

*Bartłomiej Lisicki*Katedra Rachunkowości
Kolegium Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Informacyjny charakter odchyleń wyniku finansowego od konsensusu rynkowego

Streszczenie

Niniejsze opracowanie wpisuje się w obszar badań rynków kapitałowych w rachunkowości. Autor stara się w nim oszacować wpływ odchyleń od konsensusu rynkowego, ujmowanego w raportach okresowych wyniku netto, na kapitalizację spółek. Oczekiwane wartości wyniku netto zostały ustalone na podstawie prognoz analityków ankietowanych przez Polską Agencję Prasową. W celu weryfikacji hipotezy mówiącej o istotnym charakterze raportowanego wyniku netto wykorzystana została metodyka analizy zdarzeń, mierząca siłę reakcji na pojawienie się różnych informacji. Jej zadaniem w tym artykule była ocena występowania nadwyżkowych stóp zwrotu w sąsiedztwie dni przekazania raportu okresowego spółki. Na podstawie przeanalizowanej próby, obejmującej 22 raporty kwartalne z lat 2013–2018 każdej ze spółek indeksu WIG20, autor zauważył występowanie istotnych statystycznie nadwyżkowych stóp zwrotu w dniach t_{-4} oraz t_{+2} dla całej badanej próby. Po podziale na grupy ujmujące przypadki większych odchyleń *in plus* bądź *in minus* (powyżej 10%) istotność uzyskanych wyników wzrasta, zwłaszcza w przypadkach wystąpienia niższych wartości wyniku netto od tych oczekiwanych przez rynek.

Słowa kluczowe: efektywność informacyjna, rynki kapitałowe, wynik finansowy netto, wycena rynkowa akcji

Kody klasyfikacji JEL: G14, M41

1. Wprowadzenie

Jednym z podstawowych celów prowadzenia działalności jest chęć osiągnięcia zysku. W ekonomii neoklasycznej to właśnie jego maksymalizacja stanowiła główny cel prowadzenia przedsiębiorstwa [Andrzejewski, Mazur-Maślanka, 2017, s. 7–8]. Współcześnie coraz częściej jest nim wzrost wartości przedsiębiorstwa, rozumiany jako główna determinanta przyswecająca rozwojowi podmiotu. Jednak osiąganie dodatniej różnicy między przychodami a kosztami wciąż stanowi bardzo istotny miernik efektywności prowadzonej działalności.

Przy wykorzystaniu odpowiednich procedur przetwarzania danych rachunkowość prezentuje ilościowy oraz wartościowy obraz działalności jednostki, którego wyrazem jest między innymi osiągnięty zysk lub strata netto, wykorzystywane przez wielu użytkowników sprawozdań finansowych w procesach decyzyjnych [Poniatowska, 2013, s. 113]. To za jej pomocą interesariusze są w stanie pozyskiwać informacje ekonomiczne o danym podmiocie, bez względu na specyfikę jego działalności, wielkość czy strukturę organizacyjną [Messner, 2010, s. 10].

Dane finansowe pochodzące z systemu rachunkowości stanowią czynnik ograniczający ryzyko związane z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych. Dzięki nim inwestorzy mogą wyselekcjonować podmioty charakteryzujące się dobrą kondycją finansową, w których ulokowanie kapitału może wiązać się w przyszłości z osiągnięciem ponadprzeciętnych zysków. Istotnym pośrednikiem w transakcjach zawieranych między kapitałodawcami (inwestorami) a kapitałobiorcami (przedsiębiorstwami) jest rynek kapitałowy [Davies, Boczek, Chen, 2008, s. 283]. Umożliwia on wycenę akcji notowanych na nim spółek. Te z kolei, z racji obowiązków informacyjnych oraz dobrych praktyk emitentów giełdowych, podają w raportach okresowych wielkości ekonomiczne wypracowane w ramach prowadzonej działalności [Mazurczak-Mąka, 2013, s. 223–224]. Jedną z najistotniejszych jest informacja dotycząca wyniku finansowego netto. Podanie do publicznej wiadomości wielkości wyniku z działalności stanowi czynnik zmienności wyceny rynkowej akcji spółek publicznych, o czym pisali m.in. R. Ball i P. Brown [1968], W. Beaver, R. Clarke i W. Wright [1979] czy R. Kormendi i R. Lipe [1987].

Celem opracowania jest zbadanie występowania tez postawionych przez wcześniejszych badaczy w warunkach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Autor ma zamiar zweryfikować istnienie zależności między sygnalizowanym w raportach kwartalnych wynikiem netto a krótkoterminową reakcją rynku na jego ogłoszenie. Co więcej, raportowany w sprawozdaniu okresowym wynik netto zostanie odniesiony do publikowanego przez Polską Agencję Prasową (PAP) konsensusu rynkowego jego wartości, tak aby ująć w badaniu wystąpienie ewentualnej reakcji inwestorów na odchylenie od wcześniej zdyskontowanego szacunku. Narzędziem, które zostanie wykorzystane w tym opracowaniu, będzie opracowana przez E. Famę i in. [1969] analiza zdarzeń (ang. *event studies*) pozwalająca uchwycić występowanie nadwyzkowych stóp zwrotu z akcji spółek w sąsiedztwie wydarzeń mających wpływ na ich wycenę rynkową.

2. Badania rynków kapitałowych w rachunkowości

Wzrost znaczenia giełd papierów wartościowych, wyrażający się rosnącą ich kapitalizacją (w samych tylko latach 2014–2017 o ponad 25%) [World Federation of Exchanges] czy procesami globalizacji i integracji regionalnej rynków kapitałowych, stanowi determinantę rozwoju współczesnej rachunkowości. To właśnie te czynniki mają najistotniejszy wpływ na wszelkie inicjatywy dążące do ujednoczenia sprawozdawczości finansowej. Za przykład może posłużyć dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady dotycząca sprawozdań finansowych przekazywanych przez spółki [Dyrektywa 2013/34/UE].

W założeniach opublikowanych przez Radę ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości oraz Radę Standardów Rachunkowości Finansowej zaprezentowane zostały grupy odbiorców informacji księgowych zawartych we wspomnianych sprawozdaniach finansowych. Zaliczono do nich przede wszystkim inwestorów oraz wszelkiego rodzaju pożyczkodawców i wierzycieli [Grabiński, Kędzior, Krasodomska, 2014, s. 203]. Są to więc podmioty, które, udostępniając publikującym sprawozdanie finansowe swój kapitał, oczekują na uzyskanie relewantnej i użytecznej informacji na temat ich sytuacji ekonomicznej. Informacja ta powinna wspomagać podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Jednym z jej źródeł ma być właśnie publikowanie sprawozdania finansowego w formie raportów okresowych. W założeniach raporty te mają charakteryzować się przekazywaniem danych pomocnych do oszacowania wartości jednostki je udostępniającej.

