

Załącznik 2a

do wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego

Autoreferat w języku polskim

przedstawiający opis dorobku i osiągnięć naukowych,
w szczególności określonych w art. 16 ust. 2 ustawy

dr Joanna Lizińska

Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Poznań 2019

Spis treści

1. Imię i nazwisko habilitanta	3
2. Posiadane dyplomy i stopnie naukowe	3
3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu.....	4
4. Sylwetka naukowo-badawcza habilitanta	4
5. Wskazanie osiągnięcia naukowego.....	7
5.1. Tytuł wskazanego osiągnięcia naukowego	7
5.2. Wykaz publikacji wchodzących w skład osiągnięcia naukowego	7
5.3. Omówienie celu naukowego ww. pracy/prac i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania	11
5.3.1. Uzasadnienie wyboru problematyki i wskazanie luki badawczej	11
5.3.2. Cel i obszary badawcze	17
5.3.3. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 1	21
5.3.4. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 2	27
5.3.5. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 3	32
5.3.6. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - podsumowanie.....	39
5.3.7. Dalsze perspektywy badawcze.....	41
6. Omówienie osiągnięć naukowo-badawczych i innych obszarów aktywności naukowej	42
6.1. Sumaryczne zestawienie osiągnięć naukowo-badawczych.....	42
6.2. Publikacje naukowe	44
6.3. Udział w projektach badawczych.....	52
6.4. Udział w krajowych i międzynarodowych konferencjach tematycznych, w tym referaty ogłoszone na tych konferencjach	53
6.5. Nagrody i wyróżnienia za działalność naukową.....	55
7. Omówienie dorobku dydaktycznego, popularyzatorskiego, współpracy międzynarodowej oraz działalności organizacyjnej	56
8. Literatura wykorzystana w autoreferacie	59



1. Imię i nazwisko habilitanta

Joanna Lizińska

2. Posiadane dyplomy i stopnie naukowe

STOPIEŃ DOKTORA NAUK EKONOMICZNYCH

2009 **stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii**, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, nadany uchwałą Rady Wydziału Zarządzania z dnia 9 października 2009 r.

- Tytuł pracy doktorskiej: *Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa*
- Promotor: dr hab. Jacek Mizerka, prof. nadzw. UEP
- Recenzent: dr hab. Prof. nadzw. AE Irena Pyka
- Recenzent: dr hab. Jan Sobiech, prof. nadzw. UEP
- Rozprawa doktorska otrzymała nagrody:

Nagroda indywidualna III stopnia JM Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu za wyróżnioną rozprawę doktorską; 2010

II miejsce w VII edycji Konkursu na najlepszą pracę doktorską przygotowaną i obronioną w roku akademickim 2009/2010 organizowanego przez Fundację Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu; 2011

TYTUŁ MAGISTRA

1998-2003 **studia magisterskie** (dzienne, 4,5-letnie), Akademia Ekonomiczna w Poznaniu¹, Wydział Zarządzania, kierunek: Zarządzanie i marketing, specjalność: Finanse i rachunkowość przedsiębiorstw

2003 **tytuł magistra** poświadczony dyplomem z dnia 20 stycznia 2003 r.

- Tytuł pracy magisterskiej: *Rozwój rynku usług leasingowych w Polsce w latach 1990-2001*
- Ocena za pracę: celująca; Ocena na egzaminie magisterskim: celująca; Ocena na dyplomie: celująca
- Promotor: prof. dr hab. Jan Sobiech, prof. nadzw. UEP
- Recenzent: prof. dr hab. Danuta Krzemińska, prof. zw. UEP

WYKSZTAŁCENIE DODATKOWE

2000-2003 **Międzywydziałowe Studium Pedagogiczne** przy Akademii Ekonomicznej w Poznaniu (obecnie Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu)

2003 uzyskanie w dniu 17 kwietnia 2003 r. dyplomu ukończenia studiów na **Międzywydziałowym Studium Pedagogicznym** przy Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, potwierdzającego kwalifikacje pedagogiczne do pracy nauczycielskiej z wynikiem bardzo dobrym

¹ Obecnie: Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.



3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu

UNIwersYTET EKONOMICZNY W POZNANIU

1.01.2010 – obecnie **adiunkt** w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu*

1.02.2003 – 31.12.2009 **asystent** w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu (dawniej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu)**

* w tym blisko 2 lata i 9 miesięcy na podejmowanie obowiązków wynikających z macierzyństwa

** w tym niespełna 1 rok na podejmowanie obowiązków wynikających z macierzyństwa

INNA AKTYWNOŚĆ AKADEMICKA ZWIĄZANA Z DYDAKTYKA

2007-obecnie umowy cywilno-prawne na prowadzenie zajęć na studiach podyplomowych oraz zajęciach dodatkowych dla studentów; Uniwersytet Ekonomiczny z Poznaniu

2006-2008 umowy cywilno-prawne - współpraca w charakterze wykładowcy; Gnieźnieńska Wyższa Szkoła Humanistyczno-Menedżerska „Milenium”

4. Sylwetka naukowo-badawcza habilitanta

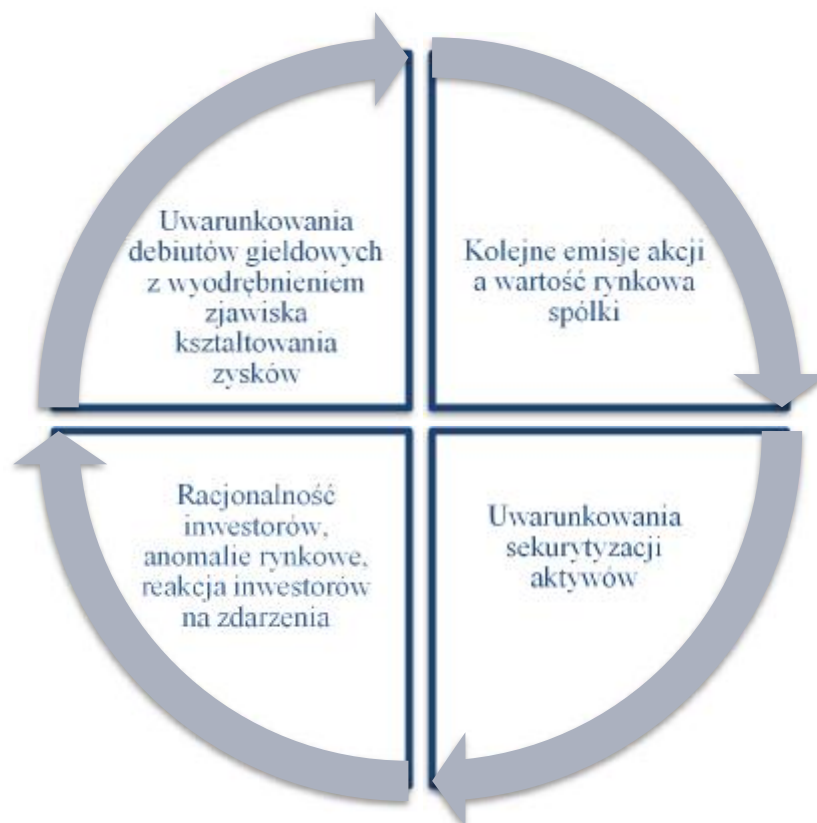
Moja aktywność naukowa była trwale związana z Uniwersytetem Ekonomicznym w Poznaniu (wcześniej Akademią Ekonomiczną w Poznaniu). Kluczowe dla mojej ścieżki naukowej prace badawcze stanowiły bezpośredni lub pośredni rezultat czterech projektów badawczych realizowanych w ramach umowy z Ministerstwem Nauki i Szkolnictwa Wyższego (MNiSW) i Narodowym Centrum Nauki (NCN). Brałam w nich aktywny udział opracowując koncepcję badań, a następnie w realizując prace badawczych. W jednym z grantów MNiSW/NCN powierzono mi funkcje kierownika, jeden realizowałam we współpracy międzynarodowej, a w jednym byłam wyłącznym wykonawcą. Działalność naukowo-badawczą prowadziłam zarówno samodzielnie, jak i w zespołach badawczych.

W swoim dorobku posiadam łącznie 48 publikacji naukowych, głównie artykułów w recenzowanych czasopismach. Cztery moje publikacje posiadają współczynnik wpływu Impact Factor i znajdują się w Journal Citation Reports (JCR) oraz na liście A w wykazie punktowanych czasopism naukowych MNiSW. Nadto, moje publikacje obejmują współautorstwo recenzowanej monografii naukowej, artykuły w recenzowanych międzynarodowych materiałach konferencyjnych indeksowanych w Web of Science, artykuły w międzynarodowych recenzowanych czasopismach indeksowanych w Web of Science oraz artykuły w recenzowanych czasopismach znajdujących się na liście B



w wykazie czasopism punktowanych MNiSW. W języku angielskim opublikowałam 20 prac badawczych.

Realizując kolejne prace badawcze, dużą wagę przywiązywałam do wymiany doświadczeń na międzynarodowych i krajowych konferencjach naukowych, na których miałam możliwość poddania efektów moich badań szerszej dyskusji i które dawały inspirację do podejmowania dalszych kierunków badań. Międzynarodowy wymiar aktywności naukowej rozwijałam również pełniąc rolę recenzenta manuskryptów w czasopismach indeksowanych na Web of Science i Scopus oraz JCR, recenzenta projektu międzynarodowego czy przynależąc do międzynarodowych organizacji naukowych oraz biorąc udział w Komitecie organizacyjnym międzynarodowej konferencji naukowej. Współredagowałam monografię naukową oraz numer czasopisma. Swoje kompetencje naukowe sukcesywnie poszerzam uczestnicząc w specjalistycznych kursach, szkoleniach i prezentacjach. Ważnym dla mnie doświadczeniem było pełnienie funkcji promotora pomocniczego w przewodzie doktorskim oraz pełnienie opieki naukowej nad studentami.



Rysunek 1. Obszary aktywności naukowo-badawczej

Źródło: Opracowanie własne.



Moja aktywność naukowo-badawcza od samego początku związana jest z obszarem finansów, a w szczególności finansów przedsiębiorstwa i – w pewnym stopniu - rynków finansowych. Grupy tematyczne mojej dotychczasowej działalności naukowo-badawczej prezentuję na *Rysunku 1*.

W okresie przed otrzymaniem stopnia doktora moja aktywność naukowo-badawcza skupiała się wokół problematyki sekurytyzacji aktywów. W okresie późniejszym kontynuowałam badania nad tą problematyką, ale równolegle zaczęłam poszukiwać nowych kierunków badań. Perspektywa badawcza powstających publikacji naukowych i innych prac naukowo-badawczych pozostała mocno ukierunkowana na sferę pozyskania finansowania i relacje między interesariuszami oraz problematykę wartości przedsiębiorstwa. Te nowe obszary badań naukowych - chociaż w znakomitej większości tematycznie odległe od prac badawczych powstałych w okresie przed otrzymaniem stopnia doktora - wypływały w naturalny sposób z moich wcześniejszych doświadczeń naukowo-badawczych. Moja aktywność naukowa w okresie po otrzymaniu stopnia doktora obejmowała cztery grupy tematyczne, z których jedna dominowała i stała się podstawą realizacji osiągnięcia naukowego w postaci cyklu publikacji powiązanych tematycznie, a pozostałe znalazły wyraz w innych moich osiągnięciach naukowych. Mój znaczący wkład w rozwój dyscypliny powstały w rezultacie tych prac chciałabym przedstawić w niniejszym autoreferacie.



5. Wskazanie osiągnięcia naukowego

5.1. Tytuł wskazanego osiągnięcia naukowego

Jako osiągnięcie naukowe w rozumieniu art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2016 r. poz. 882 ze zm. w Dz. U. z 2016 r. poz. 1311) przedstawiam cykl publikacji powiązanych tematycznie pod tytułem:

Kształtowanie zysków a wartość rynkowa spółki dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wchodzącym

5.2. Wykaz publikacji wchodzących w skład osiągnięcia naukowego

Przedstawiany cykl publikacji powiązanych tematycznie i stanowiący osiągnięcie naukowe w rozumieniu art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2016 r. poz. 882 ze zm. w Dz. U. z 2016 r. poz. 1311) obejmuje 18 pozycji. Składa się z: 2 artykułów w czasopismach naukowych znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JRC), 14 podrozdziałów w monografii naukowej we współautorstwie (w tym jestem autorem lub współautorem całości badań empirycznych), 2 publikacji w międzynarodowych materiałach konferencyjnych indeksowanych w Web of Science, 2 publikacji w recenzowanych czasopismach międzynarodowych indeksowanych w Web of Science, 1 rozdziału w międzynarodowej recenzowanej monografii naukowej, 10 publikacji w recenzowanych czasopismach innych niż wyżej wymienione.

Indywidualny wkład w publikacje powstałe we współautorstwie, został opisany w *Załączniku 3*. Odpowiednie oświadczenia współautorów o wkładzie w powstanie zbiorowego osiągnięcia znajdują się w *Załączniku 5*. W *Załączniku 3* zawarłam również informacje o indeksowaniu poszczególnych czasopism, w których publikowałam w Journal Citation Reports (JCR), Scopus i Web of Science oraz o ich przynależności do listy A i B w wykazie punktowanych czasopism naukowych publikowanym przez MNiSW.

Prace składające się na cykl publikacji powiązanych tematycznie wymieniam w poniższym wykazie w kolejności według roku publikacji w ramach kategorii publikacji. Ze względu na różną długość procedur wydawniczych, kolejność ta może czasami odbiegać od chronologii prowadzenia prac naukowo-badawczych. Wyniki opisane w poszczególnych



publikacjach składających się na cykl są odzwierciedleniem stopniowych postępów prowadzonych badań naukowych. Na główne osiągnięcie naukowe składają się następujące prace, układające się w powiązaną tematycznie całość cyklu:

I. Publikacje naukowe w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JRC) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH):

- I. Jewartowski, Tomasz; **Lizińska**, Joanna (2012): *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*. *Emerging Markets Finance and Trade* 48(2), s. 59–75. DOI: 10.2753/REE1540-496X480204.
- II. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Towards Economic Corporate Sustainability in Reporting: What Does Earnings Management around Equity Offerings Mean for Long-Term Performance?* *Sustainability* 10(12), s. 1–23. DOI: 10.3390/su10124349.

II. Monografie, publikacje naukowe w czasopismach międzynarodowych lub krajowych inne niż znajdujące się w ww. bazach lub na ww. liście i inne:

Monografia naukowa we współautorstwie:

- III. Mizerka, Jacek i **Lizińska**, Joanna (red.) (2017): *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*. Warszawa: CeDeWu; następujące podrozdziały²:

Lizińska, Joanna (2017): *Zróźnicowanie geograficzne i sektorowe transakcji IPO na świecie*, w: *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 83–88.

Lizińska, Joanna (2017): *Cechy spółek debiutujących na rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 88–95.

Lizińska, Joanna (2017): *Niedoszacowanie IPO na świecie*, w: *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 104–107.

Lizińska, Joanna (2017): *Przeszacowanie IPO na świecie*, w: *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 125–129.

² Zespół autorski poszczególnych podrozdziałów został wymieniony na str. 2 tejże monografii.



Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Opis próby badawczej*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 81–83.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Charakterystyka IPO w Polsce na tle tendencji światowych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 95–99.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Metody oceny reakcji ceny akcji na debiut giełdowy*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 101–104.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Niedoszacowanie IPO w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 107–110.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Metody pomiaru przeszacowania cen akcji*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 121–125.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Przeszacowanie IPO w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 129–137.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące krótkookresową reakcję cenową na rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 110–115.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom niedoszacowania cen akcji w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 116–119.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom przeszacowania cen akcji na wybranych rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 137–140.

Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom przeszacowania cen akcji w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 140–141.



Międzynarodowe materiały konferencyjne indeksowane w Web of Science:

- IV. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *Is the IPO Anomaly in Poland Only Apparent or Real?*, w: *The Essence and Measurement of Organizational Efficiency*, red. Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha i Bogumiła Brycz. Cham: Springer International Publishing (Springer Proceedings in Business and Economics), s. 175–194.
- V. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Earnings Management and the Long-Term Market Performance of Initial Public Offerings in Poland*, w: *Finance and Sustainability. Proceedings from the Finance and Sustainability Conference, Wrocław 2017*, red. Agnieszka Bem, Karolina Daszyńska-Żygadło, Ta'ána Hajdíkóvá i Péter Juhász, t. 62. Cham: Springer International Publishing; Springer (Springer Proceedings in Business and Economics), s. 121–134.

Rozdział w międzynarodowej recenzowanej monografii naukowej:

- VI. Jewartowski, Tomasz; **Lizińska**, Joanna (2012): *Determinants of IPO underpricing – the Evidence from Poland*, w: *Financial Crises, Impact and Response: The View from the Emerging World*, red. Peter Koveos. Ateny, s. 103–113.

Publikacje w recenzowanych czasopismach międzynarodowych indeksowanych w Web of Science:

- VII. Czapiewski, Leszek; **Lizińska**, Joanna (2019): *Explanatory Power of Pre-Issue Financial Strength for Long-Term Market Performance: Evidence From Initial Equity Offerings on an Emerging Market*. *International Journal of Financial Studies* 7 (1), s. 1-16. DOI: 10.3390/ijfs7010016.
- VIII. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2019): *Is Window-Dressing around Going Public Beneficial? Evidence from Poland*. *Journal of Risk and Financial Management* 12(1), s. 1–16. DOI: 10.3390/jrfm12010018.

Pozostałe publikacje w recenzowanych czasopismach innych niż ww.:

- IX. **Lizińska**, Joanna (2013): *W poszukiwaniu przyczyn długookresowej reakcji cenowej po dokonaniu emisji IPO*. *Zarządzanie i Finanse/ Journal of Management and Finance* 2(2), s. 227–239.
- X. **Lizińska**, Joanna (2014): *Zjawisko underpricingu na rynkach wschodzących*. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia* 66, s. 361–374.



- XI. **Lizińska**, Joanna (2014): *Zróźnicowanie cech spółek dokonujących IPO na rynkach wschodzących i rozwiniętych*. Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska 74, s. 383–392.
- XII. **Lizińska**, Joanna (2015): *Manipulowanie zyskami na rynkach wschodzących i rozwiniętych-konsekwencje dla długookresowej wartości przedsiębiorstwa po dokonaniu pierwotnej emisji akcji*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 75, s. 297–308. DOI: 10.18276/frfu.2015.75-24.
- XIII. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2014): *Performance of Polish IPO firms: size and profitability effect*. Gospodarka Narodowa 1, s. 53–71.
- XIV. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2015): *Determinanty underpricingu w Polsce i na innych wybranych rynkach wschodzących*. Research Papers of the Wrocław University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 386, s. 112–125. DOI: 10.15611/pn.2015.386.08.
- XV. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2015): *Reassessing Polish IPO Underpricing and Underperformance*. Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica 1, s. 57–70. DOI: 10.18778/0208-6021.310.05.
- XVI. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *IPO Firms' Earnings Quality in Poland Around the Crisis*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 4 (cz.2), s. 201–212. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-16.
- XVII. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *Manipulowanie zyskami przez spółki debiutujące na GPW*. Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 4, s. 197–212. DOI: 10.14746/rpeis.2016.78.4.15.
- XVIII. **Lizińska**, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Earnings Management and Underpricing of IPOs on an Emerging Market*. Studia Oeconomica Posnaniensia 6(2), s. 7–20. DOI: 10.18559/SOEP.2018.2.1.

5.3. Omówienie celu naukowego ww. pracy/prac i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania

5.3.1. Uzasadnienie wyboru problematyki i wskazanie luki badawczej

Cykl publikacji powiązanych tematycznie pt.: „Kształtowanie zysków a wartość rynkowa spółki dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wchodzącym” stanowi zwieńczenie prac naukowo-badawczych rozpoczętych przeze mnie krótko po uzyskaniu stopnia doktora. W obszarze badawczym cyklu łączę dwa wątki poruszane w literaturze. Pierwszy dotyczy kształtowania zysków (*earnings management*) przez spółki



poprzez działania o charakterze memoriałowym (*accrual-based*) w celu wpłynięcia na ocenę inwestorów i wycenę rynkową przedsiębiorstwa. Drugi wątek dotyczy rynkowej wyceny spółek dokonujących pierwszych publicznych emisji akcji (*initial public offerings*, IPO). Łącząc oba wątki w cyklu, skupiam się na związku pomiędzy kształtowaniem zysków a wartością rynkową debiutujących spółek.

