

**dr Michał Bzunek**

---

---

Zachodniopomorska Szkoła Biznesu

## **Anomalie rynkowe, a zasada memoriałowa w rachunkowości – rozważania w kontekście badań Richarda Sloana**

### **Streszczenie:**

W praktyce gospodarczej zauważalne są zachowania cen, które zgodnie z koncepcją efektywnych rynków finansowych nie powinny wystąpić. Te zjawiska często nazywane są anomaliami rynkowymi. W wybranych sytuacjach mogą one zostać wykorzystane przez inwestorów w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie cech charakterystycznych zjawiska, które zidentyfikował Richard Sloan w 1996 roku. W treści artykułu, opisane zostały wybrane cechy anomalii rynkowych. Następnie przeanalizowano pracę R. Sloana oraz przytoczono przykłady opisujące zidentyfikowaną anomalię rynkową. Do realizacji postawionego celu posłużono się przeprowadzeniem krytycznej analizy literatury źródłowej.

**Słowa kluczowe:** anomalie rynkowe, rynek kapitałowy, inwestycje, accrual anomaly

---

### **Wstęp**

Zagadnienia związane z inwestycjami często są przedmiotem badań i analiz. Są one niezwykle istotne dla działalności przedsiębiorstw i osób fizycznych. J. Hirshleifer (1965) zdefiniował inwestycję jako „przedsięwzięcie, którego istotą jest terazniejsze wyrzeczenie na rzecz przyszłych korzyści”<sup>1</sup>. Jak zauważają K. Jajuga i T. Jajuga (2004) do głównych cech inwestycji zaliczyć należy (oprócz podziału środków na inwestycje i konsumpcję) czas oraz ryzyko. Inwestycje bardzo często przeprowadzane są na rynkach finansowych, na których przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe<sup>2</sup>.

Pojęcie inwestycji jest bardzo złożone i niemożliwe jest przedstawienie związanej z nim problematyki na łamach pojedynczego artykułu. Niemniej jednak, należy wyjaśnić, iż inwestycji dokonuje się w celu uzyskania pewnych korzyści (w przyszłości), które odzwierciedlane są m.in. przez stopy zwrotu. W niektórych przypadkach inwestorzy osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu, gdyż są oni w stanie czerpać korzyści z występowania nieoczekiwanych zachowań cen walorów. To zjawisko jest bezpośrednio związane z pojawianiem się anomalii rynkowych, które w przypadku rynków kapitałowych, w swojej istocie, są pewnym odstępstwem od założeń hipotezy o efektywnym rynku<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Por. J. Hirshleifer (1965). Investment Decision Under Uncertainty: Choice-Theoretic Approaches. The Quarterly Journal of Economics, vol. 79, no. 4, s. 509.

<sup>2</sup> Por. K. Jajuga, T. Jajuga (2004). Inwestycje. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, s.9, 21.

<sup>3</sup> M. Khan (2011). Conceptual Foundations of Capital Market Anomalies. [w:] L. Zacks (ed.), The Handbook of Equity Market Anomalies Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies (1-23), New Jersey: John Wiley & Sons, s. 1.

W roku 1996 R.G. Sloan (1996), po raz pierwszy w historii nauk ekonomicznych, zidentyfikował zjawisko anomalii rynkowej związanej ze stosowaniem zasady memoriałowej przez przedsiębiorstwa. Celem niniejszego artykułu jest podjęcie próby dokonania charakterystyki głównych cech anomalii rynkowej zidentyfikowanej przez R.G. Sloana.

We wstępie do artykułu należy zaznaczyć, iż zjawisko scharakteryzowane przez R. Sloana opisywane jest głównie w literaturze anglojęzycznej. Z tego powodu, w niniejszym opracowaniu sprecyzowane zostanie, jakich wartości dotyczy opisywana anomalia rynkowa. W języku angielskim termin otrzymał brzmienie *accrual anomaly*, co w pewnym stopniu utrudnia wyjaśnienie zjawiska. Mianowicie, problemem może być tłumaczenie tej nazwy na język polski, ponieważ sam wyraz *accrual* można rozumieć jako przyrost, lub narosła kwota. Co więcej, autor publikacji źródłowej (R. Sloan) bardzo często odnosi się do tego pojęcia w liczbie mnogiej (*accruals*), co na język polski jest bardzo często tłumaczone jako rozliczenia międzyokresowe. Dlatego też, należy zaznaczyć, iż opisywana anomalia nie dotyczy wyłącznie tej wielkości bilansowej, chociaż jest z nią powiązana. Ponad to, należy wyjaśnić, że w księgach występuje konto o nazwie *accrued receivables*, które w pewnym ujęciu odnosi się do wpływów otrzymanych przez przedsiębiorstwo, za które nie wystawiono faktury.

Należy zatem podkreślić, że w kontekście omawianej anomalii rynkowej termin *accruals* odnosi się do tej części przychodów, które jednostka ujęła w księgach nie zależnie od faktu, iż rzeczywisty przepływ pieniężny nastąpi w późniejszym terminie<sup>4</sup> (Weil, Schipper, Francis, 2012). Oznacza to, że zidentyfikowana przez R.G. Sloana anomalia ma swoje podłoże w stosowaniu zasady memoriałowej (*accrual basis of accounting, accrual accounting*) w rachunkowości. W następnych częściach artykułu, zamieszczony został opis wspomnianej wielkości (wsparty przykładem), a także jej definicja.

Opisując dorobek R. Sloana nie można pominąć istotnej informacji dotyczącej analizowanej zbiorowości firm. Mianowicie, wszystkie jednostki gospodarcze, które zostały objęte badaniem pochodziły z USA. Z tego wynika, że analizowane sprawozdania sporządzone były zgodnie z amerykańskimi standardami rachunkowości (tzw. *US GAAP*, lub *Generally Accepted Accounting Principles*).

---

### Hipoteza rynku efektywnego i anomalie rynkowe

---

Hipoteza o efektywnych rynkach została formalnie zdefiniowana w pracach badawczych autorstwa E.F. Fama z 1965 i 1970 roku. Teoria bazuje na założeniu, że rynkowe ceny akcji w pełni odzwierciedlają istniejącą informację o wartości firmy i nie ma możliwości, aby inwestor uzyskał ponadprzeciętną (wyższą od rynkowej) stopę zwrotu, wykorzystując te informacje<sup>5</sup>. Należy dodać, iż omawiana koncepcja jest związana z pojęciem efektywności rynków, które wykorzystywane jest w celu wyjaśnienia relacji występującej pomiędzy informacją i cenami akcji<sup>6</sup>.

