informacji o prognozie zysków w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – wyniki własnych badań empirycznych

3.1. Zakres badania i opis próby

Przeprowadzone badanie dotyczy analizy zachowania się kursu akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, rozumianego jako reakcja na ogłoszenie prognoz rocznych wyników finansowych. Badanie uwzględnia zidentyfikowane pierwsze ujawniane informacje o prognozach rocznych, które miały miejsce w okresie styczeń 2007 – lipiec 2009. Wybrany okres obejmuje czas, kiedy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie panowała hossa (styczeń 2007 – sierpień 2007) i silna bessa (wrzesień 2007 – luty 2009). Okres marzec 2009 – lipiec 2009 to swoiste odbicie od dna bessy.

Obserwowane zmiany kursów akcji podmiotów są w dużym stopniu odzwierciedleniem przewidywań rynku co do ewentualnego wpływu zakomunikowanych zmian lub zamierzeń, wyrażających się w uzyskanym efekcie ekonomicznym.

W badaniach poddaje się obserwacji okres obejmujący okres historyczny (sesje poprzedzające wydarzenie) oraz okres bezpośrednio przed i po pojawieniu się znaczącej informacji (od wybranego dnia poprzedzającego wydarzenie do wybranego dnia następującego po nim). W wybranym „oknie” badawczym (+/- dzień informacji) zostają określone dodatkowe stopy zwrotu zrealizowane przez właścicieli – akcjonariuszy. Dodatkowa stopa zwrotu jest definiowana jako różnica pomiędzy rzeczywistą stopą zwrotu zrealizowaną w danym okresie a stopą zwrotu, której należałoby oczekiwać na podstawie linii charakterystycznej akcji oraz zachowania rynku w tym okresie [Haugen 1996, s. 121]. Wskaźnik ten określa nadwyżkę faktycznie uzyskanej przez inwestora stopy zwrotu ponad średnią oczekiwaną stopę zwrotu możliwą do uzyskania przy danym poziomie ryzyka [Torabzadeh, Bertin 1987, s. 315]. Autor do analizy wykorzystał średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu (AR), ich skumulowane wartości w oknie zdarzenia (CAR). Do obliczenia poszczególnych parametrów zastosowano model rynkowy.

Próba wykorzystana w analizie uwzględnia tylko te prognozy, które dotyczą rocznych wyników finansowych i były formułowane i upubliczniane przez zarząd. Co ważne, próba obejmuje tylko i wyłącznie pierwotne prognozy wyników finansowych – korekty prognoz wyników finansowych nie były przedmiotem badań. Dodatkowo autor uszczuplił próbę o wszelkie prognozy, których publikacja nastąpiła poprzez raporty okresowe, dzięki czemu w pewnym stopniu odseparowano informacje o prognozach od innych informacji, które mogły mieć wpływ na kursy akcji.

Ponieważ prognozy publikowane przez spółki uwzględniają często różne parametry, poczynając od przychodów ze sprzedaży, EBIT, EBITDA, zysku netto, autor

zdecydował, że jedynym parametrem branym pod uwagę będzie zysk netto. Wobec tego zdarzenie zdefiniowano jako pierwsze ogłoszenie prognozy zysków netto, które udało się zidentyfikować. Dniem zdarzenia („dzień 0”) jest dzień publikacji tychże prognoz.

W analizowanym okresie styczeń 2007 – lipiec 2009 udało się zidentyfikować 52 prognozy zysków netto. Wyznaczona próba została pomniejszona o 16 zdarzeń na skutek braku możliwości wyznaczenia odpowiedniej długości okien estymacyjnego i zdarzenia (z reguły na skutek debiutu), braku dostępności do danych, zawiesznień w notowaniach akcji lub też znacznej liczby sesji bez obrotu (w oknie badania bądź w oknie estymacyjnym). Populacja została również pomniejszona o podmioty, w których występowały zdarzenia wzajemnie się nakładające i uniemożliwiające w ten sposób odseparowanie od siebie efektów pojedynczego zdarzenia. W rezultacie ostatecznie wyselekcjonowano 36 zdarzeń włączonych do próby badawczej (33 spółki).