Teoria finansów zajmuje się szeroko rozumianymi decyzjami finansowymi przedsiębiorstw. Decyzje o sposobie finansowania, podobnie jak decyzje o podziale zysku czy decyzje inwestycyjne, powinny być podejmowane mając na celu zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, a zawężając - rynkowej ceny akcji. Sprawozdania finansowe uznawane są za ważne źródło informacji w procesie oceny perspektyw przedsiębiorstwa, przekładając się na jego wycenę rynkową. W tym kontekście, istotnym elementem sprawozdań finansowych jest wynik finansowy. Pytanie, czy raportowane zyski odzwierciedlają rzeczywistą rentowność przedsiębiorstwa od lat towarzyszy praktykom świata biznesu, równolegle stanowiąc przedmiot badań naukowych. Ostatni kryzys finansowy i napływające informacje o nadużyciach w obszarze raportowania pokazały, iż problem kształtowania zysków poprzez wpływanie na wysokość wyniku finansowego nie jest jednostkowy i rodzi bardzo poważne konsekwencje w obszarze decyzji finansowych.

Emisje akcji stanowią ważny element zasilania kapitałowego przedsiębiorstw. Przedmiotem moich badań są spółki dokonujące pierwszych ofert publicznych akcji (tzw. pierwotne emisje akcji, *initial public offering*, IPO). Debiut giełdowy jest ważnym wydarzeniem w cyklu życia spółki. Na tyle ważnym, że chęć wykreowania korzystnego wizerunku debiutującej spółki - szczególnie w obszarze rentowności - może zwyciężyć z obowiązkiem rzetelnego raportowania. Jeżeli tak rzeczywiście jest, to czy można zakładać, że manipulowanie zyskami pozostaje bez konsekwencji dla rynkowej wartości spółki, gdyż rynek nie czerpie z doświadczeń poprzedników? Czy można zakładać, że kolejni inwestorzy nabywając akcje debiutujących spółek i przepłacając za sztucznie wykreowaną rentowność, popełniają systematycznie błędy w wycenie takich podmiotów? Z drugiej strony, czy możliwe jest, że spółki wchodzące na giełdę podejmują działania związane z zawyżaniem zysków wiedząc, iż jako spółki publiczne podlegają większym rygorom związanym z raportowaniem? Te pytania stały się przesłanką do zainicjowania wieloetapowych badań, których rezultaty przedstawiam jako główne osiągnięcie.

Zakres pojęcia kształtowania zysków jest w literaturze przedmiotu dość zróżnicowany. Na potrzeby badań, których rezultaty zawiera cykl publikacji przyjąłam, iż „do zarządzania zyskami dochodzi wówczas, gdy menedżerowie używają swobody



decyzyjnej w procesie raportowania finansowego i kształtowania transakcji, aby zmieniać zawartość sprawozdań finansowych albo w celu wprowadzenia w błąd interesariuszy firmy odnośnie podstaw kondycji przedsiębiorstwa, lub w celu wpływu na efekty innych kontraktów, zależne od raportowanych wyników działalności” (definicja za: Healy i Wahlen 1999, s. 368, tłum. J. Lizińska).

Równoległe z pojęciem „kształtowanie zysków”, w polskim piśmiennictwie stosowane są zamienniki takie jak: kształtowanie wyników, zarządzanie zyskami, zarządzanie wynikami, manipulowanie zyskami, czy manipulowanie wynikami (*earnings manipulation, earnings management*). Działania takie nie powinny być mylone z kreatywną księgowością i preparowaniem zafałszowanych sprawozdań finansowych, choć w praktyce, granica pomiędzy działaniami legalnymi i nielegalnymi może być w niektórych przypadkach trudna do zarysowania (Gajdka 2012). Szczegółowe przepisy prawa precyzują, w jaki sposób określone zdarzenia gospodarcze powinny być odzwierciedlane w księgach rachunkowych, a finalnie w sprawozdaniach finansowych. Ustawodawca dopuszcza jednak w tym zakresie pewną swobodę zarządzających. Ekspercka wiedza menedżerów i znajomość szczegółów transakcji z perspektywy insiderów powinny być wykorzystywane w celu wiernego odzwierciedlenia sytuacji spółki użytkownikom sprawozdań finansowych. Ta swoboda może być jednak wykorzystywana w celu wręcz przeciwnym, a mianowicie do wprowadzenia w błąd pewnych grup interesariuszy.

Zyski raportowane przez spółki są ważnym elementem w ocenie jej szeroko pojętych perspektyw, w tym również w kontekście wartości rynkowej (Chan i wsp. 2001). Na informacyjne znaczenie zysków dla interesariuszy spółki wskazują zarówno praktycy, jak i dotychczasowe badania naukowe (Hotchkiss i Strickland 2003; Francis i wsp. 2002; Bernard i Thomas 1989). Spółki debiutujące na giełdzie znajdują się w specyficznym dla swojego rozwoju momencie. Powiększają swój kapitał, co pozwala dokonać znacznych inwestycji czy restrukturyzacji źródeł finansowania. Równoległe, przeobrażeniu ulegają stosunki właścicielskie, co często wiąże się z oddziaływaniem na skalę asymetrii informacji czy problemy agencji. Perspektywy debiutujących firm oceniane są przez potencjalnych inwestorów w dużej mierze na podstawie informacji płynących ze sprawozdań finansowych, które mogą odgrywać znaczącą rolę w łagodzeniu konfliktów interesu pomiędzy menedżerami i właścicielami spółek (DeAngelo 1986). To wszystko sprawia, iż – wśród wielu informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych – to właśnie sfera rentowności przedsiębiorstwa stanowi obszar niezmiernie istotny dla interesariuszy, szczególnie wówczas, gdy sprawozdania finansowe wydają się być głównym źródłem informacji



o spółce, tak jak w przypadków debiutów giełdowych. Specyfika działań nakierowanych na zarządzanie zyskami sprawia, iż zewnętrznym użytkownikom sprawozdań finansowych trudno jest zazwyczaj ocenić, czy odzwierciedlają one kondycję przedsiębiorstwa we właściwy sposób. Manipulowaniem zyskami zajmują się bowiem zazwyczaj profesjonaliści, a menedżerowie z oczywistych względów nie informują pozostałych grup interesariuszy o takich działaniach, nawet jeżeli do nich faktycznie dochodzi.

Problematyka wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO stanowiła znaczący nurt badań na świecie. Badania w tym obszarze zapoczątkowane zostały w latach 70. dwudziestego wieku dla debiutów dokonywanych na rynkach rozwiniętych (Stoll i Curley 1970; Ibbotson 1975), a za swego rodzaju kamień milowy uważa się prace Rittera (1991). Wartość rynkowa przedsiębiorstwa po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji związana jest bezpośrednio z pojęciem krótkoterminowego niedowartościowania cen akcji debiutujących spółek (*underpricing*) oraz długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek (*underperformance*). Dotychczas, ta złożona problematyka była podnoszona w badaniach o charakterze teoretycznym i empirycznym, przy czym rezultaty badań dla emisji dokonywanych na innych rynkach, nie są jednoznaczne co do wniosków o kształtowaniu się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO (przykładowo: Ibbotson 1975; Loughran i Ritter 1995; Rajan i Servaes 1997; Ljungqvist 1997; Cai i wsp. 2008; Chan i wsp. 2007; Paudyal i wsp. 1998; Stehle i wsp. 2000; Drobetz i wsp. 2005; Omran 2005; Banu Durukan 2002; Corhay i wsp. 2002; Ghosh 2005; da Silva Rosa i wsp. 2003; Lee i wsp. 2011). Chociaż dyskusja naukowa wokół problematyki wartości rynkowej po dokonaniu IPO toczy się od lat, to nadal pozostaje ona bardzo aktualnym obszarem badawczym. Szereg badań próbuje wyjaśnić krótko- i długoterminowe kształtowanie się cen akcji po debiucie, odwołując się do asymetrii informacji, sygnalizacji czy hipotezy *market-timing*. Znaczący jest też nurt badań podejmujący kwestie sposobu pomiaru wartości po IPO, gdzie stawia się pytanie, czy potwierdzone w wielu badaniach występowanie dodatnich krótkoterminowych oraz ujemnych długoterminowych stóp zwrotu z akcji debiutujących spółek nie jest zjawiskiem pozornym, które złożyć można na karb niedoskonałości w modelach wyceny, wynikających przykładowo z odmiennego poziomu ryzyka debiutujących spółek.

Dotychczasowe badania wskazują, iż w pewnych sytuacjach inwestorzy mogą wykazywać się nadmiernym optymizmem przy ocenie szeroko rozumianych perspektyw debiutujących spółek (Ritter 1991). Jedną z przyczyn wzmożonego optymizmu inwestorów w okresie IPO mogą być sztucznie zawyżone zyski, niewspółmierne do osiągniętych



przepływów pieniężnych. W przypadku debiutów giełdowych istnieją przesłanki skłaniające do oczekiwania agresywnego sposobu zarządzania wynikiem finansowym w okresach okołomisyjnych. Z badań przeprowadzonych dla debiutów giełdowych dokonywanych na rynkach rozwiniętych wynika, iż spółki zawiązały raportowane zyski (Teoh i wsp. 1998; Friedlan 1994). Z drugiej strony, to spółki publiczne podlegają większym rygorom sprawozdawczym, co indukuje większą efektywność monitoringu jakości sprawozdań finansowych i zwiększa prawdopodobieństwo tego, iż ewentualne manipulowanie zyskami w okresach okołomisyjnych zostanie wykryte. Burgstahler i wsp. (2006) wykazali dla rynków rozwiniętych, iż to firmy prywatne – a nie publiczne - w znacznie większym stopniu zarządzały zyskami. Inne jeszcze badania dla rynków rozwiniętych nie dały podstaw do konkluzji o manipulowaniu zyskami przez debiutujące spółki wskazując, iż spółki wchodzące na giełdę są raczej skłonne do zwiększania jakości sprawozdań finansowych, w tym raportowanego zysku, czyli w tych okresach w mniejszym stopniu manipulują zyskiem (Armstrong i wsp. 2009; Ball i Shivakumar 2005, 2008; Venkataraman i wsp. 2004). Te przeciwstawne argumenty odnośnie jakości sprawozdań finansowych w okresach debiutów giełdowych oraz wyniki dotychczasowych badań dla rynków rozwiniętych sprawiają, iż tematyka kształtowania zysków w odniesieniu do debiutów giełdowych jest nadal aktualna, a badania w tym obszarze potrzebne ze względu na istniejącą lukę badawczą.

Na tym tle, w naturalny sposób rodzi się pytanie o związek między kształtowaniem zysków przez spółki dokonujące pierwotnych emisji akcji a wartością rynkową tych spółek. W perspektywie krótkookresowej zawyżanie wyników w okresach okołomisyjnych może pozwalać na korzystne uplasowanie emisji. Równolegle może powodować negatywne konsekwencje, jeżeli inwestorzy odkryją manipulowanie sferą rentowności. Sztuczne zawyżanie zysków może mieć swoje źródło w przesunięciach pewnych pozycji finansowych między okresami i stąd też nie może trwać nieustannie. Oddziaływanie na zyski w okresie debiutu giełdowego, będzie więc rodzić konsekwencje dla innych okresów, przekładając się na postrzeganie spółki przez interesariuszy również w perspektywie długookresowej. Problematyka związku pomiędzy kształtowaniem wyników przez spółki dokonujące emisji akcji a wartością rynkową spółki była już podejmowana w literaturze przedmiotu. Dla emisji akcji dokonywanych na rynku rozwiniętym zaobserwowano negatywną relację między kształtowaniem wyników w okresach okołomisyjnych a wartością przedsiębiorstwa. Spółki, które manipulowały zyskami w okresie IPO były wyceniane relatywnie gorzej (DuCharme i wsp. 2001; Chan i wsp. 2001; Xie 2001). Teoh i wsp. (1998) raportowali istotne różnice w wartości rynkowej spółek dokonujących IPO w zależności od podejścia do



kształtowania wyników wskazując, iż dla spółek bardziej konserwatywnych zaobserwowano korzystniejszą wartość spółki w długim okresie.

Dodatkowym argumentem przesądzającym za podjęciem przeze mnie tematyki poruszonej w cyklu publikacji jest potrzeba badań dla rynków wschodzących, a w szczególności dla Polski, gdzie niedostatek badań nad problematyką kształtowania zysków przez debiutujące spółki w kontekście wartości rynkowej spółki jest szczególnie zauważalny. Badania nad zjawiskiem manipulowania zyskami przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie były dotychczas prowadzone dla ogółu spółek, bez uwzględniania specyfiki debiutów giełdowych (Brzeszczyński i wsp. 2011; Gajdka 2012; Wójtowicz 2010, 2015; Wyrobek i Stanczyk 2013; Jewartowski i Kałdoński 2016; Kałdoński i Jewartowski 2017). Dla spółek debiutujących na giełdzie nasilenie działań nakierowanych na manipulowanie wynikami może być jednak odmienne. Również problematyka kształtowania się wartości spółki po debiucie giełdowym znalazła wyraz w pracach poświęconych polskiemu rynkowi kapitałowemu. Publikacje innych autorów dotyczyły głównie wczesnych etapów giełdy (Aussenegg 2000; Jelic i Briston 2003; Lyn i Zychowicz 2003), chociaż nieliczne dotyczyły również emisji dokonywanych w późniejszych stadiach rozwoju giełdy (Brycz i wsp. 2017; Cornanic i Novak 2013). Problematyka jakości zysków raportowanych przez spółki debiutujące na GPW była podejmowana w kontekście uwzględniania ryzyka informacyjnego w modelach wyceny (Truszkowski 2013).

Badania, których rezultaty składają się na cykl publikacji przeprowadzone zostały na przykładzie pierwszych ofert publicznych akcji dokonywanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, z uwzględnieniem specyfiki rynków wschodzących. W badaniach nad związkiem między manipulowaniem zyskami a wartością rynkową spółki po dokonaniu IPO, Polska może stanowić doskonałe laboratorium badawcze. Po pierwsze stanowi przykład rynków wschodzących, cechujących się w wielu obszarach znaczną odmiennością w porównaniu do dominujących w dotychczasowych badaniach rynków rozwiniętych. Po drugie, Polska realizowała indywidualną ścieżkę rozwoju, a znaczenie może mieć fakt, iż skłonność przedsiębiorstw do zarządzania zyskami może być determinowana specyficznymi rozwiązaniami na poziomie krajowym (Ball i wsp. 2000). Ponadto, Polska została niedawno zaklasyfikowana przez FTSE Russell do grona rynków rozwiniętych. Chociaż moment reklasyfikacji nastąpił już po okresie badawczym stanowiącym podstawę badań empirycznych w cyklu publikacji, to znaczenie dla podjętej przez mnie problematyki mogło mieć stopniowe dojrzewanie rynku.



Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe argumenty należy stwierdzić, iż w literaturze przedmiotu rysuje się znacząca luka w obszarze badań nad związkiem pomiędzy kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki po dokonaniu pierwotnej emisji akcji na rynku wschodzącym. Niespójne wyniki dotychczasowych prac na rynkach rozwiniętych oraz niedostatek badań dla rynków wschodzących skłoniły mnie do włączenia się do toczącej się na świecie dyskusji naukowej poprzez rozszerzenie badań empirycznych nad tą tematyką. W rezultatach przeprowadzonych prac naukowo badawczych upatruję mojego znacznego wkładu w rozwój dyscypliny.

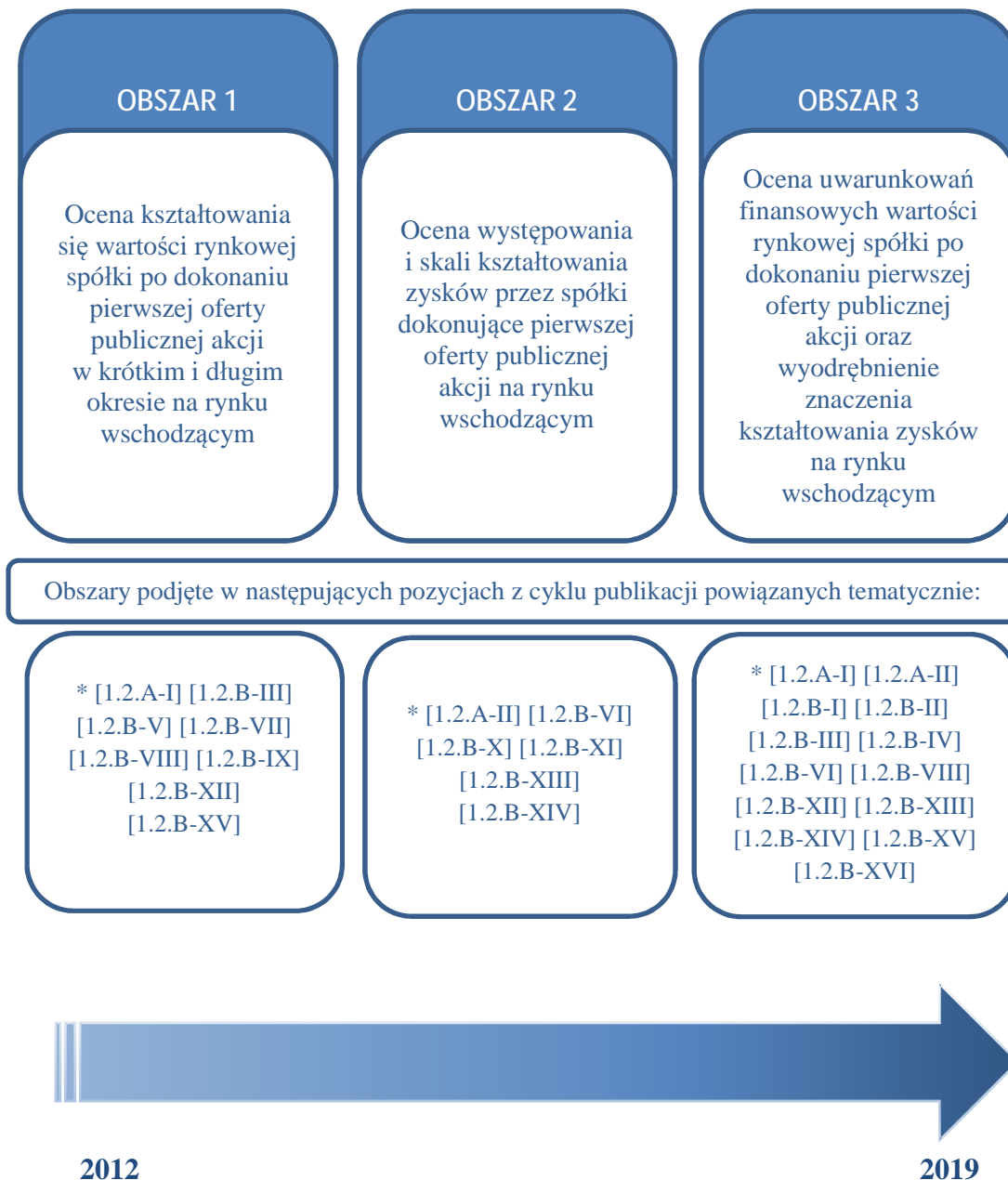
5.3.2. Cel i obszary badawcze

Na podstawie zidentyfikowanej przez mnie luki badawczej, opracowałam koncepcję badań. Celem realizacji kolejnych zadań badawczych, których rezultaty składają się na cykl publikacji powiązanych tematycznie, było udzielenie odpowiedzi na pytanie: **czy istnieje, a jeżeli tak to jaki jest, związek pomiędzy kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wschodzącym.**

Przedmiotem moich badań były wyłącznie debiuty w klasycznej postaci, związane z pozyskaniem kapitału (z nową emisją akcji). Skłonność przedsiębiorstw do zarządzania zyskami może być determinowana specyficznymi rozwiązaniami na poziomie krajowym, dlatego też większość moich badań prowadziłam dla jednego rynku. Polska posłużyła jako przykład rynku wschodzącego i większość moich badań dotyczyła spółek debiutujących na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Część moich badań osadzona została w szerszym kontekście i dotyczyła całej grupy 21 rynków wschodzących. W tym celu, przyjąłam klasyfikację krajów na rynki wschodzące i rozwinięte zgodnie z rankingiem sporządzanym przez Morgan Stanley Capital International (MSCI).

Podjęty w pracach mojego autorstwa i współautorstwa problem badawczy dotyka trzech szerokich obszarów badawczych, co zobrazowałam syntetycznie na **Rysunku 2**. Na rysunku tym wskazuję również połączenie tych obszarów z efektami moich badań w postaci powiązanych tematycznie publikacji składających się na cykl.