To wzajemne przenikanie się rachunkowości z rynkami kapitałowymi doprowadziło do powstania obszaru badań naukowych zwanego badaniem rynków kapitałowych w rachunkowości (ang. *capital markets research in accounting*). Stara się on wyjaśnić charakter związków zachodzących pomiędzy wyceną rynkową spółek publicznych oraz danymi znajdującymi się w sprawozdaniach finansowych [Grabiński, Kędzior, Krasodomska, 2014, s. 206–207]. Zapoczątkowany w latach 60. XX w. przez wspomnianych R. Balla i P. Browna [1968] (badali postrzeganie przez inwestora treści o wyniku finansowym spółek) oraz W. Beaver (analizującego z kolei natychmiastowość reakcji rynku na dostępne informacje) znajduje swoje zastosowanie do dnia dzisiejszego.

Można zauważyć ściśle powiązanie między rachunkowością a rynkami kapitałowymi. Rachunkowość bowiem jest najistotniejszym źródłem informacji dla inwestorów, przyczyniając się do wzrostu efektywności rynków. Stanowi także pewnego rodzaju język, próbujący opisać finansowe konsekwencje działań inwestorów [Salisteanu, 2014, s. 574]. J. Francis i K. Schipper [1999, s. 326] potwierdzali istotne związki pomiędzy informacjami księgowymi a stopami zwrotu, twierdząc, że to właśnie rachunkowość wyjaśnia ceny rynkowe, zgodnie z założeniami efektywnego informacyjnie rynku. Dowody statystyczne wskazujące, że rachunkowość ma wartość informacyjną dla zmiany oczekiwań inwestorów, były przedmiotem licznych opracowań, które zostaną dokładniej przybliżone w dalszej części opracowania.

Za przykład niech posłuży S.P. Kothari [2001, s. 105–108], który zidentyfikował ponad tysiąc takich publikacji, traktujących o badaniu rynków kapitałowych w rachunkowości tylko w samych Stanach Zjednoczonych. W jednym ze swoich artykułów wyróżnił cztery powody nakłaniające do dalszego rozwoju badań w opisywanej dziedzinie. Należały do nich:

- 1) weryfikacja efektywności informacyjnej rynków, wynikająca z raportowania informacji księgowej w sprawozdaniu finansowym,
- 2) rozwój analizy fundamentalnej spółek i bazującej na niej wycenie ich wartości,
- 3) wpływ rachunkowości na zawieranie kontraktów społecznych,
- 4) badania rynków w zakresie stanowienia standardów rachunkowości (zwłaszcza dotyczące ujawnień księgowych).

Za główny cel badań rynków kapitałowych w rachunkowości uznaje się weryfikowalność hipotezy mówiącej o dostarczaniu przez sprawozdania finansowe informacji księgowej o wyższym stopniu użyteczności niż inne źródła. Jeśli znajdujące się w raporcie dane zostaną uznane przez inwestorów za istotne, to rynek natychmiast wyceni ich wpływ na kształtowanie kursów akcji notowanych podmiotów – w ten sposób definiowana jest tzw. pólśilna efektywność informacyjna rynku kapitałowego, która będzie przedmiotem następczej części artykułu [Fama, 1970, s. 388].

3. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego w formie pólśilnej – wykorzystanie analizy zdarzeń

Samo pojęcie „efektywność” kojarzyć można z wydajnością, sprawnością, skutecznością, wydolnością lub pożytecznością działań pewnej grupy czy układu [Wiśniakowska, 2016, s. 320]. Zainteresowanego tematyką niniejszego artykułu termin ten powinien jednak ciekawić bardziej w odniesieniu do rynku kapitałowego. Znaczenie to nie jest tak jednoznaczne, ze względu na wyróżnienie trzech rodzajów efektywności rynku kapitałowego. Są nimi efektywności: alokacyjna, transakcyjna oraz informacyjna [Sharpe, 1992]. Podstawą niniejszego opracowania jest ta ostatnia, dlatego to na niej zostanie skoncentrowana uwaga w dalszej jego części.

Pierwszą osobą, która zwróciła uwagę na ewentualność występowania efektywnego informacyjnie rynku kapitałowego, był L. Bachelier. W swojej pracy doktorskiej zawarł teorię kształtowania się cen papierów wartościowych na giełdzie francuskiej. Wykorzystał w niej rachunek prawdopodobieństwa [Buła, 2014, s. 152–153]. Jednak tak naprawdę pierwszą jej definicję stworzył E. Fama. Stwierdził on, że rynek efektywny występuje, gdy „ceny instrumentów finansowych zawsze w pełni odzwierciedlają dostępną informację” [Fama i in., 1969, s. 16]. Określone zostały również warunki, które powinien spełniać rynek uznany za efektywny. Były nimi: ogólnodostępność informacji (bez występowania asymetrii), brak kosztów transakcyjnych oraz jednokierunkowość postępowania inwestorów.

Rzeczywistość na rynkach kapitałowych nie pozwalała jednak odnaleźć przykładu takiego, który w zupełności spełniałby wszystkie zaproponowane przez Famę kryteria. Dlatego wyróżniono trzy formy efektywności informacyjnej: słabą, półsilną i silną. Spełnienie wymogów występowania kolejnej warunkowane jest wcześniejszą realizacją przesłanek poprzedniej. Pierwsza z kategorii efektywności informacyjnej rynku (słaba) ma miejsce, w przypadku odzwierciedlenia w cenach instrumentów finansowych wyłącznie informacji historycznych. Jeżeli obecne ceny zawierają w sobie dane nie tylko z poprzednich okresów, lecz także wszystkie obecnie publicznie dostępne, to można wskazać na występowanie efektywności półsilnej. Efektywność silna ma miejsce wówczas, gdy kursy walorów kształtują różne informacje, najczęściej poufne. Oszacowanie występowania efektywności informacyjnej w formie silnej jest zjawiskiem niezmiernie rzadkim ze względu na trudności w ocenie wpływu informacji poufnej na wycenę rynkową. Natomiast badanie efektywności słabej i półsilnej jest już wykonalne. Jedną z metod służącą takiemu pomiarowi jest analiza zdarzeń, która obok metod symulacyjnych pozwala poddać testowaniu hipotezę o półsilnej efektywności rynku [Gurgul, 2012, s. 17–20].

Jak pisze R.A. Haugen [1996] samo stwierdzenie stopnia efektywności informacyjnej rynku nie stanowi znaczącego problemu. Wystarczy sprawdzić występowanie na rynku pewnych przesłanek:

- ceny zmieniają się natychmiastowo oraz w jednym kierunku, zgodnie z treścią napływającej informacji,
- zmienność cen jest losowa,
- żadna strategia inwestowania nie przynosi ponadprzeciętnych zysków (dotyczy to nawet profesjonalnych traderów).

