

## Wpływ ostrzeżeń o możliwości niezrealizowania zysku na stopy zwrotu na GPW w Warszawie

Ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku są podawane przez zarząd przedsiębiorstwa, jeśli pojawiają się powody, które nie pozwalają wierzyć w realizację wcześniej prognozowanych zysków. Zgodnie z teorią ekonomiczną tego rodzaju informacje nie powinny mieć żadnego wpływu na kursy akcji. Powodem jest teza, że informacje zawarte w ostrzeżeniach trafiają już wcześniej do inwestorów. Inwestorzy mogą antycypować treść zapowiedzi o możliwości niezrealizowania zysków na podstawie wcześniejszych informacji o firmie, branży lub całej gospodarce narodowej.

Wbrew tym teoretycznym przypuszczeniom badania empiryczne wykazały, że ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku wywołują istotną reakcję cen, i to nie tylko w dniu ogłoszenia ostrzeżenia, ale i w dniach sąsiednich (oknie zdarzenia), jak świadczą o tym m.in. wyniki badań Jacksona i Madury [2003]. Ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku stanowią zgodnie z tymi badaniami dla rynku amerykańskiego cenne źródło informacji. Powstaje pytanie, czy takie informacje mają wpływ na zachowania inwestorów także na małych wschodzących rynkach akcji. Można by dalej zastanawiać się, czy reakcja inwestorów zależy od kulturowej, technicznej i ekonomicznej charakterystyki danego rynku akcji. Jeśli tak, to nasuwają się dalsze pytania, a mianowicie pytania o czynniki, które mają wpływ na reakcję inwestorów, względnie czynniki, które taką reakcję czynią bardziej prawdopodobną. Są to ogólnie postawione pytania, które stanowią trzon referatu.

Trzeba podkreślić, że opublikowano wiele prac poświęconych wpływowi informacji o przyszłych zyskach na ceny akcji, a więc i wartość firmy. Są to prace m.in. takich autorów jak: Brous [1992], Lys i Sohn [1990], Datta i Dhillon [1993]. Także w pracach Browna [1978], Wattsa [1978] oraz Rendlemana, Jonesa i Latané [1982] są dowody empiryczne wpływu zapowiedzi zysków na ceny akcji. Kilka lat temu została opublikowana na bazie danych dla GPW w Warszawie praca poświęcona tej problematyce (por. Gurgul i Majdosz [2004]), w której autorzy wykazali istotny wpływ zapowiedzi wysokości zysków na ceny akcji.

Istotnym kierunkiem badawczym jest analiza roli punktu czasowego, w którym ogłaszane są zapowiedzi, oraz ich treść. Przykładowo Gennotte i Trueman [1996] ustalili, o której godzinie przedsiębiorstwa ogłaszają najczęściej różne wiadomości. Autorzy ustalili np. że wpływ rozmaitych informacji na ceny akcji jest większy, gdy podaje się je w godzinach pracy giełdy, a nie gdy są podawane po zamknięciu giełdy. Z badań tych wynika również, że menedżerowie preferują podawanie do publicznej wiadomości informacji o zyskach (raporty kwartalne lub roczne) oddzielnie, a więc nie są wtedy podawane na ogół inne informacje. Ma to miejsce

szczególnie wtedy, gdy menedżerowie wierzą, że informacje o zyskach mają większy wpływ na przyszłą rentowność przedsiębiorstwa niż sądzą gorzej poinformowani inwestorzy. Z naszego punktu widzenia praca Libby i Tana [1999] jest jedną z najważniejszych. Autorzy ci wykazali, że analitycy giełdowi w oparciu o ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku obniżają prognozy zysku. Ta okoliczność jest dowodem na to, że ogłoszenia o możliwości niezrealizowania zysku stanowią cenne informacje dla inwestorów. We wspomnianej już pracy Jacksona i Madury [2003] stwierdzono, że już na około pięciu dni przed podaniem ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku zaczynają się dopasowania cenowe, które trwają aż do piątego dnia po zapowiedzi możliwości niezrealizowania zysku. Skumulowane stopy zwrotu w 11-elementowym tzw. oknie zdarzenia, czyli skumulowany efekt cenowy wynosi aż  $-21.7\%$ .

W naszych badaniach dla GPW przyjęto jako pierwszą hipotezę następujące przypuszczenie:

Podanie do publicznej wiadomości ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku wpływa ujemnie na ceny akcji danego przedsiębiorstwa, a więc na jego wartość. Zgodnie z hipotezą o efektywności rynków, każdy efekt zapowiedzi niezrealizowania zysków powinien być zdyskontowany już w dniu zapowiedzi. Jednakże niektórzy inwestorzy mogą mieć informacje podane w ostrzeżeniu już wcześniej (np. mogą to być informacje o złych perspektywach całej branży, w której działa dane przedsiębiorstwo). Dlatego warta sprawdzenia jest hipoteza:

Już przed oficjalnym podaniem ostrzeżenia do publicznej wiadomości zaczynają obniżać się ceny akcji, których dane ostrzeżenie dotyczyło.