Rysunek 2 Powiązanie merytoryczne obszarów badań empirycznych podjętych w cyklu publikacji

* Odwołania do prac mojego autorstwa lub współautorstwa podaję w nawiasach kwadratowych (dla rozróżnienia z osiągnięciami innych autorów), a ich numerację ujednoliciłam w ramach całej dokumentacji wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego, dostosowując do konwencji przyjętej w Wykazie opublikowanych prac naukowych (*Załącznik 3*).

Źródło: Opracowanie własne.

Realizacja celu badawczego wymagała prac związanych z problematyką kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO (*obszar 1*). Rezultaty tych



badań stały się podstawą do spojrzenia na mechanizmy kształtowania zysku przez spółki dokonujące IPO (*obszar 2*). Wielowymiarowe badania empiryczne dotyczące problematyki krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania cen akcji oraz manipulowania zyskami przez spółki debiutujące w Polsce stworzyły podstawy do powiązania wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji ze zjawiskiem kształtowania zysków w okresach okołomisyjnych (*obszar 3*). Zjawisko kształtowania wyników dotyka bezpośrednio sfery rentowności przedsiębiorstwa, która została osadzona w szerszym kontekście finansowych uwarunkowań wartości rynkowej spółki. Stworzyło to podstawę do wyodrębnienia z tych uwarunkowań związku pomiędzy kształtowaniem wyników a wartością rynkową spółki.

Wyróżnienie wskazanych powyżej trzech obszarów badawczych miało istotny charakter porządkujący na etapie opracowania autorskiej koncepcji prac badawczych, a następnie realizacji badań empirycznych i podczas formułowania wniosków, skutkując powstaniem cyklu publikacji. Prace badawcze realizowałam wieloetapowo, udoskonalałam spektrum stosowanych metod badawczych. Realizacja celu głównego cykl wymagała postawienia w każdym z trzech obszarów szczegółowych zadań badawczych:

Zadania szczegółowe - obszar 1:

1. Systematyzacja empirycznych metod pomiaru kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej w ujęciu krótko- i długookresowym
2. Ocena specyfiki pierwszych ofert publicznych akcji oraz spółek debiutujących na rynkach wschodzących, a w szczególności w Polsce.
3. Ocena metod pomiaru kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej w ujęciu krótko- i długookresowym pod kątem możliwości ich wykorzystania w badaniach empirycznych dla rynku wschodzącego.
4. Adaptacja modeli szacowania krótko- i długoterminowej wartości rynkowej spółki na potrzeby badań empirycznych na rynku wschodzącym z uwzględnieniem specyfiki debiutów giełdowych.
5. Ocena kształtowania się krótkoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszej oferty publicznej.
6. Ocena kształtowania się długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszej oferty publicznej.
7. Ocena porównawcza zmian poziomu krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania w czasie.
8. Ocena porównawcza kształtowania się stóp zwrotu z akcji spółek po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem grupy rynków wschodzących.



Zadania szczegółowe – obszar 2:

1. Systematyzacja empirycznych metod pomiaru kształtowania zysków.
2. Ocena empirycznych metod pomiaru kształtowania zysków pod kątem możliwości ich wykorzystania w badaniach dla rynku wschodzącego.
3. Adaptacja modeli aproksymowania zjawiska manipulowania zyskami na potrzeby badań empirycznych prowadzonych dla rynku wschodzącego z uwzględnieniem specyfiki debiutów giełdowych.
4. Ocena skłonności do raportowania małych zysków przez spółki dokonujące pierwszej oferty publicznej akcji.
5. Ocena skłonności do przekraczania wartości progowych przez spółki dokonujące pierwszej oferty publicznej akcji.
6. Ocena skali kształtowania wyników poprzez dokonywanie przesunięć międzyokresowych (*accruals*) przez spółki dokonujące pierwszej oferty publicznej akcji.
7. Ocena porównawcza skali manipulowania zyskami przez spółki dokonujące pierwszej oferty publicznej akcji w czasie.
8. Ocena porównawcza skali kształtowania wyników na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem grupy rynków wschodzących.

Zadania szczegółowe – obszar 3:

1. Identyfikacja i charakterystyka teoretycznych przesłanek występowania krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek.
2. Ocena zależności między wartością rynkową spółki debiutującej na giełdzie a czynnikami o charakterze finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem rentowności.
3. Wyodrębnienie i ocena związku między kształtowaniem zysków a krótkoterminowymi stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji.
4. Wyodrębnienie i ocena związku między kształtowaniem zysków a długoterminowymi stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji.
5. Ocena porównawcza związku między kształtowaniem zysków a stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji w czasie.
6. Ocena porównawcza związku między czynnikami o charakterze finansowym a stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem rynków wschodzących.
7. Ocena porównawcza związku między kształtowaniem zysków a stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem grupy rynków wschodzących.



Wyniki prac naukowo-badawczych opisane w publikacjach składających się na cykl są odzwierciedleniem wkładu poszczególnych prac w rozwój dyscypliny. W rezultatach badań, jakie prowadziłam w każdym wyróżnionych powyżej trzech obszarów i które złożyły się na cykl publikacji upatruję znaczącego wkładu w rozwój dyscypliny. Publikacje należące do cyklu złożone razem przełożyły się na kompleksowe podejście do podjętego zagadnienia, co pozwoliło na rozszerzenie dyskusji naukowej dotyczącej związku pomiędzy kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wschodzącym.

Sekwencja, w której omawiam rezultaty poszczególnych publikacji składających się na cykl jest związana przynależnością poruszanych zagadnień do danego obszaru w ramach cyklu (por. Rys. 2) i zasadniczo zbieżna z chronologią ich powstawania. Zamieszczona poniżej charakterystyka osiągnięcia naukowego w postaci cyklu publikacji powiązanych tematycznie stanowi syntetyczne ujęcie najważniejszych rezultatów prac naukowo-badawczych.

5.3.3. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 1

Tematyka cyklu publikacji wymagała w pierwszej kolejności podjęcia złożonej problematyki kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji w krótkim i długim okresie, co stanowiło sedno obszaru pierwszego cyklu publikacji. W rezultacie przeprowadzonych badań empirycznych potwierdziłam występowanie w Polsce krótkookresowego niedowartościowania i długookresowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek, sformułowałam wnioski dotyczące skali obydwu tych zjawisk i ich stabilności w czasie oraz dokonałam oceny specyfiki kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO na rynkach wschodzących.

Sposób pomiaru wartości spółki po wystąpieniu ważnych dla przedsiębiorstwa zdarzeń – w tym również po dokonaniu pierwszej oferty publicznej – był przedmiotem szerokiej dyskusji w literaturze przedmiotu. Mimo wielu badań, prowadzonych dotychczas w szczególności dla rynków rozwiniętych, brak jest jednoznacznych wskazań odnośnie poprawności wyłącznie jednej grupy metod. Wiele badań prowadzonych dla rynków rozwiniętych wskazywało, iż długookresowe ponadnormalne stopy zwrotu są bardzo wrażliwe na dobór benchmarków (Brav i Gompers 1997; Stehle i wsp. 2000; Schuster 2003; Drobetz i wsp. 2005), a debiutujące spółki cechują się wysokim ryzykiem (Loughran i Ritter 1995). Dokonałam systematyzacji empirycznych metod pomiaru kształtowania się wartości



spółki w ujęciu krótko- i długookresowym [1.2.B-XII], [1.2.B-IX])³. Szczególne miejsce zajmuje problematyka sposobu oceny kształtowania się wartości spółki w długim okresie. Podejście typu kup-i-trzymaj (*buy-and-hold*) zostało zastosowane do oceny zmian wartości spółki po dokonaniu IPO przez m. in. Rittera (1991). Zwolennicy tego podejścia podkreślają, iż obrazuje ono rzeczywistą sytuację inwestora (Mitchell i Stafford 2000). Zidentyfikowane zostały jednak również niedostatki podejścia *event-time* (Barber i Lyon 1997; Kothari i Warner 2007). Fama (1998) rekomendował podejście oparte na portfelach kalendarzowych (*calendar-time*). Mitchell i Stafford (2000) oraz Lyon i wsp. (1999), także wskazywali na zalety tego podejścia, podkreślając, iż jest ono bardziej odporne na wiele problemów statystycznych powstających w empirycznych finansach przedsiębiorstw. Na potrzeby badań empirycznych, których rezultaty prezentuję w publikacjach włączonych do cyklu opracowałam autorską koncepcję prac naukowo badawczych pomiaru wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji, co wymagało między innymi dostosowania metod stosowanych dla rozwiniętych rynków do potrzeb rynku wschodzącego.

Równolegle określiłam specyfikę pierwszych ofert publicznych akcji oraz spółek debiutujących na rynkach wschodzących, a w szczególności w Polsce. W badaniach uwzględnione zostały między innymi takie cechy jak wielkość, wiek, rentowność czy poziom asymetrii informacyjnej spółki w okresie okołoemisyjnym. Z licznych wniosków podkreślić chciałabym te odnoszące się do porównania rentowności spółek debiutujących na rynkach wschodzących i rozwiniętych. Na rynkach wschodzących debiutowały generalnie spółki cechujące się wysokim poziomem wskaźników rentowności aktywów, jak i rentowności sprzedaży. Najniższymi, przeciętnymi wskaźnikami rentowności cechowały się spółki debiutujące na rynkach rozwiniętych Ameryki Północnej. Jednak - zarówno na rynkach wschodzących, jak i rozwiniętych - w okresie okołoemisyjnym przeciętna wartość zysków rosła. Na rynkach wschodzących największa dynamika wzrostu odnotowana została przed rokiem dokonania emisji [1.2.B-V]. Wyższy poziom wskaźników związanych z rentownością na rynkach wschodzących mógł wiązać się z pewnego rodzaju niedostatkami w zakresie jakości raportowanych wyników. Takie wyniki badań wzmocniły wskazania do

³ Odwołania do prac mojego autorstwa lub współautorstwa podaję w nawiasach kwadratowych (dla rozróżnienia z osiągnięciami innych autorów), a ich numerację ujednoliciłam w ramach całej dokumentacji wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego, dostosowując do konwencji przyjętej w Wykazie opublikowanych prac naukowych (*Załącznik 3*).



realizacji dalszych prac empirycznych dla rynku wschodzącego w kierunku identyfikacji zjawiska kształtowania wyników w okresach debiutów giełdowych.

Rezultaty badań dotyczących specyfiki IPO na rynkach wschodzących miały nie tylko walor poznawczy, ale posłużyły również do oceny empirycznych metod pomiaru kształtowania się wartości spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej w ujęciu krótko- i długookresowym pod kątem przydatności do badań dla rynku wschodzącego. Następnie pozwoliły na dokonanie adaptacji metod estymacji do specyfiki rynku wschodzącego. Większość bowiem metod proponowanych w literaturze była dotąd przeważnie stosowana dla spółek notowanych na rynkach rozwiniętych, głównie w USA. Choć Polska jest ósmą co do wielkości gospodarką w Unii Europejskiej i jednocześnie największą gospodarką unijną spośród krajów Europy Środkowej i Wschodniej, to jednak jej cechy (choćby liczba notowanych spółek czy ich wielkość) pozostają w wielu obszarach skrajnie różne od rynków rozwiniętych. W procesie estymacji ponadnormalnych stóp zwrotu na potrzeby oceny kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO wykorzystałam wiele metod pozwalających na uwzględnienie poziomu ryzyka debiutujących spółek oraz specyfiki pierwotnych emisji akcji. Opracowana na potrzeby cyklu koncepcja badań empirycznych uwzględniała ponadto różne rozwiązania szczegółowe poszczególnych metod badawczych. Kompleksowe podejście do badań empirycznych pozwoliło na zbadanie odporności wniosków (*robustness check*) w zakresie kształtowania się wartości spółki po dokonaniu IPO.

We wczesnych etapach badania krótkoterminowego niedoszacowania cen akcji spółek po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, próba badawcza objęła spółki debiutujące w latach 1998-2008 [1.2.A-I]. Badania te wychodziły poza okres bardzo wczesnego rozwoju polskiej giełdy, na którym były skupione dotychczasowe prace innych autorów. Rezultaty moich prac zostały docenione publikacją w czasopiśmie „Emerging Markets Finance and Trade” uwzględnianym w JCR. Natychmiastowe skorygowane stopy zwrotu osiągnięte przez spółki debiutujące w Polsce były dodatnie oraz istotne statystycznie i wyniosły średnio 13.95%, przy medianie na poziomie 6.26%. Zestawienie tych wyników z rezultatami badań poprzedników otrzymanymi dla pierwszego etapu rozwoju polskiej giełdy prowadziło do wniosku, iż przeciętny poziom underpricingu charakteryzujący polskie spółki spadł. Dla porównania, wczesne badania innych autorów wykazywały underpricing na poziomie 54,5% dla okresu 1991-1998 (Lyn i Zychowicz 2003), czy na poziomie 27,4% dla IPO z okresu 1991-1999 (Jelic i Briston 2003). Zaobserwowany spadek krótkoterminowego



niedowartościowania w Polsce mógł mieć między innymi związek ze zmianą w skali prywatyzacji. W początkowym okresie funkcjonowania polskiej giełdy, odsetek IPO związanych z prywatyzacją był bowiem znacznie wyższy (około 30%, a w pierwszych czterech latach przekraczał nawet 60%), a w próbie objętej moim badaniem niespełna 5% **[1.2.A-I]**.

Dalsze moje badania dla rozszerzonej próby badawczej (1996-2010) wykazały stabilność w czasie wniosków dotyczących występowania krótkoterminowego niedoszacowania cen akcji w Polsce, mierzonego w relacji do indeksu WIG **[1.2.B-VII]**. Dla różnych podejść badawczych co do sposobu eliminacji wpływu obserwacji skrajnych na wnioskowanie, natychmiastowe stopy zwrotu skorygowane o WIG pozwalały na sformułowanie wniosku o utrzymaniu się zjawiska underpricingu na poziomie średnio od 9,3% do 15,6% (przy medianie od 6,5 do 9,1%). Wnioski dotyczące występowania krótkoterminowego niedoszacowania cen akcji debiutujących spółek potwierdziłam także w kolejnych badaniach, które uwzględniały benchmarki konstruowane na podstawie cech spółek, co pozwoliło rozszerzyć dyskusję nad zagadnieniem niedoszacowania o kontekst ryzyka debiutujących spółek. Z uwagi na relatywnie małe rozmiary polskiej giełdy etap ten wymagał szczególnie intensywnych prac w zakresie opracowania koncepcji adaptacji metod badawczych wykorzystywanych na rynkach rozwiniętych na potrzeby rynku polskiego **[1.2.B-IX]**.

Z moich badań wynikała obserwacja, iż nasilenie debiutów giełdowych w Polsce było powiązane z koniunkturą giełdową. Jeszcze do końca 2007 roku liczba debiutów była znacząca, a następnie – po ujawnieniu się kryzysu finansowego – znacząco spadła. Generalnie, w całym okresie badawczym liczba debiutujących spółek była większa w okresach boomu na giełdzie i słabsza w okresach dekoniunktury giełdowej **[1.2.B-VII]**. W bezpośrednim związku z tymi obserwacjami pozostaje również wniosek, iż skala krótkoterminowego niedoszacowania cen akcji spółek debiutujących w Polsce różniła się dla IPO dokonywanych przed i po szczycie ostatniego kryzysu finansowego, gdyż przeciętne natychmiastowe skorygowane stopy zwrotu wyniosły odpowiednio około 3% i 7%. W latach 2007 i 2008 poziom underpricingu był niższy niż w czasie hossy. Mimo poprawy koniunktury giełdowej w latach 2009-2013 poziom niedoszacowania cen akcji spółek debiutujących w Polsce nadal pozostawał niski. Dla obydwóch podokresów badawczych rozdzielanych szczytem kryzysu finansowego, niedoszacowanie było istotne statystycznie, jednak różnice w natychmiastowych stopach zwrotu były istotne tylko w testach parametrycznych. Nie bez znaczenia dla tych wniosków był zapewne fakt, iż polska giełda



ewoluowała w czasie, można powiedzieć dojrzewała, więc i poziom underpricingu mógł zmieniać się w kierunku tego obserwowanego dla rynków bardziej rozwiniętych ([1.2.B-VII], [1.2.B-VIII]).

Dalsze moje badania wykazały, iż nasilenie zjawiska underpricingu, mierzonego poziomem zarówno natychmiastowych skorygowanych, jak i surowych stóp zwrotu, było mniejsze dla debiutów dokonanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie niż na innych rynkach wschodzących. Poziom underpricingu w czasach względnie dobrej koniunktury rynkowej był podobny w Polsce i na innych rynkach wschodzących [1.2.B-III]. Wyniki moich badań wskazują również, iż generalnie skala zjawiska niedoszacowania na światowych rynkach akcji malała w analizowanym okresie. Równolegle, wyniki wskazały na związek pomiędzy skalą zjawiska niedoszacowania cen akcji debiutujących spółek a poziomem rozwoju rynku [1.2.B-XII].

W publikacjach składających się na cykl podjęłam również problematykę kształtowania się długoterminowej wartości spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wschodzącym. W podejściu *event-time*, wnioski o kształtowaniu się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO sformułowałam na podstawie analizy długoterminowych ponadnormalnych stóp zwrotu typu kup-i-trzymaj (*buy-and-hold abnormal return*, BHAR) i - wspomagająco - długoterminowych skumulowanych ponadnormalnych stóp zwrotu (*cumulative abnormal rate of return*, CAR). Badania, które przeprowadziłam dla debiutów dokonywanych w Polsce pozwoliły na wniosek, iż inwestor, który kupił akcje w dniu debiutu tracił przeciętnie w relacji do stopy zwrotu osiągananej na rynku w horyzoncie trzyletnim średnio 22,5%, z medianą na poziomie -44,5% (dla IPO dokonywanych w okresie 1998-2008) [1.2.A-I]. W dalszych badaniach wykazałam, iż długoterminowy spadek wartości debiutujących spółek był bardziej znaczący w okresie przed kryzysem, a mniejsze przeszacowanie cechowało IPO dokonywane po szczycie kryzysu finansowego. Różnice w długoterminowych stopach realizowane w okresie przed i po szczycie kryzysu finansowego potwierdziłam wykorzystując kilka podejść badawczych, co pozwoliło ocenić odporność uzyskanych wyników (*robustness check*). Różnice te wynosiły około 25 punktów procentowych i były istotne zarówno w testach parametrycznych, jak i nieparametrycznych [1.2.B-VII].

W badaniach empirycznych uwzględniałam również postulaty włączenia cech debiutujących spółek do konstruowania benchmarku w procesie oceny kształtowania się wartości rynkowej spółek po IPO. Ponadnormalne długoterminowe stopy zwrotu dla spółek dokonujących IPO w Polsce były ujemne niezależnie od stosowanego benchmarku



konstruowanego z wykorzystaniem portfela referencyjnego konstruowanego na podstawie cech spółek, aczkolwiek zjawisko *underperformance* było bardziej nasilone przy zastosowaniu podejścia ważenia portfela porównawczego wartością niż dla ważenia równego stóp zwrotu. Jedynie w nielicznych podejściach badawczych dla skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu wyniki były dla inwestycji trzy- i pięcioletnich dodatnie (jednak podejście oparte na kumulowaniu stóp zwrotu zostało zastosowane do długiego okresu jedynie uzupełniająco). Z moich badań generalnie wypływał wniosek, iż przy zastosowaniu odniesienia do spółek podobnych, długoterminowy spadek wartości spółek po wejściu na giełdę w Polsce nie tylko utrzymywał się, ale długoterminowe ponadnormalne stopy zwrotu estymowane przy wykorzystaniu odniesienia do cech debiutantów były w niektórych podejściach zdecydowanie bardziej ujemne [1.2.B-IX]. Wnioski te pozostały zasadniczo niezienne również po uwzględnieniu miesięcznego kroku czasowego w procesie oceny wartości rynkowej po dokonaniu IPO, jaki stosowany był dotychczas dla rynków rozwiniętych [1.2.B-XII]. Długoterminowy spadek wartości rynkowej debiutujących spółek zbadalam również dla inwestycji rozpoczynających się miesiąc po debiucie giełdowym. Często bowiem ceny akcji charakteryzuje dość duża zmienność tuż po debiucie i efekt związany raczej z natychmiastowym dostosowaniem rynkowej ceny do wartości wewnętrznej mógłby obciążać zachowanie cen akcji debiutujących spółek w długim okresie. Ogólne wnioski o długoterminowym spadku wartości spółki po dokonaniu IPO w relacji do rynku były jednak odporne na tę zmianę, nawet dla dodatkowych wariantów badań z wykorzystaniem danych dziennych, tygodniowych i miesięcznych [1.2.B-VII], jak również dla wariantów badania empirycznego dodatkowo rozszerzonych o porównanie do portfela budowanego na cechach spółek [1.2.B-XII].