Gdy rynek spełni wszystkie wymienione postulaty, można stwierdzić istnienie na nim silnej efektywności informacyjnej. Zdarza się to jednak niezwykle rzadko, dlatego niniejsze opracowanie skoncentruje się na efektywności informacyjnej w formie półsilnej i sprawdzeniu jej występowania za pomocą analizy zdarzeń.

Jak już wspomniano we wprowadzeniu, metodyka analizy zdarzeń została opracowana przez E. Famę¹ blisko pół wieku temu. Służyła do badania reakcji inwestorów na wystąpienie pewnego zdarzenia, którym mogły być m.in. fuzje i przejęcia spółek [Mitchel, Stafford, 1999], wypłaty dywidendy [Michaely, Thaler, Womack, 1995] czy właśnie ogłoszenie wyników finansowych [Kimbrough, 2005]. Każde wydarzenie, w mniejszym bądź większym stopniu dotyczące działalności spółki publicznej, mogło stanowić podstawę do zastosowania tej metodyki.

Sama metodyka analizy zdarzeń obejmuje kilka etapów, które powinny zostać przeprowadzone we właściwej kolejności. J.Y. Campbell, S.J. Grossman i J. Wang [1997, s. 908] określili, że etapy te powinny obejmować przede wszystkim zdefiniowanie zdarzenia oraz czasu jego występowania (wskazanie tzw. okna zdarzenia), określenie miar wyznaczających

¹ W badaniach E. Fama współpracował z kilkoma autorami, którzy zostali uznani za współautorów dzieła traktującego o analizie zdarzeń. Byli nimi: L. Fischer, M.C. Jensen oraz R. Roll.

poziom oczekiwanych i dodatkowych stóp zwrotu i niezmiernie istotną estymację oczekiwanej stopy zwrotu (w tzw. oknie estymacyjnym) przy zastosowaniu jednego z modelu jej szacowania. S. Sudarsanam [2003, s. 90–91] wykazał istnienie siedmiu najczęściej stosowanych modeli, które podzielił na: jednoindeksowe, rynkowe oraz portfelowe. Badanie przy wykorzystaniu analizy zdarzeń standardowo kończy się interpretacją wyników i weryfikacją przyjętych na początku hipotez.

Najistotniejszą kwestię w opisywanej metodyce stanowi obliczanie dodatkowej (nadwyżkowej, zwykłej) stopy zwrotu (ang. *abnormal returns*). W najprostszym ujęciu jest ona różnicą między rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu w okresie t z waloru i . Przedstawia to poniższa formuła:

$$ARit = Rit - E(Rit),$$

gdzie:

$ARit$ – dodatkowa (nadwyżkowa) stopa zwrotu z waloru i w okresie t ,

Rit – rzeczywista stopa zwrotu z waloru i w okresie t ,

$E(Rit)$ – oczekiwana stopa zwrotu z waloru i w okresie t .

Jeżeli dane zdarzenie będzie tworzyło dodatkową wartość dla inwestorów, to osiągnięte nadwyżkowe stopy zwrotu odnotują dodatnie wartości – osiągnięta rzeczywista stopa w danym dniu okna zdarzenia będzie wyższa od tej oszacowanej. Gdy jednak wartości dodatkowych stóp zwrotu przyjmą znak ujemny, sytuacja oznaczać będzie nadwyżkę stopy oszacowanej nad tą rzeczywiście zaobserwowaną [Lisicki, 2018, s. 52].

4. Reakcja rynku kapitałowego na informację z systemu rachunkowości – przegląd badań

Już od pierwszej pracy R. Balla i P. Browna, próbujących odnaleźć związek między kierunkiem i siłą reakcji rynku na informacje o wynikach finansowych spółek, usiłowano ustalić zależności między danymi pochodzącymi z rachunkowości (w głównej mierze ze sprawozdań finansowych) a wyceną rynkową spółek publicznych. O krok dalej poszli W.H. Beaver, R. Clarke i W.F. Wright [1979]. Adaptując pojęcie zysku rezydualnego zdefiniowane przez A. Marshalla [1890] (będącego nieusystematyzowanym zwrotem z akcji), wykazali silną reakcję rynku na odnotowywane wyższe od oczekiwań fundamentalne wskaźniki zysku na akcję. Zauważyli także odwrotną zależność między wielkością parametru ryzyka systematycznego beta spółek a skalą ich reakcji.

Badania L.S. Bamber [1986] czy S. Utamy i W.M. Cready'ego [1997] wykazały z kolei istnienie podwyższonych wolumenów transakcji w momencie ogłaszania rocznych wyników. Autorzy argumentowali również podwyższoną zmienność stóp zwrotu z akcji w momencie publikacji raportu rocznego. Świadczyło to, z jednej strony, o efektywności informacyjnej

rynków kapitałowych, a z drugiej dostarczało dowodów na użyteczność danych księgowych w kontekście kapitalizacji spółek.

Prawdziwy rozkwit badań nad wyceną istotności informacji pochodzącej z systemu rachunkowości dla wartości rynkowej przypadł na końcówkę lat 80. i początek 90. XX w. To właśnie w tym czasie sformułowane zostało jedno z głównych narzędzi badających związek między raportowanymi danymi ze sprawozdań finansowych a reakcją rynku na nie. Mowa o współczynniku reakcji rynku (ang. *Earnings Response Coefficient*). Swój wkład w jego powstanie mieli R.L. Watts i J.L. Zimmerman [1990] oraz J. Ohlson [1990], a kilka lat później C. Cheng [1994]. Umożliwiał on pomiar reakcji cenowej danego podmiotu notowanego na giełdzie na zaraportowane wyniki finansowe.

Interesujące wnioski w kontekście rozpatrywania wpływu prezentowanego wyniku finansowego na wycenę rynkową przedstawili J.F. Gajewski i B. Quere [2001]. Stwierdzili oni, że publikacja dobrych wyników rocznych ma silniejsze odzwierciedlenie we wzroście kapitalizacji spółek niż ogłoszenie pozytywnych wyników półrocznych. Sugerowało to wyższą wartość informacyjną danych pochodzących ze sprawozdania rocznego niż półrocznego.

Użyteczność danych rachunkowych została potwierdzona również przez J. Francis i K. Schipper [1999]. Autorki badały dane z amerykańskiego rynku kapitałowego z ostatnich dekad. Zauważyli, że ich „moc wyjaśniająca” ceny jest z upływem lat słabsza. Co ciekawe, w podobnym czasie D.W. Collins, E.L. Maydew i I. Weiss [1997] oraz M.E. Barth, W.H. Beaver i W.R. Landsam [1998] potwierdzili, że wpływ danych z systemu rachunkowości na wycenę rynkową jest większy niż w poprzednich okresach.