Badanie poprowadzono dwuetapowo. W pierwszym etapie został przeanalizowany ogólny wpływ pierwszej informacji o prognozie zysku netto na kursy akcji spółek, a następnie dokonano tej samej analizy w odniesieniu do odpowiednio wyselekcjonowanych grup zdarzeń, określonych przez wielkości prognozowanych zysków netto. Badania poprowadzono w podziale na trzy grupy: „wzrosty”, „spadki” i „strata/zysk” (tab. 2). Kryterium przydziału do konkretnej grupy stanowi wysokość prognozowanego zysku netto w stosunku do historycznych wyników z roku poprzedniego.

Tabela 2. Charakterystyka próby badawczej

Kategoria/Rok	2007	2008	2009	Razem
Wzrosty do 25%	1	7	2	10
Wzrosty ponad 25%	5	5	5	15
Spadki	3	1	4	8
Strata/Zysk	0	0	3	3
Razem	9	13	14	36

Źródło: opracowanie własne.

Do grupy „wzrosty” zakwalifikowano ogłoszenia prognoz zysków netto, w których prognozowane wartości zysku netto były większe niż w poprzednim roku (25 zdarzeń). „Spadki” to grupa 8 zdarzeń, obejmujących ogłoszenia prognoz spadków zysków netto w stosunku do roku wcześniejszego. Grupa „strata/zysk” to z kolei 3 ogłoszenia zysków netto, kiedy przed rokiem spółka poniosła stratę netto. Do celów analizy i wychwycenia bliższych zależności pomiędzy prognozami a kursami akcji stworzono dodatkowo dwie podkategorie „wzrostów”: „wzrosty do 25%” (10 zdarzeń) – ogłoszenia prognoz zysków netto, w których prognozowane wartości

zysku netto nie były większe niż o 25% od zysku netto osiągniętego w poprzednim roku oraz „wzrosty ponad 25%” (15 zdarzeń) – prognozowany zysk netto był większy przynajmniej o 25% w stosunku do zysku netto wypracowanego w roku poprzednim.

Daty pojawienia się pierwszych informacji o prognozach zysku netto zostały ustalone między innymi w oparciu o archiwa internetowe „Parkietu”, „Pulsu Biznesu”, money.pl, bankier.pl, serwisy giełdowe wp.pl, onet.pl, biznes.polska.pl i strony internetowe spółek. Ceny zamknięcia poszczególnych akcji, jak i wartości indeksu WIG (indeks rynku) na koniec sesji w oknie estymacyjnym i oknie zdarzenia pozyskano z archiwum notowań portalu internetowego GPWInfoStrefa.pl.

3.2. Wyniki badań

W dalszej części opracowania zostały zaprezentowane wyniki badań uzyskane zbiorczo dla całej populacji i w podziale na następujące grupy zdarzeń: „wzrosty”, „wzrosty do 25%”, „wzrosty ponad 25%”, „spadki” i „strata/zysk”. W pierwszej kolejności zaprezentowano w ujęciu tabelarycznym i graficznym średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu (AR), ich wartości skumulowane (CAR), wariancje tych stóp i *p-value* (świadczące o statystycznej istotności) dla dni objętych oknem zdarzenia, a następnie dokonano ich interpretacji. Przy interpretacji wyników należy pamiętać o ograniczonej liczebności próby.

Wyniki badań zaprezentowane w tab. 3 wskazują, że w przypadku całej próby prognoz zysków netto (36 wyselekcjonowanych zdarzeń), w dniu ogłoszenia informacji o prognozie (AR równe 1,71%) oraz w dniu następującym po „dniu 0” (AR równe 0,95%), nastąpił ponadnormatywny wzrost cen akcji. Tym samym akcjonariusze spółek informujących o prognozie zysku netto mogli zrealizować dodatkowe stopy zwrotu. Należy tu jednak podkreślić, że istotny wpływ na wychwycone zależności mogła mieć struktura próby, w której jedynie co piąta prognoza zapowiadała spadek zysków w stosunku do poprzedniego roku bilansowego. W całym 21-dniowym oknie zdarzenia inwestorzy mogli osiągnąć ponadnormalną stopę zwrotu w wysokości 3,40% (wartość CAR). Tylko w okresie 3 dni wokół „dnia 0” skumulowana wartość ponadprzeciętnych stóp zwrotu wyniosła 2,5%. Analiza wariancji i jej znaczny wzrost w „dniu 0” świadczy dobitnie, o tym że informacja o prognozie zysku netto jest dla rynku bardzo ważna i wywołuje znaczne ożywienie wśród inwestorów giełdowych.