W dalszych krokach badawczych oceniłam czy długoterminowy spadek cen akcji debiutujących spółek w Polsce jest charakterystyczny tylko dla IPO, czy można go generalnie przypisać spółkom mniejszym (a takimi często są giełdowi debiutanci). Badania wykazały, iż co prawda zjawisko długoterminowego *underperformance* było znacznie bardziej nasilone dla spółek mniejszych, to jednak dla dużych spółek debiutujących w Polsce również występował długoterminowy relatywny spadek wartości rynkowej [1.2.B-IX].

W kolejnych badaniach potwierdziłam istnienie zjawiska długoterminowego przewartościowania cen akcji spółek debiutujących w Polsce również z wykorzystaniem podejścia związanego z budowaniem portfeli kalendarzowych. Wielowariantowe badanie pozwoliło wnioskować o stabilności wyników długoterminowego przeszacowania cen akcji spółek debiutujących w Polsce z wykorzystaniem modelu CAPM (Sharpe 1964),



trójczynnika modelu Fama-Frencha (Fama i French 1993), modelu Carharta (Carhart 1997) oraz najnowszego pięcioczynnikowego modelu Fama-Frencha (Fama i French 2015, 2016). Alfę wyznaczone w modelu regresji i stanowiące podstawę do wnioskowania o długoterminowej wartości rynkowej spółki dokonującej IPO były ujemne oraz istotne statystycznie i ekonomicznie. Najmniejszą skalę długoterminowego przewartościowania zaobserwowano dla regresji z wykorzystaniem CAPM (przeciętnie -9,6% rocznie, dla portfeli 24- i 36-miesięcznych). Wyniki uzyskane na podstawie zastosowania modeli wieloczynnikowych również pozwoliły wnioskować o istnieniu długoterminowego przeszacowania cen akcji w Polsce: zanalizowana alfa wyniosła odpowiednio -12%, -9,6%, oraz -13,2% dla portfeli 36-miesięcznych oraz -9,6%, -12%, i -9,6% dla portfeli 24-miesięcznych (odpowiednio dla ww. modeli). Poszczególne podejścia badawcze wskazywały na różnice w poziomie *underperformance* również w podejściu kalendarzowym dla szczegółowych konstrukcji badań, natomiast nie zmieniały ogólnej konkluzji o długoterminowym spadku wartości rynkowej spółki po dokonaniu emisji. Zastosowanie wielowariantowego podejścia kalendarzowego pozwoliło na rozszerzenie dyskusji nad długookresową rynkową wartością spółki po dokonaniu pierwszej publicznej emisji akcji w Polsce [1.2.B-XV].

Na podstawie dalszych badań sformułowałam również wnioski płynące z porównania długookresowej wartości rynkowej spółek debiutujących w Polsce do tych przeprowadzanych na innych rynkach. Generalnie, debiutujące spółki traciły na wartości w długim okresie, niezależnie od stopnia rozwoju rynku. Długoterminowe ponadnormalne stopy zwrotu z akcji spółek debiutujących na rynkach rozwiniętych były ujemne. Długoterminowy spadek wartości po debiucie następował również na 21 rynkach wschodzących, gdzie jego skala była relatywnie mniejsza. Po wyeliminowaniu specyficznych transakcji dokonywanych na rynku chińskim, trzyletnie ponadnormalne stopy zwrotu z transakcji IPO dokonywanych na pozostałych rynkach wschodzących były zbliżone poziomem do stóp zwrotu dla rynków rozwiniętych (dla median). Wartości średnie zarówno w ujęciu rocznym, jak i trzyletnim były jednak wyższe, chociaż generalnie ujemne [1.2.B-XII].

5.3.4. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 2

Równolegle do prac prowadzonych w obszarze pierwszym (związany z kształtowaniem się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO), podjęłam problematykę



manipulowania zyskami w okresach okołomisyjnych, co stanowiło sedno badań prowadzonych w obszarze drugim cyklu publikacji. W rezultacie przeprowadzonych badań empirycznych wykazałam, iż spółki dokonujące pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce zawyżały zyski poprzez działania typu memoriałowego. Sformułowałam również wnioski dotyczące skali tego zjawiska i jego stabilności w czasie oraz dokonałam oceny specyfiki manipulowania zyskami przez spółki debiutujące na rynkach wschodzących.

Charakter kształtowania zysków sprawia, iż bezpośrednie jego zbadanie nie jest najczęściej możliwe. Manipulowanie zyskami dokonywane jest najczęściej przez profesjonalistów, co utrudnia identyfikację i ocenę skali tych działań. Stąd też, badania empiryczne wymagają zastosowania miar pośrednich (*proxy*). Przeprowadzenie oceny skali manipulowania zyskami wymagało w pierwszym rzędzie systematyzacji miar oraz ich oceny pod kątem możliwości wykorzystania i przydatności w badaniach empirycznych dla rynku polskiego. W literaturze przedmiotu, w różnych obszarach finansów, nie tylko w odniesieniu do IPO, stosowane są zazwyczaj dwa główne podejścia. Jedno z nich pozwala na wykrycie działań o charakterze memoriałowym, drugie – działań o charakterze realnym. Pierwsze z wymienionych podejść zakłada, iż zarządzanie zyskami odbywa się poprzez wpływanie na księgowo ujęcie transakcji (*accrual-based earnings management*). Działania o charakterze realnym (*real activities manipulation*) następują poprzez modyfikację momentu wystąpienia bądź konstrukcji transakcji o charakterze operacyjnym, inwestycyjnym czy finansowym (Zang 2012).

W procesie empirycznej identyfikacji zjawiska manipulowania zyskami zastosowane zostało w cyklu publikacji podejście zmierzające do wykrycia zarządzania wynikami poprzez działania o charakterze memoriałowym. W tym celu opracowałam autorską koncepcję prac naukowo badawczych skupionych na pomiarze kształtowania zysków przez spółki po dokonaniu IPO i dokonałam adaptacji modeli na potrzeby badań empirycznych uwzględniając specyfikę debiutów giełdowych oraz rynku polskiego. Do opracowania koncepcji tej adaptacji posłużyły (opisane w ramach pierwszego obszaru badań w cyklu publikacji) wyniki oceny specyfiki pierwszych ofert publicznych akcji oraz spółek debiutujących na rynkach wschodzących, a w szczególności w Polsce. Dla przykładu, zastosowanie modeli budowanych na podstawie danych przekrojowo-czasowych w modelach dotychczas stosowanych przeważnie dla rynków rozwiniętych o znacznej liczności spółek, wymagało odpowiedniej reklasyfikacji przynależności sektorowej spółek w Polsce w taki sposób, aby zapewnić zarówno homogeniczność portfela benchmarkowego, jak i poprawność wnioskowania statystycznego. Badania empiryczne,



których rezultaty przedstawiam w cyklu publikacji dotyczyły czterech grup problemów badawczych: skłonności do przekraczania zysku zerowego, skłonności do przekraczania rentowności roku poprzedniego, konsekwencji manipulowania zyskami dla kolejnych okresów sprawozdawczych oraz manipulowania zyskami poprzez dokonywanie nietypowych przesunięć międzyokresowych (*abnormal accruals*).

Badania, których rezultaty prezentuję w cyklu publikacji wykazały, iż w roku debiutu liczba firm wykazujących małe zyski w relacji do firm raportujących małe straty była relatywnie wysoka. Przy zastosowaniu wskaźnika zmiany zysku netto (jako podstawy mierzenia relacji małych zysków do małych strat) najwyższa wartość wystąpiła w roku emisji, a w latach po emisji następował silny spadek wartości tego wskaźnika. Do podobnych wniosków prowadziło również uwzględnienie jako podstawy wskaźnika rentowności sprzedaży. W świetle tych badań można stwierdzić, iż spółki debiutujące na GPW charakteryzowały się większą skłonnością do przekraczania wartości progowej w postaci zerowego zysku w roku debiutu, ale również - chociaż w mniejszym stopniu - w roku tuż przed debiutem [1.2.B-X].

W roku dokonania IPO (ale i w roku bezpośrednio przed debiutem) zaobserwowano nasilenie skłonności do przekraczania wartości progowej w postaci zysku roku poprzedniego i rentowności sprzedaży na poziomie roku poprzedniego. W roku debiutu odsetek spółek wykazujących wzrost zysku netto był wysoki. Aż 73% debiutujących spółek wykazało wzrost zysku netto w roku debiutu, podczas gdy w latach po wejściu na giełdę pozytywną dynamikę wyniku finansowego wykazywało tylko nieco ponad 50% wcześniejszych debiutantów. O ile w roku debiutu średni przyrost zysku netto wynosił średnio 28,5%, to w latach następujących po emisji średnia dynamika zmian zysku była zdecydowanie mniej korzystna, a w roku bezpośrednio po emisji zyski przeciętnie malały w stosunku do roku poprzedniego. Do podobnych wniosków prowadziły także rozszerzone badania bazujące na wskaźniku rentowności sprzedaży [1.2.B-X].

Kosztom okresowej poprawy wskaźników zyskowności przez debiutujące spółki, w kolejnych latach następowały relatywne spadki rentowności. Dla spółek zawiązujących zyski w roku debiutu zaobserwowano relatywny spadek rentowności w roku kolejnym również przy zastosowaniu metody DeGeorge i in. (DeGeorge i wsp. 1999). W kolejnych latach bowiem debiutanci odnotowywali w okresie po emisji spadki (lub przynajmniej mniej spektakularne wzrosty) zysku netto i rentowności sprzedaży [1.2.B-X].

Dalsze badania odnosiły się wprost do wykrycia zjawiska kształtowania zyskami poprzez wnioskowanie na podstawie wartości przesunięć międzyokresowych (*accruals*)



z wykorzystaniem regresji przekrojowo-czasowej. Metody należące do tej grupy miały najszersze możliwości aplikacji do identyfikacji i oceny charakteru związku między kształtowaniem wyników a wartością rynkową spółki po dokonaniu IPO. Stąd też aproksymowanie kształtowania wyników na podstawie przesunięć międzyokresowych miało najbardziej rozbudowany charakter w badaniach empirycznych, których rezultaty składały się na cykl publikacji. Podstawowe metody wykrywania zjawiska bazują na różnicy pomiędzy przepływami a zyskami (po odpowiednim przeskalowaniu opóźnionymi aktywami w celu zniwelowania problemu heteroskedastyczności (Ronen i Yaari 2008)). Różnice te mogą mieć jednak różnoraki charakter, stąd też uwzględniłam ich dekompozycję na korekty typowe (tzw. typowe przesunięcia międzyokresowe, *non-discretionary accruals*) oraz nietypowe (tzw. nietypowe, ponadnormalne przesunięcia międzyokresowe, *discretionary accruals*). W badaniach zastosowanych zostało kilka podejść do estymacji typowych przesunięć międzyokresowych, co pozwoliło na uwzględnienie wielu czynników wpływających na poziom *accruals*. Punktem wyjścia był model DeAngelo (DeAngelo 1986), bazujący na szacowaniu typowych przesunięć na podstawie jednego okresu (Healy 1985) [1.2.B-X]. Możliwe jest jednak, że to zmiana warunków ekonomicznych (a nie chęć kształtowania wyniku) skutkowałą przesunięciami międzyokresowymi. Ten element ujęłam w badaniach poprzez zastosowanie modelu Jones (Jones 1991), który pozwala uwzględnić element zwykłej działalności przedsiębiorstwa [1.2.B-X]. Jeżeli zarządzanie zyskiem następuje drogą przesunięć w czasie pozycji przychodów, wówczas model Jones w wersji podstawowej może czasami niedoszacowywać korekty nietypowe, stąd też wzbogaciłam badania również o model Jones w wersji zmodyfikowanej o należności (Dechow i wsp. 1995) [1.2.B-X].

Tak zaprojektowane badania wykazały, iż wartości nietypowych przesunięć okresowych szacowanych dla debiutów dokonywanych w Polsce z wykorzystaniem modelu DeAngelo, modelu Jones w wersji podstawowej oraz zmodyfikowanej były dodatnie i istotne statystycznie w okresie debiutu. Wnioski te wzmocniła dodatkowo obserwacja, iż w roku następującym po debiucie odnotowano silny, statystycznie istotny spadek przeciętnego poziomu nietypowych korekt aż do wartości ujemnych. W modelu DeAngelo nietypowe przesunięcia międzyokresowe rok przed debiutem również były istotne statystycznie i dodatnie (choć znacznie mniejsze niż w roku debiutu), ale uwzględnienie dodatkowych czynników w modelu Jones i zmodyfikowanym modelu Jones nie potwierdziło występowania dodatnich ponadnormalnych przesunięć w roku przed debiutem



[1.2.B-X]. Takie wyniki skłaniały do wniosków o zawyżaniu wyniku finansowego przez działania typu memoriałowego w roku wejścia na giełdę.

W badaniach stanowiących podstawę cyklu zastosowałam również inne metody, rozszerzające i wzbogacające podejście do wykrywania kształtowania zysków poprzez działania typu memoriałowego. Podejście zaproponowane przez Dechow i Dichev (Dechow i Dichev 2002) w wersji zmodyfikowanej przez McNichols pozwoliło uwzględnić element przepływów operacyjnych (McNichols 2002) (w moich badaniach po raz pierwszy w [1.2.B-XIV]), następnie model Ball-Shivakumar uwzględniał dodatkowy element związany z przepływami (Ball i Shivakumar 2005, 2006, 2008) (w moich badaniach po raz pierwszy w [1.2.B-XIV]), a model Kothari, Leone, and Wasley (Kothari i wsp. 2005) rozszerzył estymację typowych przesunięć międzyokresowych o element rentowności (w moich badaniach po raz pierwszy w [1.2.A-II]). Wyniki badań uwzględniających dodatkowe (w stosunku do modelu DeAngelo, modelu Jones i zmodyfikowanego modelu Jones) czynniki w modelach służących aproksymowaniu zjawiska manipulowania zyskami wzmocniły moje wcześniejsze wnioski: nietypowe przesunięcia okresowe w roku emisji miały wartość dodatnią oraz były istotne statystycznie. Świadczyło to o zawyżaniu zysków przez spółki dokonujące pierwszych ofert publicznych akcji na GPW. Korekty nietypowe w roku przed wejściem na giełdę – chociaż nie były dodatnie – to miały generalnie relatywnie mniej ujemne wartości w stosunku do innych lat, co mogło świadczyć o tym, iż część spółek manipulowała zyskami już przed IPO ([1.2.B-XIV], [1.2.A-II]). Podsumowując, wyniki wskazywały, iż spółki debiutujące w Polsce dążyły poprzez działania typu memoriałowego do relatywnego zwiększenia wyniku finansowego w okresie debiutu.

Wśród wielu dyskusji, jakie wywołał ostatni kryzys finansowy, znaczący nurt koncentrował się wokół problematyki zawartości informacyjnej i jakości sprawozdań finansowych. W naturalny sposób powstało więc pytanie, czy kryzys ten wywołał zmianę w praktyce manipulowania wynikami przez spółki debiutujące na GPW. Z uwagi na fakt, iż w przypadku kształtowania wyników poprzez przesunięcia międzyokresowe, określenie ram czasowych badania zjawiska przed i po kryzysie nie jest proste, brałam pod uwagę różny czas potrzebny na ewentualnie dostosowanie jakości raportowania w okresach debiutu do nowej sytuacji (głównie [1.2.B-XI], ale również [1.2.B-XIV], [1.2.A-II]). Generalnie, biorąc pod uwagę różne argumenty klasyfikacji debiutów na te dokonywane przed i kryzysie, wnioski pozostawały stabilne. Manipulowanie wynikami przez debiutujące spółki występowało w całym okresie badawczym. Nietypowe przesunięcia międzyokresowe dla



roku debiutu były odporne (*robust*) na różnicowanie modeli estymacji i w każdym z wyróżnionych podokresów przed i po kryzysie dodatnie i istotne statystycznie, a w okresie kryzysu istotne w testach nieparametrycznych. Rezultaty dodatkowych badań wskazywały, iż w okresie przed kryzysem debiutujące spółki zawyżały wynik finansowy poprzez swego rodzaju „pożyczanie” z okresów bezpośrednio przed i po emisji, na co wskazywały testy na różnice w rozkładzie nietypowych przesunięć typu *accruals*. Porównanie poziomu *accruals* w roku debiutu między podokresami badawczymi skłaniało do wniosku, iż nasilenie zjawiska przed i po kryzysie mogło być odmienne [1.2.B-XI].

Przeprowadzone przez mnie badania empiryczne pozwoliły również na określenie specyfiki kształtowania zysków w grupie rynków wschodzących poprzez porównanie do rynków rozwiniętych Ameryki Północnej oraz Europy, Australazji i Dalekiego Wschodu (EAFE), przyjmując klasyfikację MSCI. W krajach rozwiniętych EAFE przeciętny poziom kształtowania wyników był znacznie wyższy w roku emisji w porównaniu dla innych lat, jednak różnice te nie były istotne statystycznie. W odniesieniu do spółek debiutujących na rynkach wschodzących wystąpiło istotne statystycznie nasilenie agresywnego sposobu zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych. Może to sugerować, iż wspomniany w obszarze 1 cykl wysoki poziom wskaźników rentowności dla rynków wschodzących mógł być raczej efektem działań zmierzających do sztucznego zawyżania wyniku niż przejawem rzeczywiście lepszej kondycji finansowej w sferze zyskowności. Wyniki moich badań wskazują, iż w okresach okołomisyjnych spółki były przeciętnie mniej skłonne do wykazywania małych strat, na korzyść osiągnięcia chociaż niewielkich zysków, zarówno na rynkach wschodzących, jak i rozwiniętych. Jednak to spółki dokonujące IPO na rynkach wschodzących przeciętnie w większym stopniu podejmowały agresywną strategię zarządzania zyskami niż firmy debiutujące na rynkach rozwiniętych [1.2.B-VI].

5.3.5. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - obszar 3

Realizacja celu głównego cyklu wymagała również oceny finansowych uwarunkowań wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji oraz wyodrębnienia z tych uwarunkowań znaczenia kształtowania zysków, co stanowiło obszar trzeciego cyklu. Powiązanie wartości spółki po dokonaniu pierwszej publicznej oferty akcji ze zjawiskiem kształtowania zysków w okresach okołomisyjnych byłoby bowiem niekompletne bez szerszego osadzenia krótkoterminowego niedowartościowania oraz długoterminowego przeszacowania cen akcji debiutujących spółek w kontekście innych



uwarunkowań finansowych. Opracowując autorską koncepcję badań empirycznych nad tą problematyką dla rynku wschodzącego wykorzystałam wnioski płynące z prac badawczych skupionych w obszarze pierwszym cyklu (kształtowanie się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO) oraz obszarze drugim cyklu (manipulowanie zyskami przez spółki dokonujące IPO).

Prowadząc pogłębione studia literaturowe światowego i polskiego piśmiennictwa naukowego, w pierwszej kolejności dokonałam identyfikacji i charakterystyki teoretycznych przesłanek występowania krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek odnoszących się do hipotezy *market-timing*, rozbieżności opinii, czy sygnalizacji (głównie [1.2.B-II], ale również [1.2.B-I], [1.2.A-I], [1.2.B-IV], [1.2.B-VIII]). Na tej podstawie wyodrębniłam czynniki o charakterze finansowym, które następnie uwzględniłam w badaniu empirycznym jako *proxy* dla poszczególnych teorii odnoszących się do kształtowania się cen akcji po dokonaniu IPO. Poza *proxy* dla manipulowania zysków, uwzględniłam takie czynniki jak: wielkość spółki, wielkość emisji, przynależność sektorową, asymetrię informacji, koniunkturę giełdową, fakt prywatyzacji, relację wartości księgowej do rynkowej kapitałów własnych, dźwignię, czynniki związane z autokorelacją (*hot issue*), rentowność. Biorąc pod uwagę cel główny cyklu, wśród tych czynników szczególne miejsce w badaniach zajmowała rentowność. Po pierwsze wskazywana jest ona jako *proxy* dla empirycznej weryfikacji teorii objaśniających poziom stóp zwrotu po dokonaniu IPO, po drugie - praktyka wskazuje, iż zyskowność spółek sama w sobie jest ważna dla inwestorów giełdowych, a po trzecie – wiąże się z problematyką jakości raportowanych wyników.