Początek XXI w. przyniósł dalsze publikacje z zakresu wpływu informacji z systemu rachunkowości na wycenę rynkową spółek publicznych. Część autorów próbowała dowieść, że poziom raportowanych zysków oraz innych wartości księgowych nie oddziałuje w jednakowy sposób na ceny akcji [Holthausen, Watts, 2001; Negakis, 2005]. Inni twierdzili, że występuje ścisła zależność między wspomnianymi parametrami [Graham, Cannice, Sayre, 2002.; Tan, Lim, 2007]. Stanowiskiem najbardziej trafnym wydaje się określenie występowania wpływu zarówno wyniku netto, jak i pozostałych wartości księgowych na wycenę rynkową podmiotów w zróżnicowany sposób dla poszczególnych sektorów działalności [Riley, Pearson, Trompeter, 2003; Abayadeera, 2010] czy państwa [Martinez, 2003; Goodwin, Ahmad, 2006].

W kontekście przemian gospodarczych następujących w latach 90. ubiegłego stulecia, które objęły także Polskę, interesujące badania przeprowadziła K. Hellstrom [2006]. Porównując gospodarki Czech i Szwecji, zauważyła znacznie większe znaczenie danych pochodzących ze sprawozdań księgowych w tym drugim kraju. Co jednak istotne, w trakcie okresu badawczego (1994–2001) w Czechach wraz z upływem lat następowała poprawa jakości informacji księgowych.

Ostatnie lata obfitowały w wiele publikacji z zakresu oceny wpływu informacji rachunkowej na wycenę rynkową. Można zauważyć opracowania traktujące nie tylko o najważniejszych rynkach kapitałowych na świecie, jak rynek amerykański (m.in. [Apergis i in., 2012]) czy brytyjski (m.in. [Mouselli, Jaafar, Goddard, 2013]), lecz także w państwach, w których

sektor finansowy nie ma tak dużego znaczenia w światowym obrocie. Jako przykłady niech posłużą: Brazylia [de Andrade, dos Santos, 2017], Meksyk [Dosamantes, 2013], Iran [Khanagha i in., 2011], Nigeria [Osundina, Olayumoke, Ifrayemi, 2016], a z krajów europejskich Mołdawia [Vultur, 2018] i Rumunia [Hulian, 2015].

Z polskich opracowań dotyczących wpływu informacji księgowej na wycenę rynkową na znaczną uwagę zasługuje cytowana wcześniej monografia K. Grabińskiego, M. Kędziora i J. Krasnodomskiej [2014]. W precyzyjny sposób opisano w niej zagadnienia związane z oddziaływaniem rachunkowości na rynki kapitałowe, które stanowią przedmiot niniejszego opracowania.

5. Ocena odchyłeń od prognozy kwartalnego wyniku finansowego netto spółek indeksu WIG20 w latach 2013–2018

Celem niniejszego opracowania jest zweryfikowanie proklamowanego przez K. Grabińskiego, M. Kędziora i J. Krasnodomską wpływu informacji księgowej na wycenę rynkową akcji w warunkach polskiego rynku kapitałowego, a dokładniej największych spółek zgrupowanych w indeksie WIG20. Przyjęta główna hipoteza badawcza mówi o tym, że raportowanie wyniku netto różniącego się od konsensusu rynkowego powoduje powstawanie nadwyżkowych stóp zwrotu w dniach sąsiadujących z dniem ogłoszenia. Ponadto wskazano dwie hipotezy szczegółowe:

- 1) w przypadku odchyłeń raportowanego wyniku finansowego od konsensusu rynkowego *in plus* nadwyżkowe stopy zwrotu wykazują dodatnie wartości,
- 2) gdy wynik finansowy jest niższy od konsensusu, występują ujemne dodatkowe stopy zwrotu.

Krótkoterminowa reakcja dostosowawcza rynku na informację księgową dotyczącą wyniku netto miałyby potwierdzać teorię o efektywności informacyjnej rynku w formie póśsilnej.

W celu weryfikacji hipotez niezbędne było pozyskanie danych dotyczących raportowania zysku (straty) netto przez spółki z WIG20. Za okres badawczy przyjęto lata 2013–2018 a za przedmiot badań wszystkie przekazane w tym czasie raporty okresowe. Uwagę skupiono wyłącznie na raportach kwartalnych, które w analizowanym okresie ukazywały się 22-krotnie – począwszy od raportu za pierwszy kwartał 2013 r., a zakończywszy na raporcie za drugi kwartał 2018 r. Wszystkie dane liczbowe, dotyczące ogłaszanego wyniku netto, jego konsensusu rynkowego i daty przekazania komunikatu do wiadomości inwestorów, zostały pobrane z internetowego serwisu GPWInfostrefa [<http://infostrefa.com/infostrefa/pl/index/>]. Weryfikowanie hipotezy wymagało także obliczania dziennych stóp zwrotu, do czego niezbędne były dane z zakresu historycznych notowań największych spółek giełdy papierów wartościowych w Warszawie. Pozyskano je z archiwum notowań portalu stooq.com [<https://syooq.pl>]. Dzięki tym informacjom można było ocenić różnicę raportowanego wyniku netto względem oczekiwań analityków PAP oraz sprawdzić, jakie stopy zwrotu tym zdarzeniom

towarzyszyły. Wspomniana różnica między stopą zwrotu rzeczywistą, odnotowaną w dniach okna zdarzenia, a stopą oczekiwaną stanowiła stopę nadwyżkową.

Za okres obserwacji ewentualnego występowania dodatkowych stóp zwrotu przyjęto symetryczne 11-dniowe okno zdarzenia, obejmujące dni od t_{-5} do t_{+5} , gdzie t stanowił dzień ogłoszenia raportu okresowego (bądź wskazania danych szacunkowych przez podmiot). Ujęcie dni poprzedzających dzień ogłoszenia raportu okresowego miało za zadanie sprawdzenie, czy nie występują wycieki informacyjne przed faktycznym upublicznieniem sprawozdania finansowego. Do obliczenia oczekiwanej stopy zwrotu wykorzystano model skorygowany o średnią. Okno estymacyjne obejmowało dni $t_{-11} - t_{-40}$. W niektórych przypadkach konieczne było jego skrócenie do 20 dni ze względu na bliskość dni przekazania kolejnych raportów okresowych (szczególnie częsty przypadek pomiędzy raportem za IV kwartał roku n_{-1} a raportem za I kwartał roku n). Gdyby zastosowano wówczas przyjętą długość okna estymacyjnego (30 dni), doszłoby do sytuacji, w której okno estymacyjne okresu następnego, bezpośrednio przylega, a nawet pokrywa się z dniami okna zdarzenia okresu poprzedniego. Sytuacja taka w postępowaniu badawczym metodyki analizy zdarzeń jest niedopuszczalna [Krivin i in., 2003, s. 2–3].