Niejednokrotnie w praktyce gospodarczej zauważalne jest występowanie odstępstw od opracowanych teorii. Podobnie jest z hipotezą o efektywnym rynku. Mianowicie, zachowania cen różnych walorów czasem są

---

<sup>4</sup> Por. R. Weil, K. Schipper, J. Francis (2012), *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses*, South-Western College Pub, s. 737.

<sup>5</sup> E.F. Fama dzieli efektywność rynków na 3 kategorie. Mianowicie, wyróżnia się rynek silnie efektywny, pół-silnie efektywny i słabo efektywny. Rynek słabo efektywny odzwierciedla informację rynkową. Jego funkcjonowanie bazuje na założeniu, że przeszłe stopy zwrotu nie mają, żadnego wpływu na przyszłe stopy zwrotu. Rynek pół-silnie efektywny odzwierciedla każdą publicznie dostępną informację i bazuje na założeniu, że ceny akcji szybko dostosowują się do nowej informacji rynkowej. W tym przypadku, inwestor nie osiągnie wyższych stóp zwrotu od rynkowych wykorzystując nowe informacje. Rynek silnie efektywny odzwierciedla zarówno prywatną, jak i publiczną informację. Na takim rynku, żaden inwestor nie jest w stanie osiągnąć wyższych stóp zwrotu niż przeciętne.

<sup>6</sup> Zob. E.F. Fama, (1965). *The Behavior of Stock Market Prices*, *Journal of Business*, vol. 38, nr. 1, s. 34-105; E.F. Fama (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *the Journal of Finance*, vol. 25, nr. 2, s. 414.

nieracjonalne i nieprzewidywalne. Tego rodzaju zjawiska nazywane są bardzo często „anomaliami rynkowymi”, lub w określonych przypadkach „anomaliami rynku kapitałowego”<sup>7</sup>.

Należy zatem wyjaśnić, czym są anomalie i jaki jest ich związek ze wspomnianą hipotezą o efektywnym rynku. W tym celu należy przywołać dorobek G.M. Frankfurtera i E.G. McGouna (2001). Autorzy dokonali bardzo dokładnego przeglądu literatury i wyodrębnili cechy anomalii oraz przenieśli znaczenie tego terminu na pole nauk o finansach. Anomalia jest to pewnego rodzaju nieregularność, odstępstwo od naturalnego porządku, lub oczekiwanych uwarunkowań. Termin „anomalia” ma ogólny charakter i dotyczy każdego nieoczekiwanego fenomenu, który odnosi się do jakiegokolwiek teorii, modelu lub hipotezy. Jak wspomniano wcześniej, w przypadku rynków finansowych anomalią będzie m.in. odstępstwo od założeń hipotezy o efektywnym rynku<sup>8</sup>.

Anomalie rynkowe bardzo często zostają odkryte w drodze badań empirycznych. Zwłaszcza, gdy przeprowadzone analizy dostarczają wyniki, które są niespójne z teoriami dotyczącymi wyceny aktywów. Bardzo interesujący jest fakt, iż wiele zidentyfikowanych anomalii rynkowych po upublicznieniu informacji o ich odkryciu przestaje istnieć. W takim przypadku bardzo często poddawana jest w wątpliwość możliwości czerpania zysków z istnienia potencjalnej anomalii, ponieważ mogła być ona jedynie statystycznym błędem, lub np. zostać wyeksploatowana<sup>9</sup>.

Opisywana w niniejszym artykule anomalia, którą zidentyfikował R. Sloan reprezentuje odstępstwo od teorii efektywnych rynków. Przesłanką do odkrycia tego zjawiska było założenie, że ceny akcji nie odzwierciedlają w jasny sposób wielkości gotówkowego i niegotówkowego komponentu zysków wygenerowanych przez przedsiębiorstwo.

---

### Anomalia R. Sloana Niegotówkowy komponent zysków

---

Aby wyjaśnić istotę zjawiska zaobserwowanego przez R. Sloana należy rozwinąć problematykę związaną z angielskim pojęciem *accruals*, której zarys przedstawiono we wstępie do artykułu. Mianowicie, opisane zostaną wartości, którymi interesował się w swojej pracy R. Sloan. Aby je scharakteryzować przytoczony zostanie prosty przykład, którym posłużył się m.in. sam autor omawianej koncepcji<sup>10</sup>.

Przykład wyjaśniający anomalię, który został zaprezentowany przez P.M. Dechow, N.V. Khimich i R.G. Sloan (2011) zakłada funkcjonowanie dwóch podmiotów, których działalność skoncentrowana jest na handlu detalicznym. Pierwszy z nich ponosi koszty związane z zakupem produktów (100 USD), materiałów (10 USD) i wynajmem placówki handlowej za 10 USD (dziennie). Założono, że w ciągu jednego okresu<sup>11</sup>, mikro przedsiębiorcy udaje się sprzedać wszystkie produkty, a każdy klient płaci

---

<sup>7</sup> Należy dodać, że hipoteza o efektywnych rynkach nie w każdym przypadku znajduje zastosowanie. Na przykład dzieje się tak, gdy pojawiają się tzw. „bańki spekulacyjne”. Dlatego też, m.in. wyodrębniono dziedzinę finansów behawioralnych, które wyjaśniają brak efektywności rynków. Zatem podczas sporządzania analiz rynkowych należy stosować bardzo „eklektyczne” podejście i zdystansować się od założenia, że rynki finansowe zawsze działają zgodnie z przewidywaniami, por. R.J. Shiller (2003). *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, nr 1, s.101 – 102.

<sup>8</sup> G.M. Frankfurter, E.G. McGoun (2001), *Anomalies in finance. What are they and what are they good for?* *International Review of Financial Analysis*, vol. 10, s. 410.

<sup>9</sup> G.W. Schwert (2003). *Anomalies and Market Efficiency*, [w:] G. Constantinides, M. Harris, M.R. Stulz (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, s. 940.

<sup>10</sup> Por. P.M. Dechow, N.V. Khimich, R.G. Sloan (2011), *The Accrual Anomaly*, [w:] L. Zacks (ed.), *The Handbook of Equity Market Anomalies Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies* (s. 23-63), New Jersey: John Wiley & Sons.