Zidentyfikowałam czynniki, których związek z wartością rynkową spółki po dokonaniu IPO pozostawał stabilny w czasie i w różnych podejściach badawczych. Wartość rynkowa spółki po dokonaniu IPO w ujęciu krótkookresowym była większa dla spółek cechujących się wyższym poziomem asymetrii informacji (mierzonej zmiennością stóp zwrotu tuż po debiucie), dla spółek debiutujących podczas ogólnie bardziej sprzyjającej (krótko- i średniookresowej) koniunktury giełdowej, dla spółek o gorszej dynamice zysku oraz dla spółek wchodzących na giełdę na fali sukcesów poprzednich debiutantów. W niektórych szczegółowych podejściach badawczych oraz w niektórych okresach badawczych, wnioskować można było również o istotności znaczenia dodatkowych czynników takich jak wielkość emisji (zależność ujemna), relatywna wielkość emisji (zależność dodatnia), stopień nowoczesności branży (wyższy *underpricing* dla spółek z branży *high-tech*). Czynnikiem, którego związek z wartością rynkową spółki dokonującej



IPO w perspektywie krótkookresowej pozostawał stabilny dla różnych metod badawczych i okresów badawczych była rentowność debiutującej spółki (aproxymowana wskaźnikiem rentowności sprzedaży, rentowności aktywów czy rentowności kapitałów własnych). Wartość rynkowa debiutujących spółek, mierzona underpricingiem surowym i skorygowanym, była większa dla spółek bardziej rentownych. Takie wyniki można uznać za częściowo potwierdzające hipotezę *market-timing* oraz teorię rozbieżności opinii ([1.2.B-I], [1.2.A-I], [1.2.B-VIII], [1.2.B-IV] [1.2.B-XIII]).

Czynnikami, których związek z trzyletnimi stopami zwrotu pozostawał istotny były wskaźnik wartości księgowej do rynkowej kapitałów własnych oraz zmienność stóp zwrotu po debiucie [1.2.A-I]. Wnioski nie ulegały praktycznie żadnej istotnej zmianie po korekcie sposobu wyznaczania długoterminowych stóp zwrotu [1.2.B-XII]. Ponadto, inwestor, który kupił spółkę bardziej rentowną i sprzedał ją po okresie trzech lat, tracił relatywnie więcej niż gdyby zainwestował w spółkę mniej rentowną. Związek między długoterminowymi rynkowymi stopami zwrotu a rentownością spółki nie zawsze był jednak jednoznaczny i odporny na zmianę specyfiki badania, próby badawczej i zmiany horyzontu badawczego. Zróżnicowanie horyzontu inwestycyjnego pozwoliło ukazać, iż wyniki nie są już tak jednoznaczne dla długoterminowych stóp zwrotu w horyzoncie rocznym i dwuletnim [1.2.B-IV]. Relacja ta została zweryfikowana badaniami przeprowadzonymi w wielu wariantach podejścia opartego na portfelach kalendarzowych i pozostawała istotna statystycznie niezależnie od sposobu badania: badania wykazały, iż to spółki o wyższej rentowności w okresie debiutu doświadczały mniejszych spadków wartości rynkowej w perspektywie długookresowej [1.2.B-XV].

Większy optymizm inwestorów w stosunku do bardziej rentownych spółek, przekładający się na lepszą krótkookresową wycenę rynkową oraz rezultaty badań nad znaczeniem rentowności debiutanta dla długookresowej wyceny rynkowej wzmocniały argumenty przemawiające za tym, iż wysoka rentowność w momencie wejścia na giełdę mogła być – przynajmniej dla części spółek – sztucznie zawyżana poprzez kształtowanie zysków w okresie wejścia na giełdę, przekładając się na postrzeganie spółki przez rynek również w długim okresie. Wnioski te były ważne dla dyskusji nad zawartością informacyjną sprawozdań finansowych spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce. W szczególności zaś wzmocniały przesłanki do rozwijania wątku dotyczącego kształtowania zysków przez spółki debiutujące w Polsce w kontekście rynkowej wyceny spółki. Wnioski z tych badań pozwoliły również na rozszerzenie dyskusji



naukowej ukierunkowanej na wyjaśnienie w szerszym kontekście kształtowania się krótko- i długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących IPO.

Z przeprowadzonych badań wynikał wniosek, iż poziom underpricingu w Polsce może mieć odmienne uwarunkowania finansowe w porównaniu do debiutów dokonywanych na rynkach Europy Zachodniej i w USA (podobne wnioski sformułować można na podstawie rezultatów zastosowania podstawowego i rozszerzonego modelu regresji i porównania czynników dla Polski z tymi obserwowanymi dla krajów Europy Zachodniej) [1.2.B-I]. Uwarunkowania finansowe krótkoterminowej i długoterminowej wartości rynkowej były również inne dla Polski w porównaniu do tych obserwowanych dla całej grupy rynków wschodzących, jak i rynków rozwiniętych EAFE [1.2.B-VIII]. Wyniki badań wydają się potwierdzać skuteczność teorii behawioralnych w objaśnianiu zróżnicowania natychmiastowych stóp zwrotu (głównie w zakresie teorii *market timing*, ale także rozbieżności opinii). Dla poszczególnych rynków również teorie odwołujące się do asymetrii informacji wyjaśniały częściowo kształtowanie się wartości rynkowej spółki w krótkim okresie [1.2.B-XII].

W równoległym wątku dokonałam charakterystyki IPO w Polsce na tle emisji dokonywanych na rynkach rozwiniętych pod względem rentowności. Spółki dokonujące IPO w Polsce cechowały się wyższą przedemisyjną rentownością niż IPO dokonywane na rynkach rozwiniętych [1.2.B-I]. Ważne wnioski płynęły w obszarze powiązania rentowności debiutujących spółek z ich wartością rynkową dla różnych rynków wschodzących. Dla rynków wschodzących Europy, natychmiastowe i czterotygodniowe stopy zwrotu były generalnie wyższe dla spółek cechujących się niższą rentownością sprzedaży. Rezultaty, na tle wyników moich pozostałych badań mogą sugerować, iż obszar rentowności ma swoją specyfikę nie tylko wpływającą z porównania rynków wschodzących do rynków rozwiniętych, ale również z wewnętrznego zróżnicowania grupy rynków wschodzących i specyfiki samych debiutów dokonywanych w Polsce [1.2.B-III].

Badania przeprowadzone na 21 rynkach wschodzących wykazały przede wszystkim istotny pozytywny związek wskaźnika *book-to-market* z poziomem długoterminowych stóp zwrotu ze spółek dokonujących IPO. Zmienna odnosząca się do teorii kształtowania zysków (poziom *accruals*) również istotnie, jednak negatywnie, wpływała na poziom długoterminowych stóp zwrotu. Znaczenie pozostałych zmiennych należy określić jako zdecydowanie mniejsze, choć w niektórych modelach regresji również istotna była zmienność stóp zwrotu po debiucie jako pośrednia miara rozbieżności opinii. Przesunięcie horyzontu wyznaczania stóp zwrotu o miesiąc w stosunku do dnia debiutu nie wpływało na



wnioski z analizy regresji. Wyniki sugerowały, że na rynkach wschodzących wszystkie trzy teorie: teoria rozbieżności opinii, teoria *market timing* oraz teoria *earnings management* częściowo tłumaczą zróżnicowanie poziomu długoterminowych stóp zwrotu osiągniętych po debiucie [1.2.B-XII].

Porównanie długoterminowych stóp zwrotu typu kup-i-trzymaj dla grupy krajów rozwiniętych i krajów wschodzących pozwoliło zaobserwować, iż inwestor, który w dniu debiutu na giełdzie dokonał zakupu akcji spółek zarządzających zyskami w sposób bardziej agresywny, stracił więcej w długim okresie w porównaniu do inwestora kupującego akcje spółek konserwatywnie zarządzających zyskami. Różnice te były istotne statystycznie dla spółek dokonujących IPO na rynkach wschodzących [1.2.B-VI].

Powyższe wnioski stworzyły podstawę do wyodrębnienia z uwarunkowań finansowych wartości rynkowej spółki związku między kształtowaniem zysków a stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce. Motywy i konsekwencje kształtowania wyników w roku przed debiutem i w roku debiutu mogły być odmienne. W badaniach opisanych w obszarze drugim cyklu wykazałam, iż – chociaż zasadniczo to w roku wejścia na giełdę poziom nadzwyczajnych przesunięć międzyokresowych kosztów był dodatni i istotny statystycznie, to jednak wartości przesunięć z roku poprzedzającego mogły również świadczyć o zawyżaniu wyników przez przynajmniej część spółek. Stąd też w modelach regresji budowanych w celu objaśnienia poziomu krótkoterminowych stóp zwrotu uwzględniłam dwie zmienne objaśniające związane z kształtowaniem zysków: nietypowe korekty typu *accruals* w roku przed debiutem oraz w roku debiutu. Bardziej agresywne kształtowanie zysków w roku bezpośrednio przed debiutem wiązało się z osiąganiem przez spółki dokonujące pierwszych ofert publicznych akcji na GPW w Warszawie wyższych natychmiastowych stóp zwrotu. Natomiast dla spółek cechujących się bardziej konserwatywnym podejściem do zarządzania zyskami w roku wejścia na giełdę badania wykazały wyższe krótkoterminowe stopy zwrotu. Spółki z relatywnie wysokimi zyskami mogły być postrzegane jako cechujące się wyższym poziomem niepewności *ex-ante*, co mogło być dyskontowane w niższej cenie. Równolegle, inwestorzy oceniając perspektywy spółki w momencie debiutu mogli nie posiadać wystarczających kompetencji do wykrycia, czy zyski w roku przed debiutem były sztucznie zawyżone poprzez kształtowanie zysków typu memoriałowego, co również działało w podobnym kierunku skutkując wyższym underpricingiem. Takie rezultaty mogą wskazywać, iż również motywy manipulowania zyskami w roku bezpośrednio przed debiutem i w roku wejścia na giełdę mogły być różne. Niektórym spółkom mogło zależeć



na oddziaływaniu na ceny oferty, innym na oddziaływaniu na wartość rynkową spółki w krótkim okresie [1.2.B-XIII].

W dalszych badaniach dokonałam oceny związku między kształtowaniem zysków a długoterminowymi stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce. Na podstawie estymowanych wartości nietypowych przesunięć międzyokresowych stanowiących *proxy* dla manipulowania wynikami, spółki dokonujące pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce zostały podzielone na dwie podgrupy badawcze: spółki kształtujące wynik finansowy agresywnie oraz konserwatywnie. Spółki cechujące się relatywnie wyższym poziomem *accruals* w okresach okołomisyjnych czyli te należące do grupy spółek bardziej agresywnie kształtujących zyski, w trzy- i pięcioletnim horyzoncie inwestycyjnym generalnie bardziej traciły na wartości niż spółki bardziej konserwatywnie podchodzące do manipulowania zyskami w okresach debiutu giełdowego. Jednak wnioski te nie zawsze były odporne na zmianę sposobu szacowania nietypowych przesunięć międzyokresowych. Podsumowując wnioski płynące z analizy odporności wyników, należy zauważyć, iż różnice między obydwoima grupami – spółkami agresywnie i konserwatywnie kształtującymi wynik finansowy w okresach okołomisyjnych – nie były stabilne dla wszystkich długoterminowych horyzontów inwestycyjnych [1.2.B-XIV]. Badania empiryczne wskazały, iż istnieją przesłanki potwierdzające, że długookresowa wartość spółek dokonujących IPO może mieć związek z kształtowaniem zysków w okresach okołomisyjnych poprzez działania typu memoriałowego, natomiast w celu stwierdzenia charakteru tej relacji przeprowadziłam dodatkowe badania.

Wyniki regresji wykazały, iż długookresowe przewartościowanie (spadek wartości rynkowej) było silniejsze dla spółek cechujących się wyższym poziomem nadzwyczajnych przesunięć międzyokresowych. Wyniki oceny odporności wyników (*robustness check*) wskazywały, iż nie we wszystkich specyfikacjach metod badawczych (dla różnych *proxy* kształtowania wyników i dla różnych sposobów estymacji długookresowych stóp zwrotu) zależność między manipulowaniem wynikami a długookresową wartością spółki dokonującej IPO była istotna statystycznie [1.2.A-II].

Przeprowadzone w obszarze drugim cyklu badania dodatkowe wskazywały, iż mechanizmy manipulowania zyskami przez spółki dokonujące IPO w Polsce w okresie przed i po kryzysie finansowym mogą mieć odmienny charakter. Biorąc pod uwagę te argumenty, dokonałam oceny porównawczej stabilności w czasie związku między kształtowaniem zysków a stopami zwrotu z akcji spółek dokonujących IPO. Kluczowe wnioski z tych badań można podsumować następująco: dla debiutów giełdowych



dokonywanych po szczycie kryzysu finansowego – w żadnym przypadku szczegółowych rozwiązań badawczych - zależność między długoterminowymi stopami zwrotu a manipulowaniem wynikami nie była istotna statystycznie, natomiast w okresie poprzedzającym kryzys finansowy ujemna zależność między kształtowaniem zysków zdecydowanie bardziej potwierdziła się w testach odporności [1.2.A-III].

W dotychczas opisanych badaniach dotyczących identyfikacji zależności między zjawiskiem kształtowania wyników a długookresowymi stopami zwrotu, których rezultaty zostały zawarte w publikacjach składających się na cykl, uwzględniłam podejście zwane w literaturze przedmiotu *event-time* i wnioskowałam o długoterminowej wartości rynkowej spółki na podstawie ponadnormalnych stóp zwrotu typu *buy-and-hold*. Biorąc pod uwagę argumenty przytoczone w pracach w obszarze pierwszym cyklu, do oceny związku między manipulowaniem zyskami a długookresową wartością spółki po dokonaniu IPO zastosowałam również alternatywne podejście badawcze związane z konstrukcją portfeli kalendarzowych (*calendar-time-portfolio approach*). Badania wykorzystujące podejście kalendarzowe wzmocniły wnioskowanie oparte na podejściu *event-time* i wykazały, iż spółki, które w bardziej agresywny sposób kształtowały wynik finansowy w okresie okołomisyjnym, w długim okresie osiągały silniejszy spadek wartości rynkowej spółki (aproksymowanej wartością alfy w modelu regresji). Dla spółek zarządzających zyskami w sposób agresywny i konserwatywny, zannualizowana różnica w alfie z modelu regresji wynosiła przeciętnie blisko 6 punktów procentowych, a w poszczególnych podejściach badawczych różniła się od 2 do ponad 10 punktów procentowych (dla różnych modeli regresji: CAPM, model 3-czynnikowy Fama-Frencha, model Carharta, model 5-czynnikowy Fama-Frencha, por. obszar 1 cyklu). Różnica w poziomie długoterminowego *underperformance* dla spółek zarządzających zyskami agresywnie i konserwatywnie była istotna ekonomicznie w większości podejść badawczych, natomiast istotna statystycznie w blisko połowie z wielu podejść badawczych. Spółki, które w roku debiutu kształtowały wynik bardziej konserwatywnie, czyli te, dla których poziom nietypowych przesunięć międzyokresowych był niższy, doświadczały mniej dotkliwego spadku wartości w długim okresie. Dla tej grupy spółek roczne stopy zwrotu określone poprzez wartość alfy estymowanej w modelach regresji na portfelach 36-miesięcznych kształtowały się na poziomie od -8% do -14%. Dla spółek, które zarządzały zyskami w sposób bardziej agresywny zakres ten wynosił od -12% aż do -21%. Wartości alfy dla portfeli spółek agresywnie zarządzających zyskami były negatywne i istotne statystycznie we wszystkich podejściach badawczych [1.2.B-XVI].



5.3.6. Wkład wyników badań w rozwój dyscypliny - podsumowanie

Zagadnienie manipulowania zyskami jest złożoną problematyką badawczą, podobnie zresztą jak kształtowanie się wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji. Dodatkowym wyzwaniem była konieczność uwzględnienia w badaniach specyfiki rynków wschodzących. To wszystko sprawiło, iż określenie związku pomiędzy zarządzaniem zyskami a wartością rynkową spółek debiutujących na rynku wschodzącym było zadaniem wielowątkowym co do koncepcji procesu badawczego, wieloetapowym w zakresie jego realizacji i wieloaspektowym w sferze osiągniętych rezultatów. W ujęciu syntetycznym wkład osiągnięć naukowych zawartych w cyklu publikacji w rozwój dyscypliny przedstawia się jak poniżej.

Podsumowując wyniki moich badań empirycznych w pierwszym obszarze cyklu należy stwierdzić, iż krótkoterminowe stopy zwrotu dla spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Polsce były dodatnie oraz istotne ekonomicznie i statystycznie. Tym samym, potwierdziłam występowanie w Polsce krótkoterminowego niedowartościowania cen akcji tych spółek. Jednocześnie następował w długim okresie spadek rynkowej wartości debiutujących spółek. W toku badań dokonałam autorskiej adaptacji metod oceny wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO do warunków rynku polskiego. Wielowariantowe badania prowadzone w obszarze pierwszym cyklu wskazały, iż chociaż poziom ponadnormalnych stóp zwrotu różnił się dla poszczególnych podejść badawczych, to wyniki wielu testów odporności dają podstawę do stwierdzenia, iż ogólne wnioski pozostawały niezmiennie co do konkluzji o występowaniu w Polsce krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek.

Kluczowe wnioski z badań przeprowadzonych w obszarze drugim cyklu i stanowiące wkład do literatury przedmiotu podsumować można następująco. W okresie debiutu, wśród spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych akcji w Polsce rosła skłonność do przekraczania wartości progowej w postaci zerowego zysku oraz rentowności roku poprzedniego. Kosztem okresowych przesunięć dokonywanych w roku wejścia na giełdę lub tuż przed debiutem, w kolejnych latach spółki dokonujące IPO odnotowywały relatywne spadki rentowności. O występowaniu zjawiska kształtowania zysków w okresie debiutu świadczył również dodatni i istotny statystycznie, odporny (*robust*) na różnicowanie podejść badawczych, poziom nadzwyczajnych przesunięć międzyokresowych (*accruals*). Rezultaty



badania wskazały, iż spółki debiutujące na rynkach wschodzących realizowały bardziej agresywną strategię manipulowania zyskami niż firmy debiutujące na rynkach rozwiniętych.

Kluczowe wnioski z obszaru trzeciego cyklu są następujące. Uwarunkowania kształtowania się wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO w ujęciu krótko- i długookresowym były w pewnym stopniu odmienne dla rynków wschodzących w porównaniu do rynków rozwiniętych. Spółki, które w bardziej agresywny sposób zawyżały zyski w roku przed debiutem odnotowywały przeciętnie wyższy underpricing. Natomiast bardziej agresywne podejście do kształtowania wyników w roku debiutu wiązało się z niższym poziomem underpricingu. Bardziej agresywnemu podejściu do kształtowania zysków w okresach okołomisyjnych towarzyszył bardziej dotkliwy spadek wartości rynkowej spółki w długim okresie niż to miało miejsce dla spółek, które miały bardziej konserwatywne podejście do manipulowania zyskami. Takie wnioski płynęły z oceny statystycznej związku pomiędzy manipulowaniem zyskami poprzez działania typu memoriałowego a ponadnormalnymi stopami zwrotu realizowanymi przez spółki dokonujące pierwszej oferty publicznej akcji. Jednocześnie należy podkreślić, iż nie zawsze te wnioski pozostawały odporne (*robust*) we wszystkich podejściach badawczych. Dla debiutów giełdowych dokonywanych w okresie poprzedzającym kryzys finansowy ujemna zależność między manipulowaniem zyskami a wartością spółki w perspektywie długookresowej zdecydowanie potwierdziła się w testach odporności.

Rezultaty badań przedstawione w cyklu publikacji powiązanych tematycznie stanowią kompleksowe podejście do problematyki związku między zjawiskiem kształtowania zysków a wartością rynkową spółki dokonującej pierwszej publicznej oferty akcji w Polsce, będącej przykładem rynku wschodzącego. Wkład rezultatów badań w rozwój dyscypliny można ująć dwupłaszczyznowo. Po pierwsze, rezultaty badań opisane w poszczególnych pracach badawczych poszerzały zakres wiedzy o zagadnieniach objętych problematyką cyklu, stanowiąc wkład do literatury przedmiotu. Po drugie, wartość dodaną do nauki postrzegam również przez pryzmat cyklu stanowiącego powiązaną tematycznie całość, zrealizowaną według jednolitej i szerokiej koncepcji badawczej.