Rozpatrując raporty okresowe spółek indeksu WIG20 w analizowanym okresie, pozyskano łącznie 440 przypadki ogłoszenia sprawozdania kwartalnego. Z próby wykluczono 17 przypadków ze względu na brak publikacji konsensusu przez ankietowanych bądź ujęcie przez spółkę w wyniku netto zdarzeń, które już wcześniej były ujęte w ocenie analityków. Daje to łącznie 423 przypadki przekazania raportu okresowego przez spółki indeksu WIG20, zakwalifikowane do próby badawczej. Posłużą one zweryfikowaniu hipotezy głównej, mówiącej o istotności wpływu odchylenia od ujętego w sprawozdaniach kwartalnych wyniku netto na wycenę rynkową największych podmiotów GPW. Co niezmiernie ważne dla istoty badania, w niektórych przypadkach autor przy ustalaniu daty okna zdarzenia nie brał pod uwagę faktycznego terminu ukazania się raportu kwartalnego, a datę wcześniej przedstawianych szacunków spółki dotyczących danych księgowych, które miałyby w nim się ukazać. Konstrukcja okna zdarzenia w momencie faktycznego przekazania sprawozdania kwartalnego, gdy rynek mógł już poznać szacunkowe wyniki finansowe (które *de facto* w zdecydowanej większości przypadków były zbliżone do tych w późniejszych raportach okresowych) i odpowiednio je zdyskontować, zdawała się być niewłaściwa. Należy również dodać, że w 3 przypadkach (LPP kwartały I i II 2018 r. oraz PGNIG kwartał II 2018 r.) ze względu na brak publikacji informacji dotyczącej wyniku finansowego netto był wzięty pod uwagę wynik operacyjny (EBIT).

Zbiorcze zestawienie statystyk dotyczących nadwyżkowych stóp zwrotu w spółkach indeksu WIG20 w 11 dniach symetrycznego okna zdarzenia zaprezentowano w tabeli 1. Ponadto zamieszczono w niej statystyki dotyczące skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu CAR, stanowiących prostą sumę dodatkowych stóp zwrotu z poszczególnych dni okna zdarzenia oraz średniej nadwyżkowej stopy zwrotu AAR. Ujęte zostały także wyniki testowania nadwyżkowych stóp zwrotu dla poszczególnych dni okna zdarzenia oraz stopy średniej.

Tabela 1. Statystyki opisowe oraz poziomy istotności nadwyżkowych stóp zwrotu dla poszczególnych dni okna zdarzenia spółek indeksu WIG20 (w %)

Dzień/Miara	Średnia	Mediana	Q1	Q3	Rozstęp	Odchylenie standardowe	tstat	pvalue
t_{-5}	-0,21	-0,29	-0,63	-0,01	2,15	0,55	1,76	0,093
t_{-4}	-0,24	-0,12	-0,31	0,15	1,69	0,53	2,10	0,048 ^{a)}
t_{-3}	0,05	0,10	-0,37	0,27	2,62	0,50	0,44	0,667
t_{-2}	-0,23	-0,30	-0,53	0,30	1,94	0,57	1,85	0,079
t_{-1}	0,04	0,02	-0,32	0,61	1,98	0,59	0,35	0,733
t_0	-0,19	-0,06	-0,53	0,27	4,94	0,99	0,86	0,399
t_{+1}	-0,07	-0,12	-0,34	0,41	2,59	0,72	0,42	0,675
t_{+2}	0,23	0,21	-0,07	0,62	1,57	0,48	2,15	0,043 ^{a)}
t_{+3}	0,16	0,06	-0,24	0,36	1,97	0,47	1,57	0,131
t_{+4}	-0,19	-0,06	-0,50	0,18	2,40	0,56	1,52	0,143
t_{+5}	-0,16	-0,23	-0,79	0,11	1,55	0,42	1,70	0,104
CAR	-0,80	-0,76	-0,74	1,19	8,38	2,21		
AAR	-0,08	-0,08	-0,34	0,06	0,68	0,19	2,00	0,059

^{a)} Wartość istotna statystycznie na poziomie $p < 0,05$.

Źródło: opracowanie własne.

Jak można odczytać z tabeli 1, statystyki nadwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach sąsiadujących z dniem przekazania raportu kwartalnego są bardzo zróżnicowane. Z punktu widzenia weryfikacji hipotezy badawczej ważna wydaje się istotność statystyczna uzyskanych wyników. W zdecydowanej większości uśrednionych nadwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia uzyskane wyniki są nieistotne, co implikuje brak wpływu raportowania kwartalnego wyniku finansowego netto różniącego się od konsensusu na wycenę rynkową największych spółek GPW. Jednakże uśrednione pomiary dodatkowych stóp zwrotu z dni t_{-4} oraz t_{+2} ze spółek indeksu WIG20 wskazują na istotność statystyczną uzyskanych wyników na poziomie $p < 0,05$. Dowodzi to, że rynek dyskontuje (w przypadku największych spółek warszawskiego parkietu) informacje księgowe dotyczące zysku bądź straty netto cztery dni przed udostępnieniem raportu kwartalnego (lub szacunkowych danych, gdy spółka je prezentuje) oraz dwa dni po nim. W zaistniałej sytuacji wręcz zaskakujący wydaje się brak istotności uzyskanych wyników w dniach t_0 oraz t_{+1} , kiedy to teoretycznie w największym stopniu powinna być wyceniana przez inwestorów informacja księgowa (zgodnie z założeniami pól silnej efektywności informacyjnej rynku).