<sup>11</sup> Należy zaznaczyć, iż w oryginalnym brzmieniu omawianego przykładu, za jeden okres sprawozdawczy autorzy przyjmują jeden dzień. Ponadto, przykład w tekście źródłowym jest tak skonstruowany, aby był zrozumiały nawet dla czytelnika, który nie posługuje się pojęciami z zakresu rachunkowości. Jednym z uproszczeń, które stosują autorzy artykułu „*The Accrual Anomaly*”, jest wykorzystanie stoiska z lemoniadą jako rodzaju działalności gospodarczej, na której oparto meritum przykładu.

gotówką, co przekłada się na 200 USD wygenerowanego przychodu. Z prostej kalkulacji wynika, że zysk netto tego przedsięwzięcia wynosi 80 USD. Taką samą wartość mają operacyjne przepływy pieniężne, a także wzrost wielkości kapitału własnego.

Kontynuując przykład, który został zaprezentowany przez P.M. Dechow, N.V. Khimich, R.G. Sloana (2011) należy scharakteryzować przypadek innego przedsiębiorstwa. Druga jednostka gospodarcza zaopatruje się w produkty za 1000 USD, materiały za 100 USD, oraz kupuje stanowisko handlowe za 1000 USD (przy założeniu, że będzie można z niego korzystać przez 100 okresów sprawozdawczych). Poniesione koszt wyniosły 2100 USD (wszystko opłacono gotówką), natomiast podczas pierwszego analizowanego okresu klienci wykupili 10% towarów generując 200 USD przychodu. W tym przypadku, nie każdy klient posiadał gotówkę, dlatego sprzedawca zgodził się na przedłużenie terminu płatności dla połowy klientów. W ten sposób druga analizowana jednostka otrzymała 100 USD gotówki pierwszego dnia. Oznacza to, iż pozostała wartość zapasów wynosi 990 USD (produkty 900 USD, materiały 90 USD). Ponadto, sprzedawca jest pewien, że klienci zapłacą za zakupione towary w terminie, dlatego też krótkoterminowe handlowe należności mają wartość 100 USD. Zakupione stanowisko handlowe uległo zużyciu, tak więc po pierwszym „okresie sprawozdawczym” wartość rzeczowego majątku trwałego wynosi 990 USD. Podsumowując, aktywa, które nie są gotówką (niegotówkowe; *non-cash assets*) mają wartość 2080 USD. Na początku pierwszego okresu działalności tego typu aktywa nie występowały, więc ich przyrost jest równy 2080 USD. Należy podkreślić, że ta kwota dla danego okresu sprawozdawczego (*accruals*) jest przedmiotem zainteresowania R. Sloana.

P.M. Dechow, N.V. Khimich, R.G. Sloan (2011) nie kończą przykładu wyłącznie na wyjaśnieniu, czym są wartości, będące przedmiotem zainteresowania autorów. Na podstawie przedstawionych informacji łatwo obliczyć zarobek drugiego analizowanego przedsiębiorstwa. Wystarczy dodać obliczone wartości do przepływów pieniężnych netto. Na koniec okresu wydatek w postaci gotówki wynosi 2000 USD<sup>12</sup>, a zmiana wartości aktywów bezgotówkowych 2080 USD, więc zysk w tym przypadku równy jest 80 USD (tak jak w pierwszym scenariuszu)

Podsumowując zaprezentowane rozważania, stwierdza się, że pomimo faktu, iż obydwie firmy osiągają taki sam zysk, to ten osiągnięty przez drugą jednostkę gospodarczą ma „niższą jakość”, w kontekście ryzyka nieotrzymania płatności od klientów. Należy dodać, że badania autorstwa R. Sloana skoncentrowane były na odnalezieniu zależności występującymi pomiędzy kwotami, będącymi przedmiotem przytoczonego przykładu, a stopami zwrotu z inwestycji w akcje spółek<sup>13</sup> (Sloan, 1996).

W literaturze istnieje wiele definicji zjawiska analizowanego przez R. Sloana. Autorzy również, charakteryzują wspomnianą wielkość, bardzo często odnosząc się do metody jej obliczenia (wybrane metody przedstawione zostaną w dalszej części pracy). Na przykład można określić tę wartość mianem „niegotówkowego komponentu zysków”<sup>14</sup>. Lub opisać jako „poprawki, nanoszone przez księgowych na operacyjne przepływy pieniężne, w celu dokonania dokładniejszego pomiaru wyników osiągniętych przez jednostkę gospodarczą w danym okresie”<sup>15</sup>. Bardzo interesująca definicja omawianej wielkości została zaprezentowana w pracy D. Muresan, w której otrzymała następujące brzmienie: „kwoty te są

<sup>12</sup> Ponieważ na początku pierwszego okresu wydatek wynosił 2100 USD, natomiast otrzymany przepływ gotówki od klientów 100 USD.

<sup>13</sup> Zob. R. Sloan (1996), Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, *Accounting Review*, vol. 71, nr 3, s. 289-315.

<sup>14</sup> R. Ball, J. Gerakos, J.T. Linnainmaa, V.V. Nikolaev (2015), Accruals, Cash Flows, and Operating Profitability in the Cross Section of Stock Returns (Wrzesień 15, 2015). *Journal of Financial Economics*, Forthcoming; Fama-Miller Working Paper; Chicago Booth Research Paper No. 15-12, s. 1.

<sup>15</sup> Dechow, P., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, s. 3-42., [za:] R. Ball, J. Gerakos, J.T. Linnainmaa, V.V. Nikolaev (2015), Accruals, Cash Flows, and Operating Profitability in the Cross Section of Stock Returns (Wrzesień 15, 2015). *Journal of Financial Economics*, Forthcoming; Fama-Miller Working Paper; Chicago Booth Research Paper No. 15-12

wynikiem stosowania zasady memoriałowej w rachunkowości i reprezentują oczekiwane, przyszłe korzyści dla inwestorów oraz menagerów, które rejestruje się jako aktywa operacyjne netto. Są one mniej stabilnym komponentem zysków (niż ich drugi składnik bazujący na przepływach pieniężnych), który jest źródłem powstawania anormalnych stóp zwrotu z inwestycji w akcje<sup>16</sup>.

Podsumowując przytoczone rozważania, należy podkreślić, że bardzo trudno jednoznacznie zdefiniować omawiany termin, a tym bardziej przenieść jego nazwę na język polski. W literaturze przedmiotu, można odnaleźć nazewnictwo odnoszące się do pewnego typu omawianych wielkości. Przykładem, mogą być wartości analizowane np. w badaniach autorstwa P. Dechow i I. Dichev<sup>17</sup>, które są powiązane z jakością zysku generowanego przez przedsiębiorstwa<sup>18</sup>. Co więcej, w literaturze anglojęzycznej występują również, tzw. *abnormal accruals* (inaczej *discretionary accruals*).

