

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-147-164

УДК 336.64,336.67,336.76(045)

JEL M40, M41

Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций

Е.Д. Никулин^а, А.А. Свиридов^б

Санкт-Петербургский государственный университет, Институт «Высшая школа менеджмента», Санкт-Петербург, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0003-0475-3424>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6075-4689>

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются вопросы, связанные с манипулированием прибылью (earnings management) российскими компаниями при осуществлении ими первичного размещения акций (initial public offering, далее IPO). Возможность манипулирования прибылью изначально заложена в учетные стандарты, которые допускают наличие различных учетных альтернатив. На практике манипулирование прибылью может иметь не только легальный, но и нелегальный (мошеннический) характер. Нелегальное манипулирование может приводить, в том числе, и к банкротству компаний. Учитывая возможные негативные последствия, которые может иметь манипулирование прибылью, как для самой компании, так и для ее контрагентов, представляется необходимым проводить анализ того, в каких ситуациях и с помощью каких инструментов компании склонны манипулировать прибылью. Увеличение привлеченного в компанию капитала по результатам IPO традиционно рассматривается как один из наиболее распространенных мотивов организации для манипулирования прибылью. Несмотря на то что данная проблема активно изучалась зарубежными исследователями (прежде всего, на развитых рынках), по российским компаниям подобные исследования практически отсутствуют, что обуславливает актуальность настоящей работы. Целью статьи является определение учетных инструментов манипулирования прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций. В работе исследовалась выборка, состоящая из 66 российских компаний, осуществивших IPO на российских торговых площадках в период с 2004 по 2016 г. В целях анализа для каждой из этих компаний была подобрана компания-аналог, которая не осуществляла IPO в соответствующий год. Для сбора необходимой информации использовались базы данных СКРИН, Thomson Reuters, Prequessa, Zephyr. Использовались корреляционно-регрессионный анализ и статистические тесты сравнения средних. Результаты исследования показывают, что российские компании осуществляют манипулирование прибылью в год выхода на IPO. Компании, выходящие на IPO, демонстрируют более высокие значения абнормальной дебиторской задолженности и запасов по сравнению с компаниями-аналогами, не осуществлявшими IPO в том же году. Данный результат свидетельствует о намерении компаний, размещающих акции, завысить свою прибыль. В работе также показано, что уровень манипулирования прибылью при IPO обратно взаимосвязан с последующей доходностью акций компании как на трехлетнем, так и на пятилетнем промежутках. Результаты исследования имеют значение для широкого круга внешних пользователей учетной информации компании. В частности, потенциальные инвесторы могут учитывать результаты работы при анализе компаний, акции которых они собираются приобретать, а государственные органы могут использовать соответствующие результаты для анализа целесообразности внесения изменений в учетные стандарты, а также в законодательство, регулирующее размещение ценных бумаг компаниями.

Ключевые слова: манипулирование прибылью; российские компании; первичные размещения акций; абнормальная доходность; доходность акций компании

Для цитирования: Никулин Е.Д., Свиридов А.А. Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):147-164. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-147-164

ORIGINAL PAPER

Earnings Management by Russian Companies at the Initial Public Offering

E.D. Nikulin^а, A.A. Sviridov^б

St. Petersburg State University, Graduate School of Management Institute, St. Petersburg, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0003-0475-3424>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6075-4689>

ABSTRACT

The article discloses the issues related to the manipulation of earnings (earnings management) by Russian companies at the initial public offering (the initial public offering, hereinafter IPO). The ability to manage earnings is initially embedded in accounting standards that allow various accounting alternatives. The earnings management virtually can be not