Rezultaty, które uzyskano w badaniu, wzbudziły pomysł poszukiwania bardziej szczegółowych zależności. Autor w tym celu postanowił wyodrębnić przypadki, kiedy różnice w raportowanym zysku netto w stosunku do konsensusu przekraczały 10% i dla nich policzyć nadwyżkowe stopy zwrotu. Dodatkowo próba ta została podzielona na dwie części. Pierwsza z nich obejmowała tylko te zdarzenia, w których raportowany wynik netto różnił

się od konsensusu o 10% *in plus*, natomiast druga – *in minus*. Podział ten miał umożliwić weryfikację przedstawionych powyżej dwóch hipotez szczegółowych. Statystyki opisowe wraz z poziomami istotności nadwyżkowych stóp zwrotu dla tych 10-procentowych różnic od oczekiwań rynku przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Statystyki opisowe oraz poziomy istotności nadwyżkowych stóp zwrotu dla poszczególnych dni okna zdarzenia spółek indeksu WIG20 w podziale na odchylenia –10% oraz +10% od konsensusu rynkowego (w %)

Dzień/ Miara	Średnia		Mediana		Q1		Q3		Rozstęp		Odchylenie standardowe		tstat		pvalue	
	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%	+10%	-10%
t_{-5}	-0,51	0,00	-0,57	-0,13	-1,15	-0,82	0,18	0,44	4,11	2,79	1,06	0,74	2,13	0,02	0,045 ^{a)}	0,98
t_{-4}	-0,27	-0,13	-0,30	-0,55	-0,88	-0,94	0,36	0,05	4,06	4,00	0,99	0,96	1,19	2,14	0,25	0,044 ^{a)}
t_{-3}	0,25	-0,55	0,26	-0,10	-0,13	-0,92	0,89	0,57	3,86	4,00	0,86	1,15	1,32	0,66	0,20	0,51
t_{-2}	0,13	-0,20	0,29	-0,17	-0,15	-0,79	0,60	0,37	4,66	3,19	1,07	1,04	0,53	1,61	0,60	0,12
t_{-1}	-0,11	0,05	0,14	-0,32	-0,80	-1,00	0,51	0,16	4,49	4,17	1,12	1,28	0,42	0,17	0,68	0,87
t_0	0,79	-1,54	0,78	-0,80	0,13	-1,98	1,68	-0,28	6,69	6,04	1,45	1,80	2,44	3,30	0,023 ^{a)}	0,003 ^{b)}
t_{+1}	0,72	-0,58	0,19	-0,68	-0,01	-0,79	1,32	0,34	4,35	3,87	1,24	1,21	2,60	1,85	0,017 ^{a)}	0,08
t_{+2}	0,59	0,22	0,60	0,14	-0,29	-0,46	1,34	0,83	3,81	2,83	1,02	0,81	2,60	1,05	0,017 ^{a)}	0,30
t_{+3}	0,18	0,26	0,04	0,30	-0,36	-1,06	0,90	0,68	3,27	4,59	0,91	0,73	0,90	0,83	0,38	0,42
t_{+4}	-0,03	-0,60	-0,24	-0,30	-0,84	-0,97	0,36	0,01	5,06	3,15	1,19	3,97	0,11	2,86	0,92	0,009 ^{b)}
t_{+5}	-0,39	-0,38	-0,14	-0,36	-0,38	-3,66	-0,02	0,01	3,86	2,46	0,87	0,35	2,03	2,04	0,06	0,054

a) Wartość istotna statystycznie na poziomie $p < 0,05$.

b) Wartość istotna statystycznie na poziomie $p < 0,01$.

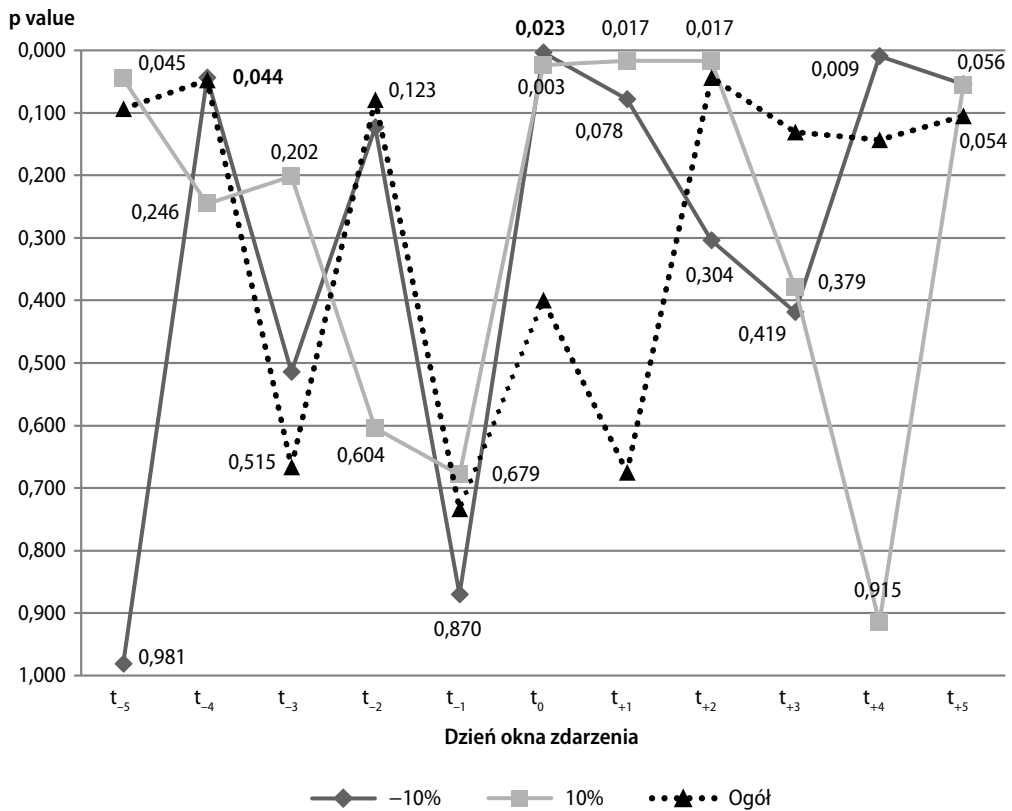
Źródło: opracowanie własne.

Wartości testu dotyczące uzyskanych nadwyżkowych stóp zwrotu dla analizowanych podgrup wskazywały na wyższe poziomy istotności w stosunku do próby obejmującej wszystkie raporty kwartalne spółek WIG20. Ich zestawienie pokazano na rysunku 1.

Tak wyodrębnione przypadki pozwoliły zauważyć występowanie istotnych statystycznie nadwyżkowych stóp zwrotu w oknie zdarzenia (pogrubione wartości na wykresie) w większej liczbie przypadków. W grupie obejmującej odchylenia *in minus* (etykiety danych pod wykresem) istotność wyników w dniu przekazania raportu kwartalnego t_0 oraz w dniu t_{+4} wyniosła $p < 0,01$, a w dniu t_{-4} $p < 0,05$. Nie odnotowano tu jednak istotnych dodatkowych stóp zwrotu w dniu t_{+2} . Natomiast w przypadku odchyień *in plus* (etykiety danych nad wykresem) odnotowano istotne statystycznie nadwyżkowe stopy zwrotu na poziomie $p < 0,05$ w dniach t_{-5} , t_0 , t_{+1} oraz t_{+2} . Uzyskane wyniki, zwłaszcza w dniu ukazania się raportu kwartalnego, w obu podgrupach badania wskazują na silniejszą reakcję rynku, gdy publikowany wynik netto spółki różni się od jego oczekiwań o przynajmniej 10%. Ponadto warte zauważenia są znaki uśrednionych nadwyżkowych stóp zwrotu we wskazanych dniach okna zdarzenia. W zdecydowanej większości przypadków ujemne (dodatnie) odchylenia wyniku finansowego od

konsensusu rynkowego przekraczające 10% powodowały występowanie ujemnych (dodatnich) nadwyżkowych stóp zwrotu w analizowanym dniu okna zdarzenia. Dostosowanie wyceny rynkowej na skutek otrzymanej informacji jest natychmiastowe, co potwierdza efektywność informacyjną rynku w formie pól silnej.