W prowadzonych badaniach P. Dechow (1994) wskazuje, że kierownictwo jednostek gospodarczych z reguły ma pewną swobodę zaliczaniu w poczet danego okresu sprawozdawczego wartości związanych ze stosowaniem zasady memoriałowej. To daje menagerom możliwość dokonania pewnych manipulacji i zniekształcenia informacji o zyskach generowanych przez przedsiębiorstwo<sup>19</sup>. W celu wyznaczenia tych wielkości, należy w pierwszej kolejności obliczyć wartość niegotówkowego komponentu zysków (ang. *total accruals*), a następnie wykorzystać odpowiedni model przeznaczony do ich oszacowania (np. model P.M. Healya, L.E. DeAngelo, J.J. Jones, itp.)<sup>20</sup>. P.M Healey (1985), był jednym z pierwszych, którzy analizowali wielkości nazwane „*discretionary accruals*”. W swoich badaniach dowodził, iż managerowie wykorzystują wartości, które można zaliczyć w poczet okresu bieżącego (faktycznie dotyczące okresu kolejnego), w celu zwiększenia wartości otrzymywanych premii<sup>21</sup>.

Profesjonalni tłumacze, również zwracają uwagę na problem z translacją omawianego pojęcia. Jak wskazuje A. Konieczna niewątpliwie jest ono związane z terminem rozliczeń międzyokresowych i „zawiera dwa pojęcia: rozliczenia międzyokresowe czynne księgowane w aktywach i, bierne księgowane w pasywach i odpowiednio nakłady, przychody memoriałowe/przychody przyszłych okresów”<sup>22</sup>. Dlatego też, rozliczenia międzyokresowe (*prepayments and accrued income*), zawierają czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów (w języku angielskim odnoszą się one do: *prepaid expenses, prepaid costs, payment in advance, accrued revenue, prepayments*) oraz inne rozliczenia międzyokresowe (ang. *other prepayments and accrued income*). Natomiast po stronie pasywów wyróżnia się rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów (ang. *accruals and deferred income*). Składają się na nie bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów (w języku angielskim składają się na nie: *accrued expens* i *accruals of costs*) oraz przychody przyszłych okresów (w jęz. ang.: *deferred expenses, deferred revenue, income from sales of future periods* i *deferred income*)<sup>23</sup>.

A. Konieczna zauważa, że „wielość terminów angielskich, a także polskich definicji i określeń spotykanych w dostępnych źródłach, sprawia, że wybór jest tu istotnie trudny. Zwraca uwagę fakt,

<sup>16</sup> D. Muresan, *Accruals Anomaly: a Survey of the Methods Used to Measure Accruals*, 10th International Conference of ASECU, Conference Papers, s. 239.

<sup>17</sup> Zob. P. Dechow, I. Dichev (2002), *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*, The Accounting Review, nr 77(S), s. 35-59.

<sup>18</sup> W tym przypadku specyfika analizowanych wartości polega m.in. na przyjętej metodzie ich oszacowania.

<sup>19</sup> P.M Dechow (1994), *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals*, Journal of Accounting and Economics, vol. 18, s. 3-42.

<sup>20</sup> A. Riahi-Belkaoui (2003), *Accounting—by Principle or Design?*, Westport: Praeger Publishers, s. 73-78.

<sup>21</sup> Zob. P.M. Healy (1985), *The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*, Journal of Accounting and Economic, vol. 7, s. 85-107.

<sup>22</sup> A. Konieczna (1997), *Bilans i rachunek zysków i strat angielskie odpowiedniki terminologiczne*, LINGUA LEGIS, nr 5 (wrzesień 1997), s. 5.

<sup>23</sup> Ibidem, s.1-7.

iz w przeciwieństwie do terminów angielskich polskie określenie „rozliczenia międzyokresowe” nie daje żadnej wskazówki co do charakteru tych kosztów”<sup>24</sup>.

Podsumowując przedstawione dotychczas rozważania oraz dokonując analizy stosowanej praktyki należy podkreślić, iż termin *accruals* w uproszczeniu dotyczy tej części przychodów, która została uwzględniona w księgach, ale faktyczny przepływ pieniężny jeszcze nie nastąpił oraz wydatków, które również uwzględniono, ale odpływ gotówki jeszcze nie miał miejsca. Inaczej, wartość tą można określić mianem kwot księgowanych w poczet bieżącego okresu, które faktycznie występują w kolejnym. Sposób w jaki definiował opisywane wartości R. Sloan odnosi się do metody, która służy do ich oszacowania. Zostanie ona opisana w następnej części niniejszej pracy.

W celu uniknięcia niespójności występujących w nazewnictwie i tłumaczeniach omawianego pojęcia, przyjęto, iż na potrzeby niniejszego artykułu będzie on określany mianem „niegotówkowego komponentu zysków” (NKZ).

---

### Główne zagrożenia i demony współczesnej gospodarki w skali globalnej i lokalnej Podstawowe metody ustalania wartości niegotówkowego komponentu zysków

---

Wartość niegotówkowego komponentu zysków można ustalić w oparciu o nieskomplikowaną regułę, którą przedstawił J.A. Ohlson (2014). Istotne jest, iż sama metoda jest uproszczeniem, które ma jedynie przybliżyć omawiane pojęcie, co więcej nie odnosi się ona do żadnych standardów rachunkowości. Ma ona następującą postać<sup>25</sup>:

$$\text{Zyski Gotówkowe} + \text{NKZ} = \text{Zyski}$$

R. Sloan (1996) obliczył wartość niegotówkowego komponentu zysków, stanowiącą pewnego rodzaju przyszłe, oczekiwane korzyści (rozumiane jako wzrost wartości niegotówkowych aktywów w danym okresie sprawozdawczym), wykorzystując w tym celu metodę bilansową. Wykorzystany w badaniach model miał następującą postać<sup>26</sup>:

$$\text{NKZ} = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep$$

Gdzie:

$\Delta CA$  – zmiana aktywów obrotowych (*current assets*),

$\Delta Cash$  – zmiana gotówki i jej ekwiwalentów (*cash /cash equivalents*),

$\Delta CL$  – zmiana zobowiązań bieżących (*current liabilities*),

$\Delta STD$  – zmiana długu zaliczanego w poczet zobowiązań bieżących (*debt included in current liabilities*),

$\Delta TP$  – zamiana zobowiązań z tytułu podatków (*income tax payable*),

$Dep$  – amortyzacja (*depreciation and amortization expense*)<sup>27</sup>.