Poza sumarycznym ujęciem merytorycznego wkładu publikacji składających się na cykl, chciałabym również podkreślić kwestie związane z umiędzynarodowieniem wyników i dotychczasową oceną niezależnych ekspertów. Prace naukowych składające się na cykl to: 2 publikacje naukowe w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JRC); 14 podrozdziałów w monografii naukowej, której jestem znaczącym współautorem i która spotkała się z pozytywnymi recenzjami prof. dr hab. Witolda Jurka, prof. zw. UEP



oraz dr hab. Katarzyny Kuziak, prof. nadzw. UE; 2 artykuły w międzynarodowych recenzowanych materiałach konferencyjnych indeksowanych w Web of Science; 2 artykuły w międzynarodowych recenzowanych czasopismach indeksowanych w Web of Science; oraz 11 artykułów w recenzowanych czasopismach należących do listy B wykazu czasopism punktowanych MNiSW. Jedenaście spośród osiemnastu pozycji składających się na cykl to pozycje anglojęzyczne. Sumaryczny wskaźnik wpływu Impact Factor publikacji składających się na cykl to 3,265. Większość publikacji powstała w związku z realizacją projektów badawczych przyznawanych przez MNiSW/NCN na podstawie wcześniejszej ewaluacji przez grono niezależnych ekspertów. Rezultaty badań opisane w publikacjach składających się na cykl sukcesywnie poddawałam dyskusji naukowej podczas wystąpień na międzynarodowych i krajowych konferencjach naukowych.

5.3.7. Dalsze perspektywy badawcze

Obszary, w których powstały moje dotychczasowe osiągnięcia naukowe wpisują się w aktualne trendy prac badawczych toczących się na świecie, o czym świadczy między innymi zainteresowanie wynikami moich badań na krajowych i międzynarodowych konferencjach naukowych oraz docenienie wyników publikacjami na łamach ważnych międzynarodowych i krajowych czasopism, w tym znajdujących się w JCR. Wnioski z przeprowadzonych przeze mnie obszernych badań empirycznych stanowią wkład w rozwój dyscypliny, ale również wyznaczają kierunki dalszych badań.

W swoich badaniach poruszyłam kwestie manipulowania zyskami przez działania o charakterze memoriałowym, zasadzające się na oddziaływaniu na księgowo ujęcie transakcji. Pożądanym kierunkiem dalszych badań byłoby podjęcie problematyki kształtowania zysków przez działania o charakterze realnym przez spółki debiutujące na polskiej giełdzie. Jest to zagadnienie trudne głównie ze względu na kwestie pozyskania danych odpowiedniej jakości i w wystarczająco długich szeregach czasowych – co nie było dotychczas proste dla debiutantów giełdowych. W dalszych krokach badawczych możliwe byłoby rozszerzenie tej dyskusji o element substytucyjności kształtowania zysków poprzez działania realne i działania typu memoriałowego.

Kolejnym obszarem dalszych badań może być również pogłębienie problematyki kształtowania zysków przez debiutujące spółki w kierunku związanym ze zrównoważonym (*sustainable*) podejściem do procesu budowania wartości dla interesariuszy, co sygnalizowałam już w publikacjach należących do cyklu. Ważną kontynuacją badań



w zakresie wyjaśniania zjawiska krótkoterminowego niedowartościowania i długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek w powiązaniu z manipulowaniem zyskami byłoby rozszerzenie warstwy empirycznej o elementy związane z ładem korporacyjnym. Pożądanym obszarem badań empirycznych jest również ocena skłonności debiutantów giełdowych do przekraczania wartości progowych w postaci prognozowanych zysków, co również było dotychczas utrudnione dla giełdowych debiutantów.

Ujmując szeroko dalsze kierunki badań nad związkiem między manipulowaniem zyskami a wartością rynkową spółki, nowe wątki badawcze mogłyby koncentrować się na innych niż IPO istotnych zdarzeniach, kiedy również może dochodzić do zawyżania zysków, przykładowo na kolejnych emisjach akcji czy w okresach znamionujących trudności finansowe. W takich badaniach dalsze zastosowanie mogłyby znaleźć wnioski z przeprowadzonej przez mnie oceny przydatności zastosowanych metod oraz elementy dostosowania metod badawczych do specyfiki polskiego rynku kapitałowego stanowiące mój wkład metodyczny do dalszych badań nad zjawiskiem kształtowania zysków w kontekście wartości rynkowej spółki na rynku wschodzącym.

6. Omówienie osiągnięć naukowo-badawczych i innych obszarów aktywności naukowej

6.1. Sumaryczne zestawienie osiągnięć naukowo-badawczych

Sumaryczną charakterystykę ilościową moich osiągnięć naukowo badawczych przedstawia poniższa **Tabela 1**. Szczegółowe zestawienie wskaźników dokonań naukowych oraz rozwinięcie aktywności opisanych syntetycznie w niniejszym punkcie zamieściłam w **Załączniku 4**, a uwagi dotyczące rangi czasopism, w których publikowałam w odrębnym wykazie w **Załączniku 3**.



Tab. 1. Sumaryczne zestawienie aktywności naukowo--badawczej

<i>Wyszczególnienie</i>	<i>Liczba</i>
Po uzyskaniu stopnia doktora	
Sumaryczny Impact Factor publikacji naukowych wg listy JCR*	3,573
Sumaryczny 5-letni Impact Factor publikacji naukowych wg listy JCR *	3,712
Liczba publikacji indeksowanych w bazie Journal Citation Reports (JCR) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH)	4
Autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazie JCR lub na liście ERIH:	
1. monografia we współautorstwie (autorstwo lub współautorstwo 15 na 23 podrozdziałów)	1
2. pozostałe publikacje	33
Liczba publikacji na liście A MNiSW**	4
Liczba publikacji na liście B MNiSW**	23
Liczba materiałów konferencyjnych indeksowanych w bazie Web of Science Core Collection	2
Liczba publikacji w czasopismach indeksowanych w Web of Science inne niż ww.	2
Liczba publikacji w języku angielskim	20
Redakcja monografii	1
Redakcja numeru czasopisma	1
Liczba cytowań***	31 (WoS) 81 (GS) 84 (PP) 29 (BE)
Liczba cytowanych publikacji***	7 (WoS) 11 (GS) 13 (PP) 10 (BE)
Liczba publikacji cytowanych więcej niż 1 raz ***	4 (WoS) 5 (GS) 6 (PP) 3 (BE)
h-indeks***	3 (WoS) 3 (GS) 3 (PP) 2 (BE)
Międzynarodowe lub krajowe projekty badawcze (w tym kierowanie)	3 (1)
Międzynarodowe lub krajowe nagrody za działalność naukową	5
Liczba referatów przygotowanych na międzynarodowych lub krajowe konferencje tematyczne (w tym wygłoszone przez habilitanta)	27 (11)
Przed uzyskaniem stopnia doktora	
Publikacje naukowe	14
Projekty naukowe MNiSW	1
Udział w krajowych i międzynarodowych konferencjach naukowych (w tym związane z przygotowaniem referatów)	16 (12)

Uwagi: * zgodnie z rokiem opublikowania lub najbardziej aktualny Impact Factor (jeżeli za rok opublikowania nie jest jeszcze dostępny w JCR); **zgodnie z ujednoliconym wykazem czasopism naukowych za lata 2013-2016 (komunikat MNiSW z dnia 26.01.2017); ***WoS - według bazy Web of Science; GS - według Google Scholar; PP – według Publish or Perish; BE - według bazy BazEcon.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji z Biblioteki Głównej Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.



6.2. Publikacje naukowe

Mój dorobek publikacyjny związany jest z dyscypliną finanse, a w jej ramach głównie z finansami przedsiębiorstw oraz z rynkami finansowymi. W niniejszym punkcie autoreferatu skupiam się na osiągnięciach naukowych uzyskanych po otrzymaniu stopnia doktora. Dla szerszego obrazu aktywności naukowo-badawczej podejmowanej podczas mojej pracy zawodowej na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu, porządkująco i w syntetycznym ujęciu wspominam również o najważniejszych osiągnięciach z okresu przed uzyskaniem stopnia doktora. Większość publikacji, których jestem autorem lub współautorem skupia się wokół czterech grup tematycznych⁴:

- Pierwsza grupa tematyczna koncentruje się na problematyce finansowania strukturalnego. Publikacje z tego zakresu obejmują zasadniczo dorobek osiągnięty przed uzyskaniem stopnia doktora. Poza niepublikowaną rozprawą doktorską pt.: *Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa* zaliczam do tego obszaru również publikacje powstałe przed uzyskaniem stopnia doktora [2.2.B-II, 2.2.B-III, 2.2.B-IV, 2.2.B-V, 2.2.B-VI, 2.2.B-VII, 2.2.B-VIII, 2.2.B-IX, 2.2.B-X, 2.2.B-XIV] oraz po uzyskaniu stopnia doktora [2.1.B-III]. Prace naukowo-badawcze w tej grupie powiązane były głównie z realizacją projektu badawczego MNiSW, w którym byłam wyłącznym wykonawcą (pod kierownictwem promotora rozprawy doktorskiej). Rezultaty prac naukowych opracowałam również w formie referatów wygłoszonych na konferencjach naukowych. Efekty tych osiągnięć naukowych były doceniane nagrodami za działalność naukową.

- Druga, najszersza grupa tematyczna obejmuje problematykę pozyskiwania kapitału przez spółki publiczne w drodze pierwotnych emisji akcji. To w ramach tej grupy mieszczą się badania nad związkiem między kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki po dokonaniu IPO, czyli zagadnienia podejmowane w cyklu publikacji powiązanych tematycznie wskazanych jako osiągnięcie naukowe w *punkcie 5* autoreferatu (i tam też omawiam ich wkład w rozwój dyscypliny). Poza publikacjami składającymi się na cykl [1.2.A-I, 1.2.A-II, 1.2.B-I, 1.2.B-II, 1.2.B-III, 1.2.B-IV, 1.2.B-V, 1.2.B-VI, 1.2.B-VII, 1.2.B-VIII, 1.2.B-IX, 1.2.B-X, 1.2.B-XI, 1.2.B-XII, 1.2.B-XIII, 1.2.B-XIV, 1.2.B-XV, 1.2.B-XVI] zaliczam do tej grupy tematycznej publikacje [2.1.B-II] i [2.1.B-XI] oraz

⁴ Odwołania do prac mojego autorstwa lub współautorstwa podaję w nawiasach kwadratowych (dla rozróżnienia z osiągnięciami innych autorów), a ich numerację ujednoliciłam w ramach całej dokumentacji wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego, dostosowując do konwencji przyjętej w Wykazie opublikowanych prac naukowych (*Załącznik 3*).



artykuł opublikowany przed uzyskaniem stopnia doktora [2.2.B-XIII]. Dwie spośród powstałych publikacji w tej grupie tematycznej wymienione są w JCR Realizacja prac naukowo-badawczych w tej grupie była ponadto związana z udziałem w projektach badawczych MNiSW i NCN, licznymi referatami na konferencjach naukowych i została doceniona nagrodami za działalność naukową.

- Trzecia grupa tematyczna skupia się wokół zagadnienia zwiększania kapitału przez spółki publiczne poprzez kolejne (wtórne) emisje akcji (*seasoned equity offerings*, SEO). Znakomita większość prac z tego zakresu powstała po uzyskaniu stopnia doktora [2.1.A-II, 2.1.B-VI, 2.1.B-VII, 2.1.B-IX, 2.1.B-X], ale tematyka ta zainspirowała mnie jeszcze przed uzyskaniem stopnia doktora [2.2.B-XII]. Realizacja prac naukowo-badawczych dotyczących kolejnych emisji wiązała się z udziałem w projektach badawczych MNiSW i NCN, skutkowałam referatami zgłoszonymi na konferencje naukowe oraz – między innymi - publikacją w czasopiśmie wymienionym w JCR.

- Czwarta grupa tematyczna obejmuje problematykę racjonalności inwestorów, anomalii rynkowych w wycenie spółek i reakcję inwestorów na zdarzenia [2.1.A-I, 2.1.B-I, 2.1.B-IV, 2.1.B-V, 2.1.B-VIII, 2.1.B-XII, 2.1.B-XIII, 2.1.B-XIV, 2.1.B-XV]. Efekty prac naukowych poddawałam dyskusji na konferencjach naukowych. Powstałe publikacje powiązane były z realizacją projektów badawczych NCN/MNiSW, a jedna z nich znajdowała się w JCR.

Pozostałe prace, które nie mieszczą się w żadnej z wymienionych grup tematycznych obejmują zasadniczo dorobek powstały przed uzyskaniem stopnia doktora i dotyczą leasingu oraz kosztów agencji [2.2.B-I, 2.2.B-XI].

Za najważniejsze osiągnięcia naukowe w ramach pierwszej grupy tematycznej uważam artykuł opublikowany na łamach czasopisma „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” pt.: *Przesłanki wykorzystywania sekurytyzacji aktywów w procesie finansowania przedsiębiorstw* [2.2.B-III] oraz niepublikowaną pracę doktorską pt.: *Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa*. We wspomnianym artykule [2.2.B-III] omawiam specyfikę transakcji sekurytyzacji, określam czynniki sprzyjające rozwojowi sekurytyzacji oraz definiuję korzyści dla inicjatora procesu. W rozprawie doktorskiej postawiłam hipotezę, zgodnie z którą wpływ dokonania sekurytyzacji aktywów na rynkową wartość przedsiębiorstwa zależy od cech charakterystycznych inicjatora oraz specyfiki dokonywanej transakcji. Przeprowadzenie symulacji na podstawie modelu pozwoliło określić warunki, w których korzystne może być dla inicjatora powołanie spółki celowej i realizacja działań w odrębnych podmiotach poprzez sekurytyzację aktywów.



Warunki te dotyczyły korelacji pomiędzy przepływami związanymi z sekurytyzowanymi aktywami oraz aktywami pozostałymi u inicjatora, poziomu ryzyka aktywów transferowanych do spółki celowej, poziomu ryzyka związanego z działalnością inicjatora przed dokonaniem transakcji oraz skali sekurytyzacji aktywów. W badaniach wykazałam, iż dokonanie sekurytyzacji aktywów przez spółki z branży niefinansowej wiązało się z osiągnięciem dodatnich, istotnych statystycznie krótkoterminowych skumulowanych stóp zwrotu. Wyniki tych badań wzmocniłam w dodatkowych testach w artykule opublikowanym już po uzyskaniu stopnia doktora [2.1.B-III]. Określiłam efekty sekurytyzacji dla różnych cech transakcji i spółek pozwalających rozpatrzyć efekty sekurytyzacji w kontekście znaczenie asymetrii informacji, kosztów trudności finansowych, kosztów agencji związanych z istnieniem wolnych przepływów pieniężnych, elastyczności finansowej, reputacji spółki, korzyści skali, teorii sygnalizacji.

Pozostałe prace dotyczące sekurytyzacji aktywów powstały w okresie przed uzyskaniem stopnia doktora. Podejmowały dyskusję o sekurytyzacji w zakresie finansowania przedsiębiorstw [2.2.B-II], warunków rozwoju sekurytyzacji w Polsce [2.2.B-IV], wskazywały na znaczenie cech aktywów jako zabezpieczenia w transakcjach sekurytyzacji [2.2.B-V]. Ponadto, rozszerzały dyskusję w literaturze przedmiotu o oddziaływanie transakcji na asymetrię informacji [2.2.B-VI], problematykę relacji aranżera i spółki celowej w kontekście granic firmy [2.2.B-VII], zagadnienie niedoinwestowania [2.2.B-VIII]. Wskazywałam również na znaczenie jakości aktywów [2.2.B-IX], aspekty pomiaru efektów sekurytyzacji na wartość istotną dla poszczególnych interesariuszy [2.2.B-X] oraz efekty synergiczne wynikające z realizacji działań w odrębnych podmiotach [2.2.B-XIV].

Po uzyskaniu stopnia doktora moje zainteresowania naukowo-badawcze zdecydowanie ukierunkowały się na problematykę debiutów giełdowych, co stanowi osiągnięcia naukowe w drugiej grupie tematycznej publikacji. Pierwsza publikacja z tego zakresu powstała jeszcze przed uzyskaniem stopnia doktora [2.2.B-XIII] i odnosiła się do identyfikacji zmian wartości rynkowej spółki po dokonaniu IPO, zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Najważniejsze osiągnięcia w drugiej grupie tematycznej powstały po uzyskaniu stopnia doktora w ramach cyklu publikacji - wkład tych badań w rozwój dyscypliny w całości omawiam w *punkcie 5* niniejszego autoreferatu. Za ważną w tej grupie tematycznej publikację (która nie należy do cyklu) uznaję artykuł [2.1.B-II] koncentrujący się na krótkoterminowym niedoszacowaniu cen akcji debiutujących spółek, pozwalający porównać cechy spółek debiutujących na rynkach europejskich do IPO w Ameryce



Północnej. Wnioski z tych badań podsumować można następująco. W Ameryce Północnej relatywnie łatwiej niż w Europie jest debiutować spółkom mniejszym. Spółki, które decydowały się na debiut w Europie były relatywnie podmiotami mniej dojrzałymi na rynku. Rezultaty badań stworzyły przesłanki do stwierdzenia, iż na rynkach europejskich niektóre uwarunkowania *underpricingu* są odmienne do tych obserwowanych dla debiutów dokonywanych w Ameryce Północnej. Przykładowo, w Europie asymetria informacji może pełnić mniejszą rolę w wyjaśnianiu skali krótkoterminowego przewartościowania niż w Ameryce Północnej, podobnie jak rozróżnienie na emisje ukierunkowane na inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.

W kolejnym artykule opublikowanym na łamach czasopisma „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” [2.1.B-XI] wyjaśniam zjawisko krótkoterminowego niedoszacowania cen akcji debiutujących spółek poprzez odniesienie do teorii *windows of opportunity* i sentymentu inwestorów, asymetrii informacji oraz teorii sygnalizacji. Badania dotyczyły spółek debiutujących na rynkach akcji w trzech największych azjatyckich krajach wschodzących (Chiny, Korea Południowa i Indie). Rezultaty tych badań zostały zgłoszone w formie referatu na konferencję „Finanse Neoklasyczne a Finanse Behawioralne” organizowaną przez prof. Jerzego Gajdkę na Uniwersytecie Łódzkim. Skala krótkoterminowego niedowartościowania cen akcji debiutujących spółek była powiązana z poziomem niepewności inwestorów, sentymentem rynku i znalazła też potwierdzenie w teorii sygnalizacji. Na tych rynkach, *underpricing* był swego rodzaju dodatkowym wynagrodzeniem za zwiększony poziom ryzyka, a także mógł być rozpatrywany jako zachęta dla późniejszych powrotów na rynek kapitałowy z kolejnymi emisjami. Badania dla debiutów dokonywanych na tych rynkach azjatyckich wykazały również zróżnicowanie uwarunkowań *underpricingu* podczas dobrej i złej koniunktury giełdowej, zarówno tych odwołujących się do teorii behawioralnych, jak i tych bazujących głównie na założeniu o racjonalności inwestorów.

Trzecia szeroka grupa tematyczna dotyczy problematyki kolejnych (wtórnych) emisji akcji (*seasoned equity offerings*, SEO). Pierwsza moja praca z tego zakresu powstała krótko przed uzyskaniem stopnia doktora [2.2.B-XII]. Próba badawcza obejmowała 65.376 transakcji przeprowadzonych na świecie przez 31.172 spółki. Przeprowadzone badania pozwoliły określić skalę wtórnych emisji akcji w ujęciu globalnym oraz ukazać zmiany, jakie nastąpiły w ciągu dwóch dekad. Dokonałam charakterystyki kolejnych emisji akcji przeprowadzanych na świecie, wskazując na ich duże pod wieloma względami zróżnicowanie regionalne, wskazałam na zróżnicowanie wtórnych emisji w zależności od



cech emitenta oraz dokonałam wstępnej oceny kształtowania się cen akcji spółek dokonujących wtórnych emisji akcji. Szczególnie ten ostatni wątek był przeze mnie kontynuowany w późniejszych badaniach.

Problematykę kształtowania wartości rynkowej spółki po dokonaniu kolejnej emisji akcji podejmowałam w innych publikacjach, już po uzyskaniu stopnia doktora. Dokonałam oceny występowania zjawiska długoterminowego *underperformance* po dokonaniu SEO na przykładzie dwóch giełd w Bombaju, należących pod względem wielkości do pierwszej dwudziestki giełd na świecie [2.1.B-VI]. Kolejne opracowania [2.1.B-VII, 2.1.B-IX] podejmowały problematykę zróżnicowania stóp zwrotu po dokonaniu kolejnej emisji akcji ze względu na cechy spółek i cechy emisji. Ponadto, wkład do literatury dotyczył wniosków o skali zjawiska *underperformance* dla giełdy australijskiej będącej jedną z największych giełd na świecie pod względem kapitalizacji. Wyniki badań były również ważne w kontekście dyskusji toczącej się wokół konstrukcji benchmarku stosowanego do korygowania stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących kolejnych emisji celem określenia ponadnormalnej reakcji cenowej.