Omawiane wyniki są zgodne z większością badań przeprowadzonych na rynkach zagranicznych. Prognoza ogólnie traktowana jest jako dobra wiadomość, a aprecjacja kursu choć w niewielkim stopniu, to jednak sama w sobie może być efektem „nagrody – premii” ze strony inwestorów za prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej w odniesieniu do przyszłych wyników finansowych (tzw. premia za uczciwość).

Tabela 3. Statystyki całej próby prognoz zysków netto

Dzień	AR	Wariancja	t-stud	<i>p-value</i>	CAR
-10	0,34	27,38	0,32	0,75	0,34
-9	0,47	16,63	0,58	0,57	0,81
-8	-0,64	21,54	-0,68	0,50	0,17
-7	0,08	15,42	0,10	0,92	0,25
-6	0,33	12,67	0,47	0,64	0,58
-5	-0,20	12,08	-0,29	0,77	0,38
-4	0,76	20,53	0,83	0,77	1,13
-3	0,62	26,74	0,60	0,56	1,75
-2	-0,31	10,34	-0,49	0,63	1,44
-1	-0,17	9,94	-0,26	0,79	1,27
0	1,77	69,07	1,03	0,31	2,98
1	0,95	24,24	0,97	0,34	3,93
2	-0,25	5,30	-0,55	0,59	3,68
3	0,08	7,09	0,15	0,88	3,76
4	-0,30	10,18	-0,47	0,64	3,46
5	-0,76	6,79	-1,46	0,15	2,70
6	0,42	9,11	0,70	0,49	3,12
7	0,29	11,27	0,43	0,67	3,41
8	-0,25	4,78	-0,58	0,57	3,16
9	0,09	7,96	0,16	0,87	3,25
10	0,15	8,18	0,26	0,80	3,40

Źródło: opracowanie własne.

Drugi etap badań, czyli analiza poszczególnych grup prognoz zysków, również wydaje się częściowo potwierdzać obserwacje z rynków zagranicznych. W tabeli 4 dla próby „wzrosty” w zakresie skumulowanych wartości ponadprzeciętnych stóp zwrotu (CAR) daje się zauważyć silne trendy wzrostowe.

Silne trendy wzrostowe w zakresie skumulowanych wartości ponadprzeciętnych stóp zwrotu (CAR) można zaobserwować również dla próby „strata/zysk”. W tym przypadku największy ponadnormatywny przyrost wartości wystąpił „po dniu 0”. Wyniki wyliczeń w tej grupie zaprezentowane zostały w tab. 5.

Zaskoczeniem okazał się fakt, że w próbie „wzrosty do 25%” (tab. 6) bezpośrednio po „dniu 0” wystąpiły ujemne średnie anormalne stopy zwrotu. Wartość CAR dla symetrycznego 21-dniowego okna zdarzenia wyniosła -3,9%. W analizie CAR dla tej próby wyraźnie zarysowują się dwa silne trendy: wzrostowy, rozpoczynający się na 6 dni przed ogłoszeniem prognoz i trwający do dnia poprzedzającego publikację prognozy; spadkowy począwszy od pierwszego dnia po przekazaniu do publicznej

Tabela 4. Statystyki próby „wzrosty”