R. Sloan argumentuje, że w równaniu od zmiany wartości zobowiązań bieżących odjęto dług występujący w zobowiązaniach bieżących, ponieważ jest on związany z operacjami finansującymi, a nie operacyjnymi. Ponadto, odjęte zostały zobowiązania z tytułu podatku dochodowego, ponieważ wg. R. Sloana ich występowanie jest niespójne z definicją dochodu. Wartości zmiany aktywów

<sup>24</sup> Ibidem, s.5.

<sup>25</sup> J.A. Ohlson (2014), *Accruals: An overview*, China Journal of Accounting Research, vol. 7, s. 68.

<sup>26</sup> R. Sloan (1996), *Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?*, Accounting Review, vol. 71, nr 3, s. 293; J.A. Ohlson w swojej pracy rozwija zaprezentowany przykład (m.in. przedstawiając model wzrostu).

<sup>27</sup> W języku angielskim pojęcie „amortization” odnosi się do amortyzacji aktywów niematerialnych (*intangible assets*), natomiast „depreciation” do utraty wartości majątku materialnego (*tangible assets*).

obrotowych pomniejszono o zmianę stanu gotówki, ponieważ odnosi się ona do faktycznie otrzymanych przez przedsiębiorstwo korzyści<sup>28</sup>.

W literaturze można spotkać podobną wersję przedstawionej metody bilansowej, która nie uwzględnia wartości zmiany zobowiązań z tytułu podatków. Ma ona następującą postać<sup>29</sup>:

$$NKZ = \Delta CA - \Delta Cash - \Delta CL + \Delta STD - Dep$$

Należy dodać, iż istnieją inne podejścia do kalkulacji niegotówkowego komponentu zysków niż te, które przedstawiono powyżej. Ponadto, metoda bilansowa może być w pewnym stopniu niedokładna, czego dowodzą D.W. Collins i P. Hribar. Autorzy przedstawiają również inną metodę pomiaru opartą na oszacowaniu różnicy występującej pomiędzy zyskiem netto i operacyjnymi przepływami pieniężnymi<sup>30</sup>.

### Wybrane wnioski z badań R. Sloana<sup>31</sup>

Anomalia zidentyfikowana przez R. Sloana (1996) wpłynęła na wiele prac badawczych innych autorów, m.in. na te, które zostały przytoczone w niniejszym artykule. R. Sloan opisał najważniejsze elementy specyfiki charakteryzowanego zjawiska w pracy pt. „Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings” z roku 1996. Dlatego też, niniejsza część materiału będzie stanowiła pewnego rodzaju streszczenie wniosków zawartych w opracowaniu źródłowym.

Badania R. Sloana oparte były na szeregu założeń. Między innymi, autor twierdził, że stałość zysków przedsiębiorstwa jest tym niższa im wyższa jest wartość niegotówkowego komponentu zysków oraz tym wyższa, im wyższy jest udział gotówkowego komponentu zysków. To założenie badawcze zostało pośrednio wspomniane w poprzednich partiach niniejszego artykułu. Należy jednak zaznaczyć, że w tekście źródłowym stanowi ono jedną z postawionych hipotez.

R. Sloan w swoich badaniach formuje dodatkową hipotezę (w postaci hipotez pomocniczych<sup>32</sup>), której weryfikacja ma m.in. za zadanie potwierdzić, że oczekiwania inwestorów odnoszące się do zysków spółek, które są odzwierciedlone w cenach akcji nie obejmują kwestii stałości zysków firm wynikającej z wielkości gotówkowego komponentu.

W prowadzonych badaniach R. Sloan wykorzystał dane udostępnione przez system Compustat i CRSP. Z analiz wyeliminowano obserwacje sprzed 1962 roku, ponieważ nie możliwe było ustalenie dla nich wysokości niegotówkowego komponentu zysków. Dlatego, też ostateczna próba składała się z 40679 obserwacji pozyskanych ze sprawozdań finansowych<sup>33</sup> i giełdy papierów wartościowych (ceny akcji).

R. Sloan rozpoczął empiryczną analizę od weryfikacji hipotezy dotyczącej jakości zysków firm. W tym celu oszacował równanie regresji, którego zadaniem miało być wyjaśnienie relacji występującej

<sup>28</sup> Ibidem, s.293-294.

<sup>29</sup> A. Riahi-Belkaoui (2003), Accounting—by Principle or Design?, Westport: Praeger Publishers, s. 73.; Należy dodać, iż w źródle, wyrazy równania oznaczone zostały indeksem „t”, który w tym przypadku pominięto w celu ujednoczenia oznaczeń.

<sup>30</sup> D.W. Collins, P. Hribar (2002), Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. Journal of Accounting Research, vol. 40, nr 1, s. 107- 110.

<sup>31</sup> Por. R. Sloan (1996), Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, Accounting Review, vol. 71, nr 3, s. 289-315; P.M. Dechow, N.V. Khimich, R.G. Sloan (2011), The Accrual Anomaly, [w:] L. Zacks (ed.), The Handbook of Equity Market Anomalies Translating Market Inefficiencies into Effective Investment Strategies (s. 23-63), New Jersey: John Wiley & Sons.

<sup>32</sup> Postawione hipotezy badawcze dotyczą analizy możliwości przyjęcia długiej pozycji na akcjach firm, w których niegotówkowy komponent zysku ma niską wartość oraz krótkiej pozycji na akcjach firm, w których niegotówkowy komponent zysku ma wysoką wartość. Taka strategia miałaby na celu wygenerowanie anormalnych stóp zwrotu z inwestycji. Dodatkowo, R. Sloan testował, czy występowanie przewidywanych, anormalnych stóp zwrotu mogłyby być skoncentrowane w momentach ogłoszenia przez firmy informacji o przyszłych zyskach.