only legal, but also illegal (fraudulent). Illegal earnings management can also lead to bankruptcy. Considering possible negative effect for both the company and its counterparties, it should be analyzed when the earnings management is used and by what means. The increase in capital attracted to a company as a result of IPO is traditionally regarded as one of the most common reasons for the earnings management. The issue has been actively studied by foreign researchers (primarily in developed markets) while Russian companies basically lack such studies. This fact makes the current work relevant. The objective of the article is to determine the accounting tools for the earnings management in Russian companies at the initial public offering. The research has used a sample of 66 Russian companies that carried out IPOs on Russian trading floors from 2004 to 2016. For the analysis, a peer company which did not make an IPO in the corresponding year was selected for each of these companies. The necessary information has been collected from the SKRIN, Thomson Reuters, Prequca and Zephyr databases. Correlation and regression analysis and mean-comparison statistical tests have been used. According to the study results, Russian companies manage earnings in the year of their IPO. In the same year, the IPO companies show higher values of abnormal receivables and inventories compared to the peers which did not make an IPO. This result indicates the intention of the companies offering the shares to inflate their profits. The article also shows that the earnings management level of IPO firms is inversely related to the subsequent profitability of the company's shares both within three-year and five-year periods. The research results are significant for a wide range of external users of the company's accounting information. In particular, potential investors can consider the results while analyzing the firms whose shares they intend to buy at the IPO. Government bodies can use the relevant results to analyze the feasibility of changes in accounting standards, as well as in the legislation regulating the placement of securities by companies.

Keywords: earnings management; Russian companies; initial public offerings; abnormal returns; company stock returns

For citation: Nikulin E.D., Sviridov A.A. Earnings management by Russian companies at the initial public offering. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(1):147-164. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-147-164

ВВЕДЕНИЕ

Концепция манипулирования прибылью

Показатель прибыли является одним из ключевых индикаторов, характеризующих деятельность организации. По этой причине он может оказывать влияние на принятие решений в отношении компании внешними контрагентами. Поскольку прибыль является учетным показателем, правила ее расчета регламентируются действующими учетными стандартами, которые допускают определенную степень свободы при выборе способов учета (например, выборе метода начисления амортизации или метода учета запасов). В результате у менеджмента компаний появляется возможность воздействовать на показатель прибыли для достижения своих частных целей, т.е. манипулировать прибылью. Согласно наиболее распространенному определению, введенному K. Schipper, манипулирование прибылью можно определить, как целенаправленное вмешательство в процесс подготовки внешней финансовой отчетности с целью достижения частной цели (выгоды) [1]. К числу мотивов для манипулирования прибылью можно отнести, например, стремление менеджеров увеличить свое вознаграждение, если оно поставлено в зависимость от финансовых показателей компании; намерение компании выполнить условия кредитных ковенантов, получить государственные субсидии и т.д. [2].

Несмотря на то что, согласно представленному определению, манипулирование прибылью пред-

ставляет собой легальный процесс, на практике оно может включать в себя и нелегальные действия. О нелегальном манипулировании прибылью говорят, когда менеджмент использует запрещенные учетными стандартами и правилами процедуры. К нелегальному манипулированию, в частности, могут быть отнесены такие действия менеджеров, как учет неполученной выручки (фиктивные продажи) и манипуляции со счетами-фактурами с целью изменения даты признания дохода и расхода [3]. Примерами мошенничества могут служить получившие широкую огласку корпоративные скандалы начала 2000-х гг., связанные с крупными американскими и европейскими компаниями.

Существуют две основных группы методов, с помощью которых компании осуществляют манипулирование прибылью: на основе начислений (accrual-based earnings management) и на основе реальных операций (real earnings management). Манипулирование прибылью на основе начислений происходит с помощью учетных инструментов (изменения в начислениях организации), а манипулирование прибылью на основе реальных операций — через совершение реальных трансакций (перепроизводство, урезание расходов и т.д.) [4].

Выделяют несколько учетных статей, наиболее часто используемых в рамках манипулирования прибылью. К ним относится, например, резерв по сомнительным долгам. Решение о начислении резерва зачастую зависит от профессионально-

го суждения менеджеров о качестве дебиторской задолженности. Как выявили в своей работе М. McNichols и G. P. Wilson, менеджеры недоначи- сляют этот резерв для увеличения декларируемой прибыли в случае, если реальная прибыль отчетного периода ниже обычного для компании значения [5]. Другой статьей, используемой для манипулирова- ния прибылью, являются расходы на исследования и разработки (R&D). Согласно российским и между- народным стандартам учета компании могут как капитализировать свои затраты на исследования (при соблюдении ряда условий), так и списывать их на расходы текущего отчетного периода. В работе G. Markarian, L. Pozza и A. Prencipe показано, что капитализация или списание затрат на исследо- вания и разработки могут служить инструментом сглаживания прибыли [6]. Менеджеры также могут применять для манипулирования прибылью и убыт- ки от обесценения активов. Оценка справедливой стоимости активов зачастую предполагает исполь- зование профессиональных суждений, которые могут быть использованы для манипулирования прибылью, что продемонстрировано в работе X. Liu и Y. Yu [7].