Jedną z ważniejszych prac, powstałych już po uzyskaniu stopnia doktora i należących do trzeciej grupy tematycznej jest artykuł opublikowany na łamach czasopisma „Argumenta Oeconomica” [2.1.A-III]. Wstępne wyniki badań w formie referatu zostały poddane dyskusji na XIV konferencji z cyklu: Zarządzanie Finansami Firm - Teoria i Praktyka w 2013 roku i jako najlepszy referat w sesji zostały wybrane do potencjalnej publikacji w czasopiśmie (po standardowym procesie recenzyjnym *blind-review*). Badania przeprowadzone na giełdy indyjskiej, badania pozwoliły na dokonanie wkładu do literatury światowej w zakresie dyskusji nad znaczeniem doboru benchmarku w procesie oceny kształtowania się długoterminowej wartości spółki po dokonaniu kolejnej emisji akcji na rynku wschodzącym. Dokonałam oceny zjawiska *underperformance* dla spółek dokonujących SEO w Indiach poprzez zastosowanie różnych sposobów pomiaru ponadnormalnych stóp zwrotu w długim okresie. Porównałam metody wykorzystujące cechy spółek do wyników modelu indeksowego, dla ważenia stóp zwrotu równego oraz ważenia kapitalizacją. Dokonałam również porównania *underperformance* dla grup emitentów wyróżnionych ze względu na cechy spółki (m.in. asymetrię informacji) i koniunkturę giełdową.

Problematyka pozyskiwania kapitału w drodze kolejnych emisji akcji była przez mnie również podejmowana w kontekście manipulowania zyskami w okresach okołomisyjnych [2.1.B-X]. Badania stanowiły wkład do literatury przedmiotu poprzez poszerzenie dyskusji naukowej dotyczącej manipulowania zyskami przez spółki dokonujące kolejnych emisji



akcji w kontekście ostatniego kryzysu finansowego. Próba badawcza składała się z kolejnych emisji akcji dokonanych w latach 2005-2011 na 21 rynkach wschodzących (zgodnie z klasyfikacją MSCI). Ocena poziomu *accruals* i badania nad skłonnością do przekraczania wartości progowych pozwoliły na odpowiedź na pytanie, czy dla spółek dokonujących kolejnych emisji akcji zaobserwować można zjawisko zarządzania zyskami w okresach okołomisyjnych, a jeżeli tak, to czy jego skala różniła się przed i po załamaniu na rynkach finansowych. Wyniki sugerowały, iż dla kolejnych emisji akcji przeprowadzanych po okresie największego załamania na rynkach finansowych skala zjawiska kształtowania wyniku przed kolejnymi emisjami akcji uległa pewnemu ograniczeniu. Na podstawie badań można stwierdzić, iż wśród spółek dokonujących kolejnych emisji akcji po kryzysie finansowym zwiększyła się w pewnym stopniu świadomość znaczenia rzetelności raportów finansowych generowanych przez te spółki w okresach okołomisyjnych, czego przejawem było pewne ograniczenie w latach pokryzysowych zjawiska kształtowania wyników poprzez działania o charakterze memoriałowym.

Ostatnia wyodrębniona grupa tematyczna osiągnięć naukowych obejmuje wkład mojego dorobku w rozwój dyscypliny w zakresie dyskusji nad problematyką racjonalności inwestorów, istnienia anomalii rynkowych w wycenie rynkowej spółek oraz reakcji inwestorów na zdarzenia. Pierwsze prace z tej grupy tematycznej dotyczyły anomalii rynkowych związanych z cechami spółek (wartość rynkowa, dotychczasowe stopy zwrotu, wartość księgową do wartości rynkowej kapitałów własnych, zysk na akcję, aktywa). Na podstawie metodologii związanej z losowym doбором spółek i zdarzeń, na przykładzie New York Stock Exchange [2.1.B-I] (a następnie rozszerzająco dla London Stock Exchange oraz z zastosowaniem nowych elementów badania [2.1.B-IV]) zbadana została skuteczność modeli wykorzystywanych do oceny krótkoterminowej reakcji na zdarzenia. Wybranych zostało losowo 12 500 zdarzeń dla dziesięciu podgrup opartych na cechach spółek i jednej grupy niezwiązanej z cechami spółek (czyli dla 11 grup składających się na losowych 1.250.000 zdarzeń). Badania wykazały, iż dla grupy losowej, do której należały wszystkie notowane spółki (czyli niezależnie od posiadanych cech), nie występowały błędy predykcji za wyjątkiem modelu indeksowego. Dla niektórych cech, takich jak przykładowo dotychczasowe stopy zwrotu, występowały istotne statystycznie zniekształcenia w wynikach oceny reakcji rynkowej na dokonanie zdarzenia, skutkując odnotowaniem ponadnormalnej stopy zwrotu istotnie różnej o zera w sytuacji losowo indukowanego zdarzenia (czyli wówczas, gdy reakcja taka nie powinna zostać zaobserwowana). W kolejnej



pracy z tego nurtu rozszerzony został znacznie katalog cech, dla których badano zniekształcenia w modelach wyceny. Badania pozwoliły określić czy dla spółek posiadających określone cechy wspólne zaobserwować można tzw. błędy I-go rodzaju. W procesie szacowania średnich zwykłych stóp zwrotu wykorzystano zarówno istniejące indeksy rynkowe, jak i indeksy autorskiej konstrukcji. Badania wykazały, iż dla próby badawczej posiadającej wspólne cechy mogą powstawać zniekształcenia wnioskowania o nadwyżkowych stopach zwrotu, gdy stosowane są ogólnorynkowe indeksy porównawcze. Zastosowanie indeksów decylowych pozwalających na odniesienie stóp zwrotu do benchmarków konstruowanych na podstawie cech spółek, nie poprawiało częstotliwości występowania błędów I-go rodzaju [2.1.B-V].

Kolejny artykuł z czwartego obszaru tematycznego dotyczył identyfikacji anomalii rynkowych związanych z cechami spółek i uznaję go za ważne rozwinięcie dotychczasowych dokonań [2.1.A-I]. Referat przedstawiający wstępne wyniki badań był przez mnie prezentowany na konferencji międzynarodowej VIII Eurasia Business and Economics Society Conference, a następnie powstały na tej bazie artykuł - w formie rozszerzonej po dyskusji na konferencji - został przyjęty do druku w czasopiśmie „Argumenta Oeconomica” indeksowanym w JCR i posiadającym wskaźnik wpływu Impact Factor. Artykuł ten dotyczył weryfikacji istnienia na polskim rynku kapitałowym anomalii związanej z poziomem wolnych przepływów pieniężnych, która była przedtem weryfikowana dla USA, Turcji i Finlandii. Wolne przepływy pieniężne, stanowiąc podstawę wyceny przedsiębiorstw chociażby w celach transakcyjnych, powinny być również ważną kategorią finansową związaną z kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji spółek notowanych na giełdzie. W pierwszym etapie skonstruowany został portfel spółek posiadających dodatni poziom wolnych przepływów pieniężnych, niskie wskaźniki wolnych przepływów pieniężnych i niskie wskaźniki dźwigni. Badania wykazały, iż na polskiej giełdzie różnica między stopami zwrotu szacowanymi dla spółek o takich właśnie cechach a innymi spółkami była dodatnia i istotna dla okresów spadku koniunktury giełdowej. Dodatkowe testy odporności wskazywały, iż wyniki te nie zawsze jednak pozostawały stabilne po zmianie szczegółów podejścia badawczego.

W kolejnych artykułach mojego autorstwa zajmowałam się problematyką anomalii kalendarzowych. W badaniach empirycznych odniosłam się do istnienia związku pomiędzy czynnikami pozafinansowymi i stopami zwrotu z akcji osiąganymi na polskiej giełdzie. Badania dotyczyły wpływu faz księżyca na stopy zwrotu osiągane przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych [2.1.B-XII]. Wpływ takich czynników na zachowania



inwestorów był przedmiotem badań na innych giełdach, ale w Polsce tylko w ograniczonym zakresie. Przeciętne stopy zwrotu w okresach towarzyszących pełni księżyca były niższe niż te osiągane w okresach nowiu. Dla spółek mniejszych, różnica ta nie była tak duża. Przeciętne stopy zwrotu w okresie pełni księżyca były ujemne. Analizę poszerzyłam o efekt wielkości spółki, efekt miesiąca, efekt połowy miesiąca oraz ocenę odporności wyników. Badania wykazały, iż wpływ cyklu księżyca był znaczący – aczkolwiek występował z różnym natężeniem – również po uwzględnieniu wielkości spółek. Efekt miesiąca oraz połowy miesiąca nakładał się na efekt faz księżyca. Badania nad sezonowością stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie kontynuowałam w kolejnej pracy [2.1.B-XIII]. Badania koncentrowały się na anomaliach miesięcznych dla polskiego rynku akcji w okresie ponad dwudziestu lat, a analizę poszerzyłam o efekt wielkości spółek. Na podstawie skumulowanych stóp zwrotu i stóp zwrotu typu „kup i trzymaj” obserwowałam zróżnicowanie miesięczne stóp zwrotu, efekt połowy miesiąca, efekt stycznia jako barometru oraz efekt przełomu miesiąca. Znaczące różnice wystąpiły w poziomie przeciętnych stóp zwrotu dla poszczególnych miesięcy. Efekt połowy miesiąca był szczególnie silny dla spółek mniejszych, dla których w drugiej połowie miesiąca stopy zwrotu były relatywnie wysokie. Dla wszystkich spółek notowanych na GPW zaobserwowano w okresie przełomu miesiąca relatywnie wysokie stopy zwrotu. Efekt stycznia jako barometru był charakterystyczny dla mniejszych spółek.

W kolejnych moich publikacjach podjęłam problematykę związaną z oceną reakcji na zdarzenia [2.1.B-XIV]. Wskazałam na zalety i ograniczenia alternatywnych sposobów szacowania nadwyżkowych stóp zwrotu z wykorzystaniem modeli czynnikowych czy różnorodnych indeksów. Ponadto wskazałam również na możliwości wynikające z tworzenia różnego rodzaju grup referencyjnych tworzonych na podstawie określonych charakterystyk, a także wskazałam na dodatkowe możliwości wynikające z metody *propensity score matching* [2.1.B-VIII]. Zagadnienie istnienia anomalii rynkowych na polskim rynku kapitałowym w szerokim kontekście podjęłam w kolejnej pracy mojego autorstwa [2.1.B-XV]. W opracowaniu włączyłam się w dyskusję nad istnieniem w Polsce anomalii rynkowych dokumentowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Polski rynek kapitałowy – chociaż jest relatywnie młody - w ostatnich latach silnie ewoluował i dojrzał, co rodzi potrzebę rozszerzania dotychczasowych badań w tym obszarze. Usystematyzowałam podejścia empirycznego testowania anomalii kalendarzowych, anomalii związanych z cechami spółek oraz efektów związanych z publikacją informacji o spółce. Są takie anomalie, które zdają się istnieć nieprzerwanie od wielu lat. Są jednak



takie, których nasilenie zdaje się słabnąć, wzmacniać, czy nawet dochodzi do odwrócenia obserwowanych ponadnormalnych efektów. Metody testowania anomalii różnią się w dość znacznym zakresie – od dość prostych poczynając, a na modelach GARCH i aplikacji wielu modeli wyceny i wielowariantowej analizie zdarzeń kończąc.

6.3. Udział w projektach badawczych

Od początku mojego zatrudnienia na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu, profesor dr hab. Jan Sobiech, ówczesny kierownik Katedry Finansów Przedsiębiorstw i mój opiekun naukowy na pierwszym etapie pracy, motywował mnie do przygotowania koncepcji badań naukowych związanych z moją pracą doktorską i skierowania jej do Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego jako projektu badawczego. W 2008 roku otrzymałam pierwszy grant badawczy MNiSW (tzw. promotorski), którego najważniejszym rezultatem była rozprawa doktorska i w którym występowałam w roli jedynej wykonawcy. Projekt ten realizowałam pod opieką promotora dr hab. Jacka Mizerki, prof. nadzw. UEP. Ta współpraca przygotowała mnie do późniejszej pracy w zespołach badawczych.

- Projekt badawczy finansowany ze środków **Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego**; okres realizacji: 2008-2009; „Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa”; kierownik projektu: prof. dr hab. Jacek Mizerka (tzw. grant „promotorski”); moja rola w projekcie: **jedyny wykonawca** projektu.

Po otrzymaniu stopnia doktora, rozwijanie zainteresowań naukowo-badawczych było ściśle powiązane z moim zaangażowaniem w realizację trzech projektów naukowych we współpracy z Ministerstwem Nauki i Szkolnictwa Wyższego, a później Narodowym Centrum Nauki. Rozpoczynając od członka zespołu badawczego projektu krajowego, miałam później przywilej uczestniczenia w projekcie realizowanym we współpracy międzynarodowej, a następnie powierzono mi kierowanie projektem naukowym. We wszystkich tych projektach, mój udział polegał na przygotowaniu we współautorstwie (w dwóch grantach) lub samodzielnie (w jednym grantcie) koncepcji badań oraz planowaniu szczegółowych zadań badawczych, a także na współudziale w realizacji poszczególnych zadań badawczych oraz zaangażowaniu w sferę koordynowania prac naukowo-badawczych (w grantcie w którym jestem kierownikiem).



- Projekt badawczy finansowany ze środków **Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego**; okres realizacji: 2010-2014; „Determinanty stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych”; kierownik projektu: dr hab. Jacek Mizerka, prof. nadzw. UEP; rola w projekcie: **członek zespołu wykonawców projektu**.
- Projekt badawczy finansowany ze środków **Narodowego Centrum Nauki**; okres realizacji: 2015-obecnie; „Kształtowanie zysków a rynkowa wycena akcji”; kierownik projektu: dr hab. Jacek Mizerka, prof. nadzw. UEP; projekt realizowany **we współpracy międzynarodowej**; rola w projekcie: **członek zespołu wykonawców** projektu.
- Projekt badawczy finansowany ze środków **Narodowego Centrum Nauki**; okres realizacji: 2016-obecnie; „Znaczenie doboru metod wyceny w procesie identyfikacji anomalii rynkowych”; rola w projekcie: **kierownik i członek zespołu** wykonawców projektu.

Oprócz projektów realizowanych we współpracy z MNiSW oraz NCN, prowadziłam badania w ramach mniejszych, rocznych projektów, finansowanych ze środków publicznych dystrybuowanych na poziomie Uczelni. W ramach badań na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu brałam udział w realizacji badań o charakterze statutowym. Prowadziłam również badania naukowe w ramach tzw. badań własnych oraz badań służących rozwojowi młodych naukowców i młodych naukowców (MNiD). Łącznie zrealizowałam 27 takich rocznych projektów badawczych, z czego 15 po otrzymaniu stopnia doktora.

Szczegółowy wykaz projektów badawczych, w których brałam udział znajduje się w **Załączniku 4**. Z uwagi na fakt, iż udział w projektach badawczych uważam za istotny element wzmacniania mojego warsztatu naukowego, w **Załączniku 4** znajduje się również krótka charakterystyka mojego wkładu indywidualnego.

6.4. Udział w krajowych i międzynarodowych konferencjach tematycznych, w tym referaty wygłoszone na tych konferencjach

Stałym elementem mojej działalności naukowo-badawczej był aktywny udział w naukowych konferencjach tematycznych. Wiązało się to przede wszystkim z chęcią



poddania dyskusji rezultatów moich badań na międzynarodowych i krajowych forach naukowych, ale również pozwalało na czerpanie z doświadczeń innych naukowców i praktyków. Od początku mojej pracy na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu brałam czynny udział w konferencjach, poddając przygotowywane samodzielnie lub we współautorstwie referaty dyskusji naukowej. Brałam aktywny udział w 42 konferencjach naukowych, przygotowując łącznie (sama lub we współautorstwie) 39 referatów na konferencje. Po uzyskaniu stopnia doktora byłam autorem lub współautorem 27 referatów naukowych zgłoszonych na krajowe i międzynarodowe konferencje naukowe, spośród których 11 wygłosiłam w roli referenta na sesjach panelowych. Spośród referatów zgłoszonych na konferencje po uzyskaniu stopnia doktora, 12 zostało przygotowanych w języku angielskim. Ze względu na dużą liczbę konferencji, w których brałam udział, szczegółowy ich wykaz przedstawiłam w osobnym zestawieniu, stanowiącym integralny element dokumentacji wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego (**Załącznik 4**). Poniżej skupiam się na opisie wybranych obszarów aktywności konferencyjnej.

Spośród kilkudziesięciu konferencji tematycznych, w których uczestniczyłam, każda była okazją do wymiany doświadczeń naukowych. Były wśród nich takie konferencje, które z perspektywy czasu oceniam jako te, które wywarły szczególnie duży wpływ na kierunki moich zainteresowań i dalszy rozwój naukowy. W 2012 roku wygłaszałam referat związany z anomaliami stóp zwrotu opartymi na przepływach pieniężnych na VIII Eurasia Business and Economics Society Conference, podczas której łącznie zaprezentowano blisko 200 referatów przygotowanych przez ponad 300 naukowców z ponad 40 krajów. Możliwość wymiany poglądów w tak liczonym międzynarodowym forum naukowym i otrzymane uwagi zaowocowała późniejszą publikacją w czasopiśmie posiadającym wskaźnik wpływu Impact Factor.

Kolejne konferencje były również okazją do prezentacji wyników moich badań w międzynarodowych gremiach naukowców. W 2015 roku miałam przyjemność prezentować dwa referaty z obszaru pierwotnych emisji akcji na konferencji Efficiency as a Source of the Wealth of Nations, a praca, która powstała na kanwie tych prezentowanych rezultatów i dyskusji naukowej, spotkała się z pozytywnymi recenzjami i została włączona do materiałów konferencyjnych indeksowanych w Web of Science.

W 2016 roku brałam udział w International Conference on Accounting, Finance and Financial Institutions. Theory Meets Practice – konferencja ta przyciągnęła blisko 120 uczestników z 16 krajów. W 2018 roku cennym doświadczeniem był udział w SSEM Euro



Conference: Emerging Market Economies, podczas której miałam możliwość poddania dyskusji wyników badań dotyczących związku między kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki po dokonaniu IPO.

W 2018 roku wygłosiłam również referat na INFINITI Conference on International Finance, która przyciągnęła 200 uczestników z całego świata, prezentujących łącznie ponad 190 referatów. Byłam wówczas również dyskutantem referatu, którego współautorem był profesor Wolfgang Bessler reprezentujący Justus-Liebig-Universität Giessen z Niemiec. Było to dla mnie cenne doświadczenie, gdyż wcześniejszy artykuł Profesora o pierwotnych emisjach akcji był jedną z inspiracji na początku moich badań związanych z tym obszarem. Do referatu we współautorstwie, który wówczas wygłosiłam, uwagi jako dyskutant zgłaszała dr Astrid Salzmann, z RWTH Aachen University z Niemiec, a dyskusja, która się wówczas wywiązała, przyniosła wiele cennych uwag szczegółowych do prowadzonych badań empirycznych. Problematyka kształtowania zysków poruszana w prezentowanym przeze mnie wówczas referacie była następnie kontynuowana, co zaowocowało publikacją w czasopiśmie z Impact Factor.

Ponadto, wielokrotnie uczestniczyłam, również poprzez wygłaszanie referatów, w konferencjach cyklicznych takich jak Konferencje Katedr Finansów, Konferencja Ogólnopolska Rynek Kapitałowy. Skuteczne Inwestowanie czy Międzynarodowa Konferencja Naukowa Zarządzanie Finansami. Konferencje te były dla mnie okazją do wymiany doświadczeń z przedstawicielami świata biznesu i ośrodków naukowych z całej Polski.