<sup>33</sup> R. Sloan prowadząc badania na bardzo licznej populacji firm, przekształcił wielkości pozyskane ze sprawozdań finansowych tak, aby możliwe było zapewnienie porównywalności przedsiębiorstw różnej wielkości. W tym celu oszacowane wartości niegotówkowego komponentu zysków, zysków z działalności kontynuowanej oraz różnicy występującej pomiędzy tymi dwoma wielkościami zostały podzielone przez średnią wartość aktywów ogółem każdej badanej spółki.

między obecnymi i przyszłymi zyskami. Model opracowany został w analogi do równania oszacowanego w pracy R. Freemana, J. Ohlsona i S. Penmana (1982)<sup>34</sup> i otrzymał następującą postać:

$$Zyski_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Zyski + v_{t+1}$$

Model przedstawia metodę prognozy zysków przyszłego okresu na podstawie danych z okresu bieżącego. Oszacowane równanie uwzględnia zmienną „Zyski”, która w tym przypadku przedstawia stopę zwrotu z aktywów, ponieważ, jak wcześniej wspomniano R. Sloan podzielił wartość zysków przez średnią wartość aktywów ogółem, aby umożliwić porównania firm o różnej wielkości. Wyniki badań wskazują, że współczynnik  $\alpha_1$  ma wartość 0,841<sup>35</sup> co wskazuje, że ok. 84% zysków z okresu  $t$  utrzymuje się do okresu  $t+1$ . R. Sloan szacuje dodatkowe równanie regresji, ponieważ pierwszy model nie umożliwia weryfikacji postawionej hipotezy. Mianowicie, model powinien osobno uwzględniać współczynniki dla gotówkowego i niegotówkowego komponentu zysków. Dlatego też, specyfikacja drogiego równania uwzględnia dwie zmienne objaśniające:

$$Zyski_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 NKZ + \gamma_2 Zyski \text{ Gotówkowe} + v_{t+1}$$

Oszacowane równanie regresji potwierdziło przypuszczenia R. Sloana, dotyczące stałości zysku. Parametr  $\gamma_1$  miał wartość 0,765, a  $\gamma_2$  0,855<sup>36</sup>. Wyniki potwierdzają, iż zysk wynikający z przepływów gotówki charakteryzuje się większą „stałością”. Oznacza to, że niegotówkowy komponent zysku ma w istocie niższą jakość. Wyniki skomentowane zostały w następujący sposób: tylko 77% wartości niegotówkowego komponentu zysków zostanie utrzymane do następnego okresu, natomiast w przypadku gotówkowego komponentów zysku odsetek ten wynosi ok. 85%.

W dalszej części badań R. Sloan zweryfikował czy zachowania cen akcji odpowiadają decyzjom inwestycyjnym, które są podejmowane przez inwestorów. Mianowicie, ich działania powinny być związane z sytuacją przedstawioną przez drugi z wymienionych modeli. Autor badań dowodzi, iż ceny akcji nie przewidują w sposób racjonalny jakości dochodów, które uwzględniają niegotówkowy komponent<sup>37</sup>. W uproszczeniu, można stwierdzić, iż inwestorzy nie zwracają szczególnej uwagi na strukturę dochodu (w kontekście występowania niegotówkowego komponentu)<sup>38</sup>.

Podsumowując opis wybranych wniosków z badań R. Sloana, należy w uproszczeniu wyjaśnić, że inwestorzy rzadko dokładnie analizują finanse spółek i bardzo często zwracają swoją uwagę jedynie na osiągnięte przez przedsiębiorstwa zyski. Gdy podejmowane są decyzje inwestycyjne na tej podstawie, a w przyszłości okazuje się, iż spółka nie wygenerowała tak dużych zysków jak oczekiwano, to akcje są odsprzedawane, co w rezultacie doprowadza do spadku ich ceny. Analogicznie cena akcji spółek, w których zysk gotówkowy ma wysoki odsetek w zyskach ogółem, w przyszłych okresach wzrośnie. Dlatego też, przyjmowanie „pozycji długiej” na akcjach spółek, których zysk charakteryzuje się niskim udziałem niegotówkowego komponentu, oraz „krótkiej” w przypadku jednostek, których sytuacja jest

<sup>34</sup> Zob. R. Freeman, J. Ohlson, S. Penman (1982), Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation, *Journal of Accounting Research*, vol. 2, nr 2, 639-653; W tekście źródłowym autorzy korzystają ze zmiennej objaśniającej, która ma podobny charakter, lecz nie jest identyczna. Mianowicie, wykorzystano księgową stopę zwrotu z kapitału własnego.

<sup>35</sup> Wartość parametru  $\alpha_0$  była równa 0,015.

<sup>36</sup> Wartość parametru  $\gamma_0$  była równa 0,011.

<sup>37</sup> Należy wyjaśnić, że w tekście źródłowym znajduje się dokładny opis przyjętej metodyki przez R. Sloana, która pozwoliła na sformułowanie przytoczonych wniosków. Mianowicie, w badaniach m.in. zbudowano dodatkowy model, na bazie prac F. Mishkina.

<sup>38</sup> Można dodać, iż w części badań empirycznych R. Sloana wyniki wskazywały, że inwestorzy mogą przypuszczać, iż to niegotówkowy komponent zysku w większej części zostanie utrzymany do kolejnego okresu sprawozdawczego.



odwrotna może umożliwić osiągnięcie pozytywnych, anormalnych stóp zwrotu z podejmowanych inwestycji. Również na to zjawisko R. Sloan zwraca uwagę w swoich pracach.

### Występowanie anomalii rynkowej w innych krajach

Anomalia rynkowa, którą zidentyfikował R. Sloan została dostrzeżona przez naukę i stała się źródłem wielu obiecujących kierunków badań. Oczywiście jest, iż nie jest możliwe, aby wyliczyć wszystkie prace dotyczące omawianego zjawiska, ze względu na objętość niniejszego opracowania. Należy jednak podkreślić, iż R. Sloan oparł swoje badania na danych, które dotyczyły przedsiębiorstw z USA (stosujących GAAP). Dlatego też, należy dokonać krytycznej analizy możliwości występowania omawianej anomalii w przypadku spółek z innych państw. W tym celu przytoczone i przeanalizowane zostaną wybrane wnioski z prac innych autorów, którzy podjęli się próby zweryfikowania występowania zjawiska poza USA<sup>39</sup>.

Problematyka związana z przedstawionym pojęciem, w pewnym stopniu, dotyczy sposobu, w jaki przychody przedsiębiorstw są ujmowane w księgach i sprawozdaniach. Autorzy badań, którzy zidentyfikowali omawianą anomalię rynkową, przeprowadzili obliczenia w sposób, który w swojej konstrukcji (pośrednio) uwzględnił wartość przychodów. Należy również zaznaczyć, że warunkiem obecności omawianego zjawiska jest m.in. występowanie nieopłaconych należności w księgach rachunkowych przedsiębiorstw.

R. Sloan swoje badania oparł na danych, które dotyczyły jednostek gospodarczych funkcjonujących na terenie USA. Oznacza, to, iż firmy objęte analizą stosowały standardy GAAP. Można zatem domniemywać, że omawiana anomalia może nie występować w przypadku firm stosujących inne standardy rachunkowości niż GAAP.