Dzień	AR	Wariancja	t-stud	<i>p-value</i>	CAR
-10	0,70	14,70	0,92	0,37	0,70
-9	0,43	9,87	0,68	0,50	1,13
-8	-0,30	9,21	-0,49	0,63	0,83
-7	-0,52	9,06	-0,86	0,40	0,32
-6	0,79	10,25	1,23	0,23	1,11
-5	-0,31	8,33	-0,53	0,60	0,80
-4	0,14	14,21	0,18	0,86	0,94
-3	0,94	22,17	1,00	0,33	1,88
-2	0,53	4,65	1,24	0,23	2,41
-1	-0,18	8,61	-0,30	0,77	2,23
0	1,71	55,33	1,15	0,26	3,94
1	-0,01	7,46	-0,02	0,98	3,93
2	-0,36	4,13	-0,90	0,38	3,57
3	-0,21	6,19	-0,43	0,67	3,35
4	-0,46	8,08	-0,81	0,42	2,89
5	-0,93	4,90	-2,11	0,05	1,96
6	0,63	7,08	1,19	0,25	2,59
7	0,21	9,17	0,34	0,74	2,79
8	-0,52	2,91	-1,53	0,14	2,27
9	-0,07	4,42	-0,16	0,87	2,20
10	-0,30	2,08	-1,06	0,30	1,90

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Statystyki próby „strata/zysk”

Dzień	AR	Wariancja	t-stud*	<i>p-value*</i>	CAR
-10	-2,03	118,33			-2,03
-9	3,52	53,89			1,48
-8	-6,32	81,82			-4,83
-7	3,51	32,51			-1,32
-6	-0,80	8,52			-2,12
-5	-0,56	23,96			-2,68
-4	4,37	15,37			1,69
-3	-2,43	7,75			-0,74
-2	-0,86	7,77			-1,60
-1	-1,22	6,39			-2,82
0	7,07	85,79			4,26
1	9,79	68,62			14,05
2	-2,05	1,09			12,00
3	1,23	2,21			13,23
4	-2,12	0,18			11,11
5	0,69	12,56			11,81
6	-1,30	5,63			10,50
7	2,21	10,27			12,72
8	2,03	4,30			14,75
9	3,48	12,70			18,23
10	4,79	30,28			23,02

* Zbyt mała próba do określenia wartości.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 6. Statystyki próby „wzrosty do 25%”

Dzień	AR	Wariancja	t-stud	<i>p-value</i>	CAR
-10	0,80	0,05	11,57	0,00	0,80
-9	-0,74	0,39	-3,76	0,00	0,06
-8	-2,00	0,29	-11,75	0,00	-1,94
-7	-0,20	0,12	-1,85	0,10	-2,14
-6	1,38	0,85	4,73	0,00	-0,77
-5	0,02	0,89	0,08	0,94	-0,74
-4	2,01	0,28	12,06	0,00	1,27
-3	0,41	0,05	5,82	0,00	1,68
-2	0,48	0,78	1,70	0,12	2,16
-1	-1,21	0,06	-15,90	0,00	0,95
0	0,65	0,01	17,13	0,00	1,60
1	-1,64	2,18	-3,52	0,01	-0,04
2	-1,28	0,05	-18,20	0,00	-1,32
3	-0,46	0,17	-3,49	0,01	-1,78
4	0,51	0,16	4,01	0,00	-1,27
5	-1,31	0,10	-12,89	0,00	-2,58
6	0,66	1,17	1,93	0,09	-1,92
7	0,28	0,14	2,36	0,04	-1,64
8	-1,05	0,01	-45,05	0,00	-2,69
9	-0,14	0,12	-1,33	0,22	-2,83
10	-1,06	0,00	-66,47	0,00	-3,89

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Statystyki próby „wzrosty ponad 25%”

Dzień	AR	Wariancja	t-stud	<i>p-value</i>	CAR
-10	1,23	10,98	1,44	0,17	1,23
-9	1,49	8,06	2,04	0,06	2,72
-8	0,99	9,21	1,27	0,23	3,72
-7	0,24	9,86	0,29	0,77	3,96
-6	0,46	5,40	0,77	0,45	4,42
-5	-0,38	8,63	-0,50	0,62	4,04
-4	-1,31	5,07	-2,25	0,04	2,73
-3	1,69	31,50	1,17	0,26	4,43
-2	0,50	5,56	0,82	0,42	4,93
-1	0,11	10,35	0,13	0,90	5,03
0	2,44	86,48	1,02	0,33	7,47
1	0,51	6,88	0,75	0,47	7,98
2	0,41	4,95	0,72	0,49	8,39
3	-0,22	8,44	-0,29	0,78	8,17
4	-1,03	6,15	-1,61	0,13	7,14
5	-0,74	5,29	-1,25	0,23	6,40
6	1,03	7,72	1,44	0,17	7,43
7	0,40	12,67	0,43	0,67	7,83
8	-0,20	2,23	-0,53	0,60	7,62
9	-0,26	5,52	-0,42	0,68	7,36
10	0,28	1,46	0,88	0,39	7,64