Najczęściej sygnały zawarte w ostrzeżeniu o możliwości niezrealizowania zysku nie są pewne. Inwestorzy muszą sami wydedukować, co dla ich długoterminowych zysków oznaczają te sygnały. Z tej niepewności mogą oczywiście wynikać błędy. Dlatego efekty cenowe mogą mieć miejsce po ogłoszeniu ostrzeżenia. Fakt ten prowadzi do trzeciej hipotezy mówiącej, że zapowiedzi o możliwości niezrealizowania zysku mogą prowadzić do obniżki kursów akcji także po dniu zapowiedzi.

Sformułowane trzy hipotezy dotyczą związku pomiędzy reakcją rynku na zapowiedź i ostrzeżeniem. Można w badaniu sformułować także inne hipotezy dotyczące wpływu na wielkość reakcji takich czynników jak punkt czasowy publikacji ostrzeżenia, wielkość przedsiębiorstwa i zapowiadany stopień obniżenia się zysku. Dlatego formułujemy trzy następne hipotezy:

Jako czwartą hipotezę przyjmujemy przypuszczenie, że efekt cenowy ostrzeżenia jest większy, gdy dzień ostrzeżenia nie jest odległy pod dnia raportu kwartalnego lub rocznego.

W piątej hipotezie przypuszczamy, że efekt ostrzeżenia jest tym silniejszy, im mniejszego przedsiębiorstwa dotyczy.

I wreszcie w szóstej hipotezie przyjmujemy, że większe redukcje cen mają miejsce wtedy, gdy w ostrzeżeniu mówi się o stosunkowo silnym spadku zysków.

Z przeprowadzonych badań dla danych z GPW w Warszawie wynika wniosek,

że pomimo możliwych wcześniejszych informacji dotyczących wybranego przedsiębiorstwa, branży, do której ono należy, czy nawet całej gospodarki ostrzeżenia o możliwości niezrealizowania zysku mają istotny wpływ na ceny akcji przedsiębiorstwa, a więc na jego wartość. Wyniki testów w dniach sąsiednich w stosunku do dnia publikacji ostrzeżenia dowodzą braku istotnej reakcji stóp zwrotu w tych dniach i to zarówno poprzedzających dzień ogłoszenia jak i w dniach następnych. Zwykłe stopy zwrotu w tych wszystkich dniach są nieistotne statystycznie. Uzyskana próba była zbyt mała, aby jednoznacznie odpowiedzieć na pytania czwarte, piąte i szóste. Choć współczynniki regresji wielowymiarowej użytej w badaniu prawdziwości hipotez stojących za wymienionymi pytaniami były nieistotne, to jednak ich znaki były takie same jak dla giełdy amerykańskiej (por. Jackson i Madura [2003]). Zatem brak istotności wyniknął prawdopodobnie ze zbyt małej liczności próby. Dlatego w przyszłości będzie konieczne powtórzenie tych badań w oparciu o większą próbę.

#### Literatura

- P. A. Brous [1992] *Common stock offerings and earnings expectations: A test of the release of unfavourable information*, Journal of Finance 47, 1517–1536.
- S. L. Brown [1978] *Earnings changes, stock prices, and market efficiency*, Journal of Finance 33, 17–28.
- S. Datta, U. Dhillon [1993] *Bond and stock market response to unexpected earnings announcement*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 28, 565–577.
- E. F. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll [1969], *The adjustment of stock prices to new information*, International Economic Review 10, 1–21.
- G. Gennotte, B. Trueman [1996] *The strategic timing of corporate disclosures*, Review of Financial Studies 9, 665–690.
- H. Gurgul, P. Majdosz [2004] *The information content of earning forecasts announcements: The case of the Polish Stock Exchange*, “Macromodels 2003”, Proceedings of the Thirtieth International Conference (ed. W. Welfe and A. Welfe), Łódź 2004, pp. 87–102.
- D. Jackson, J. Madura [2003] *Profit warnings and timing*, The Financial Review 38, 497–513.
- R. Libby, H. Tan [1999] *Analysts’ reactions to warning of negative earning surprises*, Journal of Accounting Research 37, 415–435.
- T. Lys, S. Sohn [1990] *The association between revisions of financial analysts’ forecasts and security price changes*, Journal of Accounting and Economics 13, 341–364.
- R. Rendleman, C. P. Jones, H. Latane [1982] *Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustments*, Journal of Financial Economics 10, 269–288.
- R. L. Watts [1978] *Systematic ‘abnormal’ returns after quarterly earnings announcements*, Journal of Financial Economics 6, 127–157.