Sprawozdania finansowe wielu europejskich firm, które pochodzą z różnych krajów Europy zawierają niezbędne elementy, aby ustalić wartość niegotówkowego komponentu zysków. Jednak istotne jest, że sama anomalia, którą zidentyfikował R. Sloan w przypadku tych przedsiębiorstw nie występuje. Na ten fakt wskazują badania przeprowadzone przez Q. Chen i Y. Jiang, którzy przeprowadzili analizę występowania omawianego zjawiska wykorzystując w tym celu dane pochodzące z 9 państw należących do G-20. Mianowicie badaniem objęto 4995 przedsiębiorstw z Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec, Włoch, Holandii, Hiszpanii, Dani, Szwecji i Szwajcarii, które działały w latach 1990-2010<sup>40</sup>.

Należy również przywołać badania przeprowadzone przez C. Kaserera i C. Klingler, które obejmowały 10 okresów sprawozdawczych (ostatni rok to 2005). Autorzy empirycznie dowiedli, że anomalia, którą zidentyfikował R. Sloan występuje w Niemczech, jednak dotyczy ona wyłącznie tych przedsiębiorstw, które sporządzają swoje sprawozdania finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), lub US-GAAP<sup>41</sup>.

Przytoczone wnioski z wybranych badań mogą poddawać w wątpliwość występowanie anomalii poza USA. Należy jednak dodać, iż bardzo wielu autorów uzyskało inne rezultaty. Na przykład M. Pincus, S. Rajgopal, M. Venkatachalam (2007) udowodnili występowanie anomalii w Australii, Kanadzie, Wielkiej Brytanii i USA. Dodatkowo z przeprowadzonych badań wynika, że anomalia występuje

<sup>39</sup> Należy zaznaczyć, iż niniejsza część pracy nie ma charakteru przeglądu literatury, ponieważ ilość dostępnych prac badawczych na zadany temat oraz ich różnorodność jest bardzo obszerna. Nie sposób zatem jest, aby wszystkie prace wymienić, na łamach jednego artykułu.

<sup>40</sup> Q. Chen, Y. Jiang (2012), The impact of mandatory IFRS adoption on accrual anomaly and earning conservatism, Economics and finance working paper series / Brunel University West London, nr 12-16, s. 9, 17-18.

<sup>41</sup> C. Kaserer, C. Klingler (2008), The Accrual Anomaly Under Different Accounting Standards – Lessons Learned from the German Experiment, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 35, nr 7-8, s. 837–859.

w innych krajach, w których stosowana jest zasada memoriałowa. Autorzy przeprowadzili dodatkowo szereg testów analizując relacje występujące pomiędzy różnymi czynnikami i występowaniem anomalii. Między innymi zasugerowano, że anomalia z większym prawdopodobieństwem występuje z państwami, w których funkcjonuje prawo zwyczajowe<sup>42</sup>.

Przytoczone wnioski z badań sugerują, iż istnieje pewne prawdopodobieństwo, że omawiana anomalia może dotyczyć również polskich firm. Mianowicie, w sprawozdaniach finansowych występują wielkości niezbędne do ustalenia wartości niegotówkowego komponentu zysków. Między innymi, ułatwiają to obowiązujące akty prawne określające chwilę, w której powstaje przychód. Ponadto, przedsiębiorstwa notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych sporządzają swoje sprawozdania finansowe zgodnie z MSSF.

Moment, w którym osoba prowadząca działalność gospodarczą w Polsce uzyskuje przychód określony jest przez zapisy wynikające z art. 14 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych. Zgodnie z tym artykułem za przychody z prowadzonej działalności gospodarczej uznaje się kwoty należne, również te, które faktycznie nie zostały otrzymane, „po wyłączeniu wartości zwróconych towarów, udzielonych bonifikat i skont”<sup>43</sup>. W praktyce oznacza to, że nawet w przypadku wystąpienia przeterminowanych należności handlowych, przedsiębiorca będzie zmuszony do zapłacenia podatku dochodowego od dokonanej sprzedaży. Dzieje się tak, ponieważ stanowi ona przychód, natomiast zwlekający z opłaceniem faktur kontrahent powinien przeprowadzić odpowiednią korektę. Należy dodać, iż przedsiębiorca, u którego figuruje taka należność może objąć ją odpisem aktualizacyjnym. Wymagane jest jednak, aby należność ta wcześniej została zaliczona w poczet przychodów należnych, jej spłata przez dłużnika nie powinna być prawdopodobna (w odniesieniu do jego kondycji finansowej) oraz nieściągalność tej należności powinna zostać uprawdopodobniona zgodnie z art. 23 ust. 3 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych. Oznacza to, iż dłużnik jest np. postawiony w stan likwidacji<sup>44</sup>.

Podobna sytuacja dotyczy jednostek gospodarczych, które prowadzą pełną księgowość. W ich przypadku moment powstania przychodu określony jest przez art. 6 ust. 1 ustawy o rachunkowości. Wspomniany akt prawny precyzuje, iż w księgach rachunkowych przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ujmuje się zgodnie z zasadą memoriałową. Oznacza to, iż w księgach przedsiębiorstwa powinny zostać ujęte wszystkie przychody w kwocie netto (bez VAT należnego), które dotyczą danego okresu sprawozdawczego bez względu na terminy ich uiszczenia<sup>45</sup>.

Wybrane wnioski z przytoczonych badań i obowiązujące akty prawne w Polsce, sugerują, iż obiecującym kierunkiem dalszych badań może być dokonanie analizy występowania anomalii rynkowej zidentyfikowanej przez R. Sloana, na próbie badawczej, do której należałyby przedsiębiorstwa funkcjonujące w Polsce.

<sup>42</sup> M. Pincus, S. Rajgopal, M. Venkatachalam (2007), The accrual anomaly: International evidence, *The Accounting Review*, vol. 82, nr 1, s.169-203; Wniosek dotyczący wpływu funkcjonowania prawa zwyczajowego na występowanie anomalii został zweryfikowany przez D. Mureşan i M.I. Pop Silaghi. Z prowadzonych badań wynika, że system prawny nie ma wpływu na występowanie omawianej anomalii rynkowej; Zob. D. Mureşan, M.I. Pop Silaghi (2014) Empirical evidence on cross-country differences in explaining accruals anomaly, *Romanian Journal of Economics*, vol. 39, s.129.

<sup>43</sup> Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 1991 Nr 80 poz. 350), Art. 14.

<sup>44</sup> Por. M. Kuźbińska (2015), Niezapłacona należność a korekta przychodów w księdze, *Gazeta Podatkowa*, Wydawnictwo Podatkowe GOFIN sp. z o.o, nr 15 (1160), s. 11.