Źródło: opracowanie własne.

wiadomości prognozy wyniku netto. Według autora powyższe obserwacje mogą świadczyć o niespełnieniu oczekiwań rynku co do przyszłych zysków netto. Anormalna aprecjacja kursu przed ujawnieniem prognoz może z kolei wskazywać na przeciek informacji o zamiarze bliskiej publikacji prognoz (przeciek dotyczy jednak tylko zamiaru publikacji prognoz, bez konkretnych danych co do wielkości i kierunku prognoz).

W tabeli 7 autor prezentuje obliczenia dla próby „wzrosty ponad 25%”. W tej próbie można zaobserwować szczególnie silne trendy wzrostowe w zakresie skumulowanych wartości ponadprzeciętnych stóp zwrotu (CAR). Przyrost wartości jest w tym przypadku równomierny przez cały okres obserwacji.

Zarówno dla danych zaprezentowanych w tabeli 7, jak i poprzednio dla grup „wzrosty” oraz „strata/zysk” ciekawą obserwacją – i zgodną z oczekiwaniami – jest to, że najwyższe wzrosty średnich ponadprzeciętnych anormalnych stóp zwrotu (AR) występują „w dniu 0” i jego bliskim sąsiedztwie – szczególnie widoczne jest to w przypadku prób „wzrosty ponad 25%” oraz „strata/zysk”. W tym drugim przypadku charakterystyczne jest też to, że przed ogłoszeniem prognoz zysków netto dominują ujemne AR – co można tłumaczyć tym, że oczekiwania co do przyszłych wyników finansowych są bardzo mocno obciążone faktem poniesienia strat netto w poprzednim roku bilansowym. Publikacja prognozy zysku w takiej sytuacji mocno winduje kurs akcji (CAR(0:10) równe 25,8%).

Tabela 8. Statystyki próby „spadki”

Dzień	AR	Wariancja	t-stud	<i>p-value</i>	CAR
-10	0,09	6,73	0,09	0,93	0,09
-9	-0,54	2,65	-0,93	0,38	-0,45
-8	0,45	3,32	0,69	0,51	0,00
-7	0,63	5,84	0,74	0,48	0,63
-6	-0,68	3,40	-1,04	0,34	-0,04
-5	0,25	5,70	0,30	0,78	0,21
-4	1,33	9,94	1,19	0,27	1,54
-3	0,74	9,08	0,70	0,51	2,28
-2	-2,75	7,81	-2,79	0,03	-0,47
-1	0,26	2,05	0,52	0,62	-0,21
0	-0,28	5,72	-0,33	0,75	-0,49
1	0,64	0,96	1,85	0,11	0,15
2	0,78	1,06	2,13	0,07	0,92
3	0,57	1,33	1,39	0,21	1,49
4	0,89	4,04	1,25	0,25	2,38
5	-0,78	1,90	-1,59	0,16	1,61
6	0,42	3,93	0,59	0,57	2,02
7	-0,18	2,41	-0,32	0,76	1,85
8	-0,27	2,70	-0,46	0,66	1,58
9	-0,67	2,85	-1,13	0,30	0,91
10	-0,18	2,17	-0,35	0,74	0,73

Źródło: opracowanie własne.

Nie do końca zrozumiała – na pierwszy rzut oka – wydaje się reakcja rynku na ogłoszenie prognoz spadku zysków netto. Wyniki wyliczeń dla tej grupy zostały zaprezentowane w tab. 8.