Rysunek 1. Poziomy istotności nadwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla dodatnich i ujemnych odchylen wyniku netto od konsensusu rynkowego



Źródło: opracowanie własne.

6. Podsumowanie

Zapoczątkowany przed pół wieku temu obszar badań rynków kapitałowych w rachunkowości stanowi zainteresowanie całej rzeszy naukowców we wszystkich zakątkach świata. Informacje przekazywane przez system rachunkowości umożliwiają realną wycenę spółek publicznych, zgodnie z założeniami hipotezy efektywności informacyjnej rynku. To głównie za ich sprawą inwestor jest w stanie ograniczać ryzyko i maksymalizować efektywność podejmowanych decyzji.

W nurcie tym obserwowane są kolejne opracowania podejmowane przez światowych badaczy. Starają się oni odnaleźć nowe zależności, które, wpływając na kapitalizację rynkową

przedsiębiorstw giełdowych, umożliwią inwestorom maksymalizację zysków. Na przestrzeni lat wydaje się jednak, że nadal jedną z najistotniejszych informacji, która pochodzi z systemu rachunkowości, jest wynik finansowy netto.

Niniejszy artykuł miał na celu zweryfikowanie hipotezy mówiącej o wpływie wystąpienia różnicy w zysku (bądź stracie) netto prezentowanej w raporcie kwartalnym w stosunku do oczekiwań analityków giełdowych na wycenę rynkową dwudziestu największych spółek warszawskiego parkietu. Okres badania objął 22 raporty kwartalne z lat 2013–2018. Wyniki otrzymane z badania wskazują na silną reakcję inwestorów w dniach sąsiadujących z dniem przekazania raportu w sytuacji odchylenia wyniku netto w relacji do konsensusu rynkowego przekraczających 10%. Ponadto znaki uzyskanych nadwyżkowych stóp zwrotu w oknie zdarzenia były tożsame z kierunkiem odchylenia raportowanego wyniku finansowego od konsensusu rynkowego. Co ważne, rynek natychmiast dyskontuje taką informację. Można to było zauważyć, analizując istotność statystyczną otrzymanych nadwyżkowych stóp zwrotu w dniu udostępnienia raportu i dzień po nim. Otrzymane wyniki mogą stanowić potwierdzenie postawionej hipotezy badawczej mówiącej o wpływie odchylenia wyniku netto od poziomu oczekiwanego przez rynek na wycenę rynkową w segmencie największych spółek GPW.

Bibliografia

Dokumenty prawne

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, Dz.U. UE z 2013 r., poz. L182/19.

Wydawnictwa zwarte

1. Davies T., Boczek T., Chen J. [2008], *Strategic Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
2. Grabiński K., Kędzior M., Krasodomska J. [2014], *Współczesna rachunkowość na rynkach kapitałowych*, Difin, Warszawa.
3. Gurgul H. [2012], *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa.
4. Haugen R.A. [1996], *Teoria współczesnego inwestowania*, WIG-Press, Warszawa.
5. Krivin D., Patton R., Rose E., Tabak D. [2003], *Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies*, NERA Working Paper, New York.
6. Messner Z. [2010], *Rachunkowość finansowa w systemie informacji ekonomicznej*, w: *Rachunkowość finansowa*, red. Z. Messner, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
7. Sudarsanam S. [2003], *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The challenges*, FTPrenticeHall, New Jersey.
8. Wiśniakowska L. [2016], *Słownik wyrazów bliskoznacznych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Abayedera N. [2010], *Value Relevance of Information in Hi-Tech Industries in Australia: Accounting Information and Intangible Assets Disclosures*, „Global Review of Accounting and Finance”, vol. 1, no. 1.
2. Andrzejewski A., Mazur-Maślanka I. [2017], *Memoriałowe a kasowe stopy zwrotu na podstawie przedsiębiorstw przemysłu spożywczego notowanych na GPW w Warszawie*, „Studia Ekonomiczne”, nr 345.
3. Apergis N., Artikis G., Eleftheriou S., Sorros J. [2012], *Accounting Information and Excess Stock Returns: The Role of the Cost of Capital – New Evidence from US Firm-level Data*, „Applied Financial Economics”, vol. 22, no. 4.
4. Ball R., Brown P. [1968], *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, „Journal of Accounting Research”, vol. 6, no. 2.
5. Bamber L.S. [1986], *The Information Content of Annual Earnings Releases: Trading Volume Approach*, „Journal of Accounting Research”, vol. 24, iss. 1.
6. Barth M.E., Beaver W.H., Landsman W.R. [1998], *Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health*, „Journal of Accounting & Economics”, vol. 25, iss. 1.
7. Baruch L., Zarowin P. [1999], *The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them*, „Journal of Accounting Research”, vol. 37, no. 2.
8. Beaver W., Clarke R., Wright F. [1979], *The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors*, „Journal of Accounting Research”, vol. 17, no. 2.
9. Buła, R. [2014], *Efektywność informacyjna a zachowanie cen akcji tworzących indeks WIG20*, „Studia Ekonomiczne”, nr 177.
10. Campbell J.Y., Grossman S.J., Wang J. [1997], *Trading Volume and Serial Corelation in Stock Returns*, „Quarterly Journal of Economics”, vol. 108.
11. Cheng C. [1994], *A Simple Framework for Modeling the Explicit Earnings-returns Relation*, „The Chinese Accounting Review”, vol. 28.
12. Collins D.W., Maydew E.L., Weiss I. [1997], *Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years*, „Journal of Accounting and Economics”, vol. 24, iss. 1.
13. De Andrade L.L., dos Santos N.S. [2017], *Accounting Information and Stock Returns: Evidences from Brazil*, „International Journal of Management, Accounting & Economics”, vol. 4, no. 5.
14. Dorantes Dosamantes A. [2013], *The Relevance of Using Accounting Fundamentals in the Mexican Stock Market*, „Journal of Economics, Finance & Administrative Science”, vol. 18.
15. Fama E.F. [1970], *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, vol. 25, iss. 2.
16. Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. [1969], *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Review”, vol. 10.
17. Francis J., Schipper K. [1999], *Have Financial Statements Lost their Relevance?*, „Journal of Accounting Research”, vol. 37, no. 2.
18. Gajewski J.F., Quere B. [2001], *The Information Content of Earnings and Turnover Announcements in France*, „European Accounting Review”, vol. 19.