Отметим, что в большинстве исследований по проблематике манипулирования прибылью в цент- ре внимания находится легальное (законное) ма- нипулирование. Однако важно подчеркнуть, что существующие на данный момент методы позво- ляют оценить уровень манипулирования прибылью конкретной компании, но при этом не дают возмож- ности определить, происходило ли в этой компании легальное или нелегальное манипулирование. По этой причине в настоящей работе решается задача выявления признаков общего манипулирования прибылью компанией при IPO (без разделения его на легальное и нелегальное).

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ КАК МОТИВ ДЛЯ МАНИПУЛИРОВАНИЯ ПРИБЫЛЬЮ

IPO представляет собой один из ключевых ситуа- ционных мотивов для манипулирования прибы- лью. В классической трактовке под IPO понимает- ся размещение, при котором компания впервые выпускает свои акции на рынок, где их может приобрести широкий круг инвесторов [8]. Помимо непосредственно вывода акций на фондовый ры- нок, компания также претерпевает существенные изменения в процессах функционирования, вы- званные переходом из статуса «частной» в статус «публичной». Основной целью менеджмента ком- пании, осуществляющей IPO, можно считать мак-

симизацию привлеченного во время размещения акций капитала.

Одной из наиболее важных задач для инвесто- ров во время IPO является оценка размещающей акции фирмы до начала торгов. Компании, осу- ществляющие IPO, часто находятся на начальных этапах своего развития, поэтому выработка прог- ноза будущих денежных потоков и, соответствен- но, использование метода дисконтированных де- нежных потоков (DCF) для них затруднительны. Из-за этого участники рынка, впервые оценивая компанию, вынуждены использовать для этой оценки текущие учетные показатели. Важнейшим документом, предлагаемым со стороны компании потенциальным инвесторам, является проспект эмиссии. В нем размещается финансовая отчет- ность компании, которая становится ключевым источником информации о текущем положении дел в компании. В целом можно утверждать, что данные, публикуемые в финансовой отчетности компании, в период осуществления первичного размещения приобретают большой вес.

Поскольку отчетность предоставляется ком- панией, у менеджмента могут возникать мотивы для манипулирования прибылью. Иными словами, у менеджмента возникает мотивация увеличить денежные поступления от IPO посредством завыше- ния прибыли в отчетности. Отметим, что высокая первоначальная оценка компании также выгодна и ее владельцам: она увеличивает стоимость тех акций, которые остаются у них на руках, и в то же время позволяет им осуществить продажу той доли, которую они решили реализовать при IPO, по более высокой цене [9]. Поэтому можно предположить, что и собственники компании могут быть заинте- ресованы в манипулировании прибылью при IPO.

Исследования американского и европейско- го рынков показывают, что компании прибегают к учетным инструментам манипулирования прибы- лью в связи с IPO, чтобы показать потенциальным инвесторам более высокую прибыль [10, 11]. При этом среди исследователей нет единого мнения по поводу того, в какой момент времени осуществля- ется манипулирование. Теоретически компания может прибегать к манипулированию прибылью до IPO, в год IPO или после IPO. Многие исследователи, например J. M. Friedlan, рассматривают год IPO как основной период манипулирования прибылью [10, 11]. Некоторые авторы, однако, предполагают, что компании осуществляют манипулирование прибылью заранее, чтобы показать необходимые цифры в последнем предшествующем IPO ком- плексе отчетности. На этом строится, в частности,

работа A. Premti [12]. Манипулирование прибылью после IPO может быть связано с желанием менеджмента соответствовать выдвинутому в отношении компании прогнозам аналитиков или быть обусловлено длительностью периода, в рамках которого собственники компании не могут избавляться от имеющихся у них акций (lock-up периода) [13].