<sup>45</sup> Por. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. nr 121 poz. 591), Art. 6, Ust. 1.

## Konkluzje

Anomalia, którą zidentyfikował R. Sloan w 1996 roku niezaprzeczalnie pozostaje bardzo interesującym zjawiskiem, zarówno z punktu widzenia nauki oraz praktyki związanej z inwestycjami. Należy jednak pamiętać o problematyce związanej z umieszczeniem omawianej anomalii oraz związanych z nią pojęć w warunkach polskiej gospodarki. Oczywistym jest, iż to stwierdzenie nie implikuje braku takiej możliwości, zwłaszcza, że wybrane metody (np. bilansowa metoda wyznaczania niegotówkowego komponentu zysków) pozwalają na oszacowanie odpowiednich wielkości niezbędnych do przeprowadzenia analiz. Niemniej jednak, w toku prowadzonego wywodu pośrednio wykazano występowanie pewnego rodzaju niespójności terminologicznej, która może utrudnić prowadzenie badań nad występowaniem omawianej anomalii w Polsce<sup>46</sup>.

Warto również przytoczyć przemyślenia autora oryginalnych badań dotyczących omawianej anomalii. Mianowicie, wskazał on na występowanie problemów w przypadku podejmowania prób wykorzystywania anomalii w celu osiągnięcia wyższych stóp zwrotu z inwestycji powołując się przy tym na badania innych autorów. Między innymi, C. Mashruwala, S. Rajgopal i T. Shevlin, dowodzą, że anomalia dotyczy akcji charakteryzujących się dużą zmiennością. Ponadto dokonywanie inwestycji, które polegałyby na wykorzystaniu omawianej anomalii wiąże się z dużymi kosztami i ryzykiem arbitrażu<sup>47</sup>. Ponadto, w wątpliwość można poddać zasadność inwestycji polegających na wykorzystaniu omawianej anomalii ze względu na brak jej istnienia. J. Green, J.R.M. Hand i M. Soliman<sup>48</sup>, w pewien sposób stwierdzają, że anomalia R. Sloana już nie występuje na rynkach. Co prawda, autorzy odcinają się od stwierdzenia, że może ona w ogóle nie istnieć, lub być nieprawidłowo zidentyfikowana (co np. może wynikać z badań, A. Krafta, A.J. Leone i Ch. Wasleya<sup>49</sup>), ale stwierdzają, że zjawisko przestaje występować na rynkach, ponieważ duże fundusze hedgingowe już wyeksploatowały możliwe do osiągnięcia korzyści<sup>50</sup>.

Należy również dodać, iż badania R. Sloana można poddać krytyce, ponieważ to inne zmienne są również ściśle związane z niegotówkowym komponentem zysku oraz przyszłymi stopami zwrotu (np. taką tezę postawili A. Kraft., A. Leone i C. Wasley<sup>51</sup>). Oznacza to, że w kontekście tego rodzaju zarzutów, można podważyć istotę oraz występowanie zjawiska, które zidentyfikował R. Sloan. Niemniej jednak, nie można zaprzeczyć, iż z punktu widzenia nauki jest ono bardzo interesujące. Dlatego też, podsumowując przedstawione rozważania, można wskazać kierunki dalszych badań. Między innymi bardzo przydatne byłoby dokładniejsze zdefiniowanie pojęcia *accruals*, które łatwo można by przenieść w warunki polskiej gospodarki. Bez wątpienia jest ono przeważnie stosowane w odniesieniu do sprawozdań finansowych firm stosujących standardy GAAP. Biorąc pod uwagę wspomnianą problematykę dotyczącą stosowania odpowiedniego terminu, również bardzo ciężko jest nadać

<sup>46</sup> Na przykład trudności w tłumaczeniu pojęcia *accruals* na język polski.

<sup>47</sup> C. Mashruwala, S. Rajgopal, T. Shevlin, (2006), Why is the accrual anomaly not arbitrated away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs, *Journal of Accounting and Economics*, vol.42, nr 1-2, s. 31.

<sup>48</sup> J. Green, J.R.M Hand, M.T. Soliman, (2009), Going, Going, Gone? The Demise of the Accruals Anomaly, *Management Science*, vol. 57, nr 5, s.797-816.

<sup>49</sup> Zob. A. Kraft, A.J. Leon i Ch. Wasley (2006), An Analysis of the Theories and Explanations Offered for the Mispricing of Accruals and Accrual Components, *Journal of Accounting Research*, vol. 44, nr 2, s. 297-339.; Autorzy wskazują m.in, że obserwacje nietypowe powinny być dokładniej przeanalizowane przed ich odrzuceniem, ponieważ mogą przyczynić się do błędnego zweryfikowania hipotez rynkowych zwłaszcza w zakresie niedoszacowania cen (mispricing).

<sup>50</sup> Do podobnych wniosków jak J. Green, J.R.M Hand, M.T. Soliman w drodze badań dochodzą M. Leippold i H.Lohre; Zob. M. Leippold, H.Lohre (2012), Data Snooping and the Global Accrual Anomaly, *Applied Financial Economics*, 2012, vol. 22, wyd. 7, s. 509-535.

<sup>51</sup> A. Kraft., A. Leone, C. Wasley. An analysis of the theories and explanations offered for the mispricing of accruals and accrual components, *Journal of Accounting Research*, vol. 44, nr 2, 2006, s. 297-339.

omawianemu zjawisku nazwę w języku polskim. W świetle przedstawionych rozważań, zjawisko można nazwać anomalią rynkową związaną z jakością przychodów osiągniętych przez przedsiębiorstwa.

Innym interesującym kierunkiem badań może być wykorzystanie obecnie istniejących metod pomiaru wartości niegotówkowego komponentu zysków i zbadanie czy zidentyfikowana anomalia przez R. Sloana występuje w przypadku polskich spółek giełdowych.

## **Market anomalies and accrual basis of accounting according to Richard Sloan's findings**

### **Summary:**

Practice often shows that certain market behaviors should not occur according to the efficient market hypothesis. These phenomena are called market anomalies. In certain situations they may be used by investors in order to bring them abnormal rates of return. The goal of this paper is to analyze and describe essential traits of an anomaly which was identified by Richard Sloan in 1996. In order to reach this objective a literature study, which includes an analysis of Richard Sloan's original papers, has been performed. The article briefly describes the most important concepts of market anomalies. Then, it includes an analysis of Richard Sloan's findings and portrays examples which refer to identified market anomaly.

**Keywords:** market anomalies, capital market, investments, accrual anomaly