Mimo ujemnej średniej AR w „dniu 0” w wysokości $-0,3\%$ oraz w „dniu -2 ” w wysokości $-2,8\%$, CAR w 21-dniowym oknie zdarzenia jest dodatnie ($0,73\%$). Ujemna wartość CAR w 5-dniowym symetrycznym oknie zdarzenia w wysokości $-1,4\%$ może sugerować, że dla części inwestorów prognoza spadków zysku netto jest informacją jednoznacznie złą. Odbicie CAR w dniach następujących po „dniu 0” może być konsekwencją głębszej analizy przekazanej informacji i konfrontacji ze zrewidowanymi oczekiwaniami co do przyszłych zysków. W rzeczywistości inwestorzy być może doszli do wniosku, że prognoza nie jest „aż tak zła”, a w świetle globalnej dekonjunkury i słabej kondycji branży, w której działa dana spółka, prognoza jest nawet całkiem dobra. Innym wytłumaczeniem reakcji rynku w tym przypadku może być wcześniejsze zdyskontowanie negatywnych prognoz – przecież prognoza spadku zysków jest pochodną wielu czynników, o których emitenci z reguły na bieżąco informują opinię publiczną (na średnio rozwiniętych rynkach akcji, a takim wydaje się być Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, powinna mieć miejsce efektywność informacyjna).

4. Podsumowanie

Przeprowadzone badania wskazują, iż poprzez działania w zakresie polityki informacyjnej w odniesieniu do prognoz rocznych zysków netto można wpływać na wartość akcji spółek notowanych na rynku publicznym. Badania empiryczne z zagranicznych rynków kapitałowych i badania własne przeprowadzone na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskazują generalnie na pozytywną reakcję inwestorów na ogłoszenie prognoz rocznych zysków netto. Ogłoszenie prognozy wzrostu zysku (dobra wiadomość) przekłada się generalnie na aprecjację kursów akcji, a publikacja prognozy spadku zysków netto (zła wiadomość) skutkuje spadkiem kursów akcji. Wydaje się również, że im wyższe prognozowane zyski, tym silniejsza dodatnia reakcja kursów. Na rynku polskim sugeruje się, iż progniem, który różnicuje mocno zachowania inwestorów, jest prognoza wzrostu zysków netto w wysokości 25% r-d-r. O ile prognozy wzrostu zysku netto niższe od 25% r-d-r spotykają się nawet ze spadkiem kursu akcji, o tyle te przekraczające 25% r-d-r wpływają bardzo silnie na aprecjację kursu.

Z badań na rynkach zagranicznych, a także z badań Gurgula na polskim rynku akcji wynika, iż większy wpływ na kursy akcji mają prognozy spadku zysków niż prognozy wzrostu zysków. Badania przeprowadzone przez autora na GPW w Warszawie nie potwierdzają powyższej obserwacji.

Literatura

- Atiase R. i in., *Market reaction to multiple contemporaneous earnings signals: earnings announcements and future earnings guidance*, „Review of Accounting Studies” 2005, vol. 10.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa 1996.
- Juratakanont S., Supattarakul S., *The Empirical Evidence on Management Forecast Disclosures in Thailand*, Burapha University, Thammasat Business School, October 2008.
- Kaszniak R., Lev B., *To warn or not to warn: Management disclosure in the face of an earnings surprise*, „Accounting Review” 1995, vol. 70.
- Nichols D., Tsay J., *Security price reactions to long-range executive earnings forecasts*, „Journal of Accounting Research” 1980, vol. 17.
- Patell J., *Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests*, „Journal of Accounting Research” 1976, vol. 14.
- Penman S., *An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts*, „Journal of Accounting Research” 1980, vol. 18.
- Skinner D., *Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*, „Journal of Accounting Research” 1994, vol. 32.
- Torabzadeh K., Bertin W., *Leveraged buyouts and shareholders returns*, „Journal of Economic Research” 1987.

EARNINGS FORECASTS AND THE VALUE OF THE COMPANY

Summary: In this paper the author has explored the subject of impact of information regarding financial forecasts on the value of shares of companies listed on the Stock Exchange in Warsaw. The author conducted a study which aim was to determine the effect of information regarding the annual results and financial forecasts on the abnormal rates of return on those shares.