6.5. Nagrody i wyróżnienia za działalność naukową

Kilkakrotnie otrzymywałam nagrody za prowadzoną działalność naukową. Przygotowana przeze mnie rozprawa doktorska została doceniona dwoma nagrodami indywidualnymi. Dwukrotnie również otrzymywałam nagrody za działalność naukową prowadzoną w zespole i skutkującą dorobkiem publikacyjnym, w tym za współautorstwo monografii naukowej stanowiącej element cyklu wskazanego jako osiągnięcie w punkcie 5 autoreferatu. Otrzymałam również wyróżnienie Dziekana Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu za aktywność międzynarodową. W kolejności chronologicznej szczegóły tych osiągnięć naukowych przedstawiają się następująco:



1. Nagroda zespołowa za osiągnięcia **naukowe** za oryginalne i twórcze osiągnięcia naukowe w roku 2017 - za monografię pt. „Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych”, wyd. CeDeWu; 2018.
2. Wyróżnienie w konkursie ogłoszonym przez Dziekana Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu na **najbardziej aktywnego w zakresie współpracy międzynarodowej** młodego pracownika nauki Wydziału Zarządzania w roku 2013.
3. Nagroda zespołowa I stopnia JM Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu **za osiągnięcia naukowe** w roku akademickim 2009/2010 - za monografię pt. "Modern Managerial Finance. New Trends and Research Areas"; 2010.
4. II miejsce w VII edycji Konkursu na najlepszą pracę doktorską przygotowaną i obronioną w roku akademickim 2009/2010 organizowanego przez Fundację Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu; 2011.
5. Nagroda indywidualna III stopnia JM Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu za wyróżnioną rozprawę doktorską pt. "Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa"; 2010.

7. Omówienie dorobku dydaktycznego, popularyzatorskiego, współpracy międzynarodowej oraz działalności organizacyjnej

Podczas mojej pracy na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu najwięcej mojego zaangażowania zawodowego pochłaniała sfera naukowa skupiona na aktywności publikacyjnej, przygotowaniu referatów na konferencje naukowe oraz udziale w projektach badawczych. Równolegle, byłam zaangażowana w pracę dydaktyczną, działania popularyzujące naukę, współpracę międzynarodową oraz działalność organizacyjną. Szczegóły dotyczące tych aspektów mojej działalności w odrębnych zestawieniach w blisko czterdziestostronicowym **Załączniku 4**. Poniżej prezentuję ich lapidarny opis.

Byłam zaangażowana w 7 projektach europejskich i innych programach międzynarodowych lub krajowych, a moje uczestnictwo dotyczyło sfery dydaktycznej i szkoleniowej. Brałam aktywny udział w 42 krajowych i międzynarodowych konferencjach naukowych. Byłam członkiem komitetu organizacyjnego międzynarodowej konferencji. Otrzymałam 5 nagród i wyróżnień za działalność naukową. Byłam zaangażowana



w opracowanie koncepcji badań naukowych, a następnie realizację 4 projektów badawczych MNiSW/NCN, w tym w projekcie badawczym realizowanym we współpracy z naukowcami z ośrodków zagranicznych. Ponadto, współtworzyłam koncepcję projektu badawczego wspólnie z naukowcami z 3 innych polskich ośrodków naukowych. Byłam współredaktorem monografii naukowej oraz współredaktorem numeru czasopisma. Regularnie uczestniczyłam w szkoleniach, warsztatach i prezentacjach wspomagających działalność naukową, również w wymiarze międzynarodowym. Jestem członkiem międzynarodowej organizacji naukowej. Powierzono mi recenzowanie artykułów w czasopismach międzynarodowych indeksowanych w Web of Science i Scopus i posiadających Impact Factor. Byłam również recenzentem wniosku międzynarodowego projektu badawczego.

W ramach umowy na usługę badawczo-rozwojową współtworzyłam koncepcję szacowania kosztu kapitału dla banku oraz współpracowałam z jednostką konsultingową w ramach m. in. wycen. Brałam udział w eksperckim zespole konkursowym we współpracy z jednym z partnerów Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. Doświadczenia z pracy naukowej, kontaktów z praktyką gospodarczą i udziału w zespołach eksperckich wykorzystywałam w pracy dydaktycznej ze studentami. Prowadziłam i prowadzę nadal zajęcia zarówno na studiach I-go i II-go stopnia, na studiach dziennych i stacjonarnych, na studiach podyplomowych oraz zajęcia fakultatywne realizowane ze wsparciem programów europejskich. Prowadziłam zarówno wykłady, jak i ćwiczenia (w tym zajęcia z wykorzystaniem arkusza kalkulacyjnego). Zajęcia, które prowadziłam należą do obszaru finansów. W gronie najczęściej prowadzonych przedmiotów wymienić można Finanse przedsiębiorstw i Zaawansowane finanse przedsiębiorstw. Wielokrotnie prowadziłam zajęcia w języku angielskim, w tym dla kierunku współfinansowanego z programów europejskich. Mam również doświadczenie w prowadzeniu zajęć w formie warsztatów komputerowych na studiach podyplomowych. Powierzano mi również opracowanie sylabusów do zajęć. Uzyskane podczas studiów pedagogicznych umiejętności i kompetencje dydaktyczne sukcesywnie podnoszę uczestnicząc w różnego rodzaju kursach i szkoleniach. Studenci wysoko oceniają prowadzone przeze mnie zajęcia, co stwierdzam między innymi na podstawie semestralnych badań opinii studentów prowadzonych przez UEP. Średnie oceny prowadzonych przeze mnie zajęć były wyższe od średnich ocen pracowników jednostki organizacyjnej oraz średniej ocen pracowników całej uczelni.

Pełniłam funkcję recenzenta prac licencjackich z obszaru szeroko pojętych finansów. Prowadziłam i nadal prowadzę seminaria licencjackie. Jestem promotorem już wypromowanych prac licencjackich, a obecnie kontynuuję powierzoną mi opiekę



promotorską nad nowymi seminarzystami. O poziomie wypromowanych przez mnie prac licencjackich świadczą zarówno wysokie oceny stawiane przez recenzentów, jak i pozytywne opinie komisji przyjmujących ich obronę.

Sprawowałam opiekę naukową nad studentami studiów doktoranckich. Podczas swojej kilkunastoletniej pracy zawodowej wielokrotnie brałam udział w dyskusjach wspomagających proces opracowywania koncepcji rozpraw doktorskich. Byłam promotorem pomocniczym obronionej już rozprawy doktorskiej.

Do działalności popularyzującej naukę zaliczam głównie udział w Komitecie organizacyjnym międzynarodowej konferencji, upowszechnianie wiedzy na studiach podyplomowych, wsparcie kierowane do studentów w formie zajęć fakultatywnych w ramach programu europejskiego. Cenię sobie również cykliczny udział w konferencjach zrzeszających praktyków zajmujących się zarządzaniem finansami w firmach, jak i jednostkach samorządu terytorialnego.

Nie ograniczam zaangażowania zawodowego na Uniwersytecie tylko do działalności naukowo-badawczej, dydaktycznej i popularyzatorskiej. Pełniąc funkcje organizacyjne, wspierałam społeczność akademicką pracą w wymiarze ogólnouczelnianym, pracą na rzecz Wydziału Zarządzania, jak i Katedry Finansów Przedsiębiorstw. Dla przykładu: byłam członkiem Rady Wydziału Zarządzania, zostałam wybrana do Uczelnianego Kolegium Elektorów oraz Wydziałowego Kolegium Elektorów, byłam członkiem Wydziałowej Komisji Rekrutacyjnej, kilkakrotnie sprawowałam opiekę nad studentami I roku studiów. Aktywnie działałam w ostatnich latach również na rzecz wsparcia specjalności Finanse i Rachunkowość Przedsiębiorstw oraz promocji działalności naukowej i dydaktycznej mojej Katedry. Poza podejmowaną przez mnie aktywnością naukową w ramach grantów badawczych, których byłam członkiem zespołu i/lub kierownikiem, regularnie angażowałam się w wiele wymiarów związanej z nimi pracy organizacyjnej, wspierając również i w tym obszarze realizację projektów naukowych. Moja aktywność organizacyjna została doceniona nagrodą JM Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.



8. Literatura wykorzystana w autoreferacie

Publikacje mojego autorstwa lub współautorstwa, do których odwołuję się opisując moje osiągnięcia naukowe zostały wykazane odrębnie w **Załączniku 3**. Odwołania do moich publikacji podałam w tekście autoreferatu w nawiasach kwadratowych (dla rozróżnienia ich z osiągnięciami innych autorów) oraz zgodnie z numeracją przyjętą w **Załączniku 3**. Publikacje innych autorów, na które stosuję powołania w autoreferacie obejmują następujące pozycje.

Armstrong, Chris; Foster, George; Taylor, Daniel J. (2009): *Earnings management around initial public offerings: a re-examination*. SSRN eLibrary.

Aussenegg, Wolfgang (2000): *Privatization versus Private Sector Initial Public Offerings in Poland*. Multinational Finance Journal (4 (1/2)), s. 69–99, dostępne na stronie internetowej: <https://ssrn.com/abstract=2627710>.

Ball, Ray; Kothari, S.P; Robin, Ashok (2000): *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*. Journal of Accounting and Economics 29 (1), s. 1–51. DOI: 10.1016/S0165-4101(00)00012-4.

Ball, Ray; Shivakumar, Lakshmanan (2005): *Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness*. Journal of Accounting and Economics 39 (1), s. 83–128. DOI: 10.1016/j.jacceco.2004.04.001.

Ball, Ray; Shivakumar, Lakshmanan (2006): *The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition*. Journal of Accounting Research 44 (2), s. 207–242. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2006.00198.x.

Ball, Ray; Shivakumar, Lakshmanan (2008): *Earnings quality at initial public offerings*. Journal of Accounting and Economics 45 (2-3), s. 324–349. DOI: 10.1016/j.jacceco.2007.12.001.

Banu Durukan, M. (2002): *The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of Istanbul Stock Exchange*. Managerial Finance 28 (2), s. 18–38. DOI: 10.1108/03074350210767672.

Barber, Brad M.; Lyon, John D. (1997): *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*. Journal of Financial Economics 43 (3), s. 341–372. DOI: 10.1016/S0304-405X(96)00890-2.



Bernard, Victor L.; Thomas, Jacob K. (1989): *Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?* Journal of Accounting Research 27, s. 1. DOI: 10.2307/2491062.

Brav, Alon; Gompers, Paul A. (1997): *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies.* Journal of Finance 52 (5), s. 1791–1821. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x.

Brycz, Bogumiła; Dudycz, Tadeusz; Kowalski, Michał J. (2017): *Is the success of an issuer an investor success? Evidence from Polish IPOs.* Baltic Journal of Economics 17 (1), s. 57–77. DOI: 10.1080/1406099X.2017.1308781.

Brzeszczyński, Janusz; Gajdka, Jerzy; Schabek, Tomasz (2011): *Earnings Management in Polish Companies.* Comparative Economic Research 14 (3), s. 55. DOI: 10.2478/v10103-011-0023-1.

Burgstahler, David C.; Hail, Luzi; Leuz, Christian (2006): *The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms.* Accounting Review 81 (5), s. 983–1016. DOI: 10.2308/accr.2006.81.5.983.

Cai, Xiaoqiong; Liu, Guy S.; Mase, Bryan (2008): *The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China.* Review of Quantitative Finance and Accounting 30 (4), s. 419–432. DOI: 10.1007/s11156-007-0064-5.

Carhart, Mark M. (1997): *On Persistence in Mutual Fund Performance.* Journal of Finance 52 (1), s. 57–82. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x.

Chan, Konan; Chan, Louis K.; Jegadeesh, Narasimhan; Lakonishok, Josef (2001): *Earnings quality and stock returns.* National Bureau of Economic Research. DOI: 10.3386/w8308.

Chan, Pak To; Moshirian, Fariborz; Ng, David; Wu, Eliza (2007): *The underperformance of the growth enterprise market in Hong Kong.* Research in International Business and Finance 21 (3), s. 428–446. DOI: 10.1016/j.ribaf.2007.02.003.

Corhay, Albert; Teo, Stanley; Tourani Rad, Alireza (2002): *The long run performance of Malaysian initial public offerings (IPO): value and growth effects.* Managerial Finance 28 (2), s. 52–65. DOI: 10.1108/03074350210767690.

Cornanic, Ales; Novak, Jiri (2013): *Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market.* SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.2273470.

da Silva Rosa, Ray; Velayuthen, Gerard; Walter, Terry (2003): *The sharemarket performance of Australian venture capital-backed and non-venture capital-backed IPOs.* Pacific-Basin Finance Journal 11 (2), s. 197–218. DOI: 10.1016/S0927-538X(02)00114-2.



- DeAngelo, Linda Elizabeth (1986): *Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*. Accounting Review, s. 400–420.
- Dechow, Patricia M.; Dichev, Ilia D. (2002): *The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*. Accounting Review 77 (s-1), s. 35–59. DOI: 10.2308/accr.2002.77.s-1.35.
- Dechow, Patricia M.; Sloan, Richard G.; Sweeney, Amy P. (1995): *Detecting Earnings Management*. Accounting Review 70 (2), s. 193–225, dostępne na stronie internetowej: <http://www.jstor.org/stable/248303> w dniu 2018-01-04.
- Degeorge, Francois; Patel, Jayendu; Zeckhauser, Richard (1999): *Earnings Management to Exceed Thresholds*. The Journal of Business 72 (1), s. 1–33. DOI: 10.1086/209601.
- Drobetz, Wolfgang; Kammermann, Matthias; Wälchli, Urs (2005): *Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland*. Schmalenbach Business Review 57 (3), s. 253–275. DOI: 10.1007/BF03396716.
- DuCharme, Larry L.; Malatesta, Paul H.; Sefcik, Stephan E. (2001): *Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance*. Journal of Accounting, Auditing & Finance 16 (4), s. 369–396. DOI: 10.1177/0148558X0101600409.
- Fama, Eugene F. (1998): *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*. Journal of Financial Economics 49 (3), s. 283–306. DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00026-9.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1993): *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. Journal of Financial Economics 33 (1), s. 3–56.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2015): *A five-factor asset pricing model*. Journal of Financial Economics 116 (1), s. 1–22. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.10.010.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2016): *Dissecting Anomalies with a Five-Factor Model*. Review of Financial Studies 29 (1), s. 69–103. DOI: 10.1093/rfs/hhv043.
- Francis, Jennifer; Schipper, Katherine; Vincent, Linda (2002): *Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements*. Accounting Review 77 (3), s. 515–546. DOI: 10.2308/accr.2002.77.3.515.
- Friedlan, John M. (1994): *Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings*. Contemporary Accounting Research 11 (1), s. 1–31. DOI: 10.1111/j.1911-3846.1994.tb00434.x.
- Gajdka, Jerzy (2012): *Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia (51), s. 303–311.



Ghosh, Saurabh (2005): *Underpricing of Initial Public Offerings: The Indian Experience*. Emerging Markets Finance and Trade 41 (6), s. 45–57. DOI: 10.1080/1540496X.2005.11052625.

Healy, Paul M. (1985): *The effect of bonus schemes on accounting decisions*. Journal of Accounting and Economics 7 (1-3), s. 85–107. DOI: 10.1016/0165-4101(85)90029-1.

Healy, Paul M.; Wahlen, James M. (1999): *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*. Accounting Horizons 13 (4), s. 365–383. DOI: 10.2308/acch.1999.13.4.365.

Hotchkiss, Edith S.; Strickland, Deon (2003): *Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements*. Journal of Finance 58 (4), s. 1469–1498. DOI: 10.1111/1540-6261.00574.

Ibbotson, Roger G. (1975): *Price performance of common stock new issues*. Journal of Financial Economics 2 (3), s. 235–272. DOI: 10.1016/0304-405X(75)90015-X.

Jelic, Ranko; Briston, Richard (2003): *Privatisation Initial Public Offerings: the Polish Experience*. European Financial Management 9 (4), s. 457–484. DOI: 10.1111/1468-036X.00232.

Jewartowski, Tomasz; Kałdoński, Michał (2016): *Wyglądanie zysków w firmach rodzinnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia (4 (82) Cz. 2 Rynek kapitałowy i wycena przedsiębiorstw), s. 155–169.

Jones, Jennifer J. (1991): *Earnings Management During Import Relief Investigations*. Journal of Accounting Research 29 (2), s. 193–228. DOI: 10.2307/2491047.

Kałdoński, Michał; Jewartowski, Tomasz (2017): *Agency costs of overvalued equity and earnings management in companies listed on WSE*. Economics and Business Review 3 (1).

Kothari, Sagar P.; Leone, Andrew J.; Wasley, Charles E. (2005): *Performance matched discretionary accrual measures*. Journal of Accounting and Economics 39 (1), s. 163–197. DOI: 10.1016/j.jacceco.2004.11.002.

Kothari, Sagar P.; Warner, Jerold B. (2007): *Econometrics of event studies*. Handbook of empirical corporate finance 1, s. 3–36.

Lee, Jen-Sin; Kuo, Chin-Tai; Yen, Pi-Hsia (2011): *Market States and Initial Returns: Evidence from Taiwanese IPOs*. Emerging Markets Finance and Trade 47 (2), s. 6–20. DOI: 10.2753/REE1540-496X470201.

Ljungqvist, Alexander P. (1997): *Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany*. European Economic Review 41 (7), s. 1309–1320. DOI: 10.1016/S0014-2921(96)00035-9.



- Loughran, Tim; Ritter, Jay R. (1995): *The New Issues Puzzle*. Journal of Finance 50 (1), s. 23–51. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x.
- Lyn, Esmeralda O.; Zychowicz, Edward J. (2003): *The performance of new equity offerings in Hungary and Poland*. Global Finance Journal 14 (2), s. 181–195. DOI: 10.1016/S1044-0283(03)00011-5.
- Lyon, John D.; Barber, Brad M.; Tsai, Chih-Ling (1999): *Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns*. Journal of Finance 54 (1), s. 165–201. DOI: 10.1111/0022-1082.00101.
- McNichols, Maureen F. (2002): *Discussion of the quality of accruals and earnings: multiples*. Journal of Accounting Research 40 (1), s. 135–172.
- Mitchell, Mark L.; Stafford, Erik (2000): *Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance*. The Journal of Business 73 (3), s. 287–329. DOI: 10.1086/209645.
- Omran, Mohammed (2005): *Underpricing and long-run performance of share issue privatizations in the Egyptian stock market*. Journal of Financial Research 28 (2), s. 215–234. DOI: 10.1111/j.1475-6803.2005.00122.x.
- Paudyal, Krishnal; Saadouni, Brahim; Briston, Richard (1998): *Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance*. Pacific-Basin Finance Journal 6 (5), s. 427–451. DOI: 10.1016/S0927-538X(98)00018-3.
- Rajan, Raghuram; Servaes, Henri (1997): *Analyst Following of Initial Public Offerings*. Journal of Finance 52 (2), s. 507–529. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04811.x.
- Ritter, Jay R. (1991): *The Long-Run Performance of initial Public Offerings*. Journal of Finance 46 (1), s. 3–27. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x.
- Ronen, Joshua; Yaari, Varda (2008): *Earnings management. Emerging insights in theory, practice, and research*. New York: Springer (Springer Series in Accounting Scholarship).
- Schuster, Josef Anton (2003): *The cross-section of European IPO returns*, dostępne na stronie internetowej: <http://eprints.lse.ac.uk/24859/>.
- Sharpe, William F. (1964): *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*. Journal of Finance 19 (3), s. 425–442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
- Stehle, Richard; Ehrhardt, Olaf; Przyborowsky, René (2000): *Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues*. European Financial Management 6 (2), s. 173–196. DOI: 10.1111/1468-036X.00119.
- Stoll, Hans R.; Curley, Anthony J. (1970): *Small Business and the New Issues Market for Equities*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 5 (3), s. 309. DOI: 10.2307/2329998.



Teoh, Siew Hong; Welch, Ivo; Wong, Tak J. (1998): *Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*. Journal of Finance 53 (6), s. 1935–1974. DOI: 10.1111/0022-1082.00079.

Truszkowski, Jacek (2013): *Wpływ ryzyka informacyjnego na długookresowe stopy zwrotu z akcji po pierwszych publicznych emisjach..* Prace doktorskie Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Venkataraman, Ramgopal; Weber, Joseph Peter; Willenborg, Michael (2004): *What if Auditing was Not 'Low-Margin Business'? Auditors and Their IPO Clients as a Natural Experiment*. SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.573443.

Wójtowicz, Piotr (2010): *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie. Seria Specjalna, Monografie (193).

Wójtowicz, Piotr (2015): *Earnings management to achieve positive earnings surprises in case of medium size companies listed in Poland*. International Journal of Accounting and Economics Studies 3 (2), s. 141–147.

Wyrobek, Joanna M.; Stanczyk, Zbigniew (2013): *Kreowanie Obrazu Przedsiębiorstw W Polskiej Rachunkowości (Creative Accounting in Poland)*. SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.2290587.

Xie, Hong (2001): *The Mispricing of Abnormal Accruals*. Accounting Review 76 (3), s. 357–373. DOI: 10.2308/accr.2001.76.3.357.

Zang, Amy Y. (2012): *Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management*. Accounting Review 87 (2), s. 675–703. DOI: 10.2308/accr-10196.