19. Goodwin J., Ahmad K. [2006], *Longitudinal Value Relevance of Earnings and Intangible Assets: Evidence from Australian Firms*, „Journal of International Accounting, Auditing & Taxation”, vol. 15.
20. Graham C.M., Cannice M.V., Sayre T.L. [2002], *The Value-relevance of Financial and Non-financial Information for Internet Companies*, „Thunderbird International Business Review”, vol. 44, iss. 1.
21. Hellstrom K. [2006], *The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic*, „European Accounting Review”, vol. 15, iss. 3.
22. Holthausen R.W., Watts R.L. [2001], *The Relevance of the Value-relevance Literature for Financial Accounting Standards Setting*, „Journal of Accounting & Economics”, vol. 31, s 1–3.
23. Hulian M. [2015], *The Usefulness of Accounting Information on Financial Instruments to Investors Assessing Non-financial Companies. An Empirical Analysis on the Bucharest Stock Exchange*, „Accounting & Management Information Systems”, vol. 14, no. 4.
24. Khanagha J.B., Mohamad S., Hassan T., Sori Z. [2011], *The Impact of Reforms on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Iran*, „African Journal of Business Management”, vol. 5, no. 1.
25. Kimbrough M.D. [2005], *The Effect of Conference Calls on Analyst and Market Underreaction to Earnings Announcements*, „The Accounting Review”, no. 1, vol. 80.
26. Kormendi R., Lipe R. [1987], *Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns*, „Journal of Business”, vol. 60, no. 3.
27. Kothari S.P. [2001], *Capital Market Research in Accounting*, „Journal of Accounting and Economics”, vol. 31, iss. 1–3.
28. Lisicki B. [2018], *Wpływ uwolnienia kursu franka szwajcarskiego na krótkoterminowe stopy zwrotu z notowań akcji banków na GPW w Warszawie*, „Przedsiębiorstwo & Finanse”, nr 1.
29. Marshall A. [1890], *Principles of Economics*, Willey Online Library.
30. Martinez I. [2003], *The Impact of Firm-specific Attributes on the Relevance in Earnings and Cash-flows: A Nonlinear Relationship between Stock Returns and Accounting Numbers*, „Review of Accounting and Finance”, vol. 2, no. 1.
31. Mazurczak-Mąka A. [2013], *Raporty okresowe spółek notowanych na rynku regulowanym w Polsce jako podstawowe źródło informacji dla inwestorów*, „Studia Ekonomiczne”, nr 174.
32. Michaely R., Thaler R., Womack K. [1995], *Price Reaction to Dividend Initiations and Omissions*, „Journal of Finance”, vol. 50, no. 2.
33. Mitchell M.L., Stafford E. [1999], *Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance*, CRSP Working Paper, no. 453.
34. Mouselli S., Jaafar A., Goddard J. [2013], *Accruals Quality, Stock Returns and Asset Pricing: Evidence from the U*, „International Review of Financial Analysis”, vol. 30.
35. Negakis C.J. [2005], *Accounting and Capital Markets Research: A Review*, „Managerial Finance”, vol. 31, iss. 2.
36. Ohlson J. [1990], *A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings*, „Contemporary Accounting Research”, vol. 6, no. 2.
37. Osundina J., Olajumoke O., Ifayemi M. [2016], *Impact of Accounting Information on Stock Price Volatility (A Study of Selected Quoted Manufacturing Companies in Nigeria)*, „The International Journal of Business and Management Research”, vol. 5, iss. 11.

38. Poniatowska L. [2013], *Wpływ wyceny bilansowej na definiowanie i pomiar wyniku finansowego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 130.
39. Riley R.A., Pearson T.A., Trompeter G. [2003], *The Value Relevance of Non-financial Performance Variables and Accounting Information: The Case of the Airline Industry*, „Journal of Accounting & Public Policy”, vol. 22, no. 3.
40. Salisteanu S. [2014], *Economic and Accounting Information and Stock Market Efficiency*, „Challenges of the Knowledge Society”, vol. 4, no. 1.
41. Sharpe W. [1992], *Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement*, „Journal of Portfolio Management”, vol. 18 no. 2.
42. Sok-Hyon K., Yuping Z. [2010], *Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-Industry Analysis*, „The Accounting Review”, vol. 85, no. 1.
43. Tan P.M., Lim C.Y. [2007], *The Value Relevance of Accounting Variable and Analysts' Forecasts: The Case of Biotechnology Firm*, „Review of Accounting & Finance”, vol. 6, no. 3.
44. Utama S., Cready W.M. [1997], *Institutional Ownership, Differential Predisclosure Precision and Trading Volume at Announcement Dates*, „Journal of Accounting and Economics”, vol. 24, iss. 2.
45. Vultur P. [2018], *Study Based on the Importance of the Information Provided by Management Accounting on the Managerial Process in the Joint Stock Companies in the North-East Area of Moldova*, „USV Annals of Economics & Public Administration”, vol. 18, no. 1.
46. Watts R.L., Zimmerman J.L. [1990], *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*, „The Accounting Review”, vol. 65, no. 1.

Materiały internetowe

1. <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/index/>
2. <https://stooq.pl/>
3. World Federation of Exchanges, *Annual Statistic Guide*, <https://www.world-exchanges.org/>, dostęp 10.09.2018.

Information Impact of Financial Result Deviation from the Market Consensus

Summary

This paper belongs to the body of capital market research in accounting. The author is trying to estimate the impact of deviation from the market consensus reflected in corporate periodic reports of net result on market capitalization of companies. Expected net result was estimated based on forecasts of experts interviewed by the Polish Press Agency [Polska Agencja Prasowa]. To validate the hypothesis about the relevance of reported net result we used the event study methodology, which measures the strength of reaction to different events (information). The methodology was supposed to assess the

occurrence of events when higher than expected rates of return were reported in periods directly preceding and following the date of submission of corporate interim reports. Based on the researched sample of 22 quarterly reports filed over the period 2013–2018 by each company included in the WIG20 index the author observed statistically significant excess rates of return on days t_{-4} and t_{+2} for all the sample. When the sample is divided into two sets comprising higher positive or negative (above 10%) deviations the significance of obtained results is even greater, especially for net financial result lower than the one expected by the market.

Keywords: informational efficiency, capital markets, net financial result, market capitalization