Что касается конкретных учетных статей, подвергающихся манипулированию, существует эмпирическое подтверждение тому, что компании занижают объем сомнительной дебиторской задолженности как в году, предшествующем IPO, так и в год размещения акций [14]. При выходе на IPO компании также занижают и величину расходов на амортизацию, например, посредством изменения метода начисления амортизации [15]. Подобные действия приводят к росту показателя прибыли.

Отдельного внимания в контексте IPO заслуживает проблема пониженной долгосрочной доходности акций (long-run underperformance). Данный феномен хорошо известен и наблюдался в различных странах и отраслях промышленности на протяжении ряда лет [18, 19]. Одним из вероятных объяснений пониженной долгосрочной доходности акций после IPO можно считать манипулирование прибылью. В литературе имеются подтверждения того, что компании, манипулирующие прибылью в момент IPO, показывают более низкую доходность акций в последующие годы. В частности, S. H. Teo, I. Welch и T. J. Wong [11] сравнивают доходность акций компаний, которые осуществляли завышение прибыли в год IPO (т.е. использовавших агрессивные методы учета), и компаний, применявших, наоборот, консервативные методы учета. Результаты сравнения свидетельствуют о том, что агрессивный учет приводит к более низкой доходности акций в трехлетний период, чем консервативный. В среднем в долгосрочном периоде доходность акций завышавших прибыль фирм на 15–30% ниже, чем у тех компаний, которые не прибегали к завышению прибыли.

Взаимосвязь манипулирования прибылью и пониженной долгосрочной доходности акций объяснима. Инвесторы, руководствуясь информацией о прибыли, которую они получают из отчетности компании, платят слишком высокую цену за акции при их первичном размещении. Однако следствием завышения прибыли в определенном отчетном периоде с помощью учетных методов является эффект сворачивания начислений (reversal of accruals). Его суть состоит в следующем. Компания изначально показывает высокую прибыль из-за того, что ее затраты отражаются в учете как активы, а не как

расходы. Однако в последующие отчетные периоды в соответствии с правилами учета начисленные статьи начинают списываться в расходы, что обуславливает уменьшение прибыли [20]. Кроме этого, новые прогнозы аналитиков, а также информация, публикуемая в СМИ, могут приводить к пересмотру перспектив компании инвесторами. В итоге цена акций компании, как правило, падает. Таким образом, доходность акций у компаний, осуществивших IPO, становится ниже.

В центре внимания настоящей работы находится проблема манипулирования прибылью российскими компаниями при осуществлении IPO на российских площадках. Проведенное исследование является одним из первых в России по данной теме. В настоящей работе поставлены следующие задачи:

1. Проверить наличие манипулирования прибылью при IPO на российском рынке и определить, в какой момент времени оно осуществляется.
2. Идентифицировать учетные статьи, используемые российскими компаниями для манипулирования прибылью при осуществлении IPO.
3. Эмпирически проверить предположение о наличии обратной связи между пониженной долгосрочной доходностью акций после IPO и манипулированием прибылью в момент размещения акций.

ВЫБОРКА ИССЛЕДОВАНИЯ

Для решения задач исследования была собрана выборка, состоящая из российских компаний, которые осуществляли свое первичное размещение акций на российских площадках (ММВБ и РТС) в период с 2004 по 2016 г. Отказ от иностранных IPO российских компаний продиктован желанием сконцентрироваться в рамках исследования на российском рынке. Стоит отметить, что в случае, если компания использовала двойной листинг (dual listing), размещая свои акции как на отечественных, так и на зарубежных площадках, она попадала в выборку. Размещения, информация о которых не публиковалась в открытых источниках и базах данных, как IPO не рассматривались. Также не рассматривались и дополнительные выпуски акций, или вторичные публичные размещения (follow-on offerings). Источниками информации для формирования выборки послужили базы Prequessa, Thomson Reuters Eikon, Zephyr и СКРИН.

Период наблюдения, рассматриваемый в данном исследовании, охватывает промежуток с 2004 по 2016 г. Выбор 2004 г. в качестве начального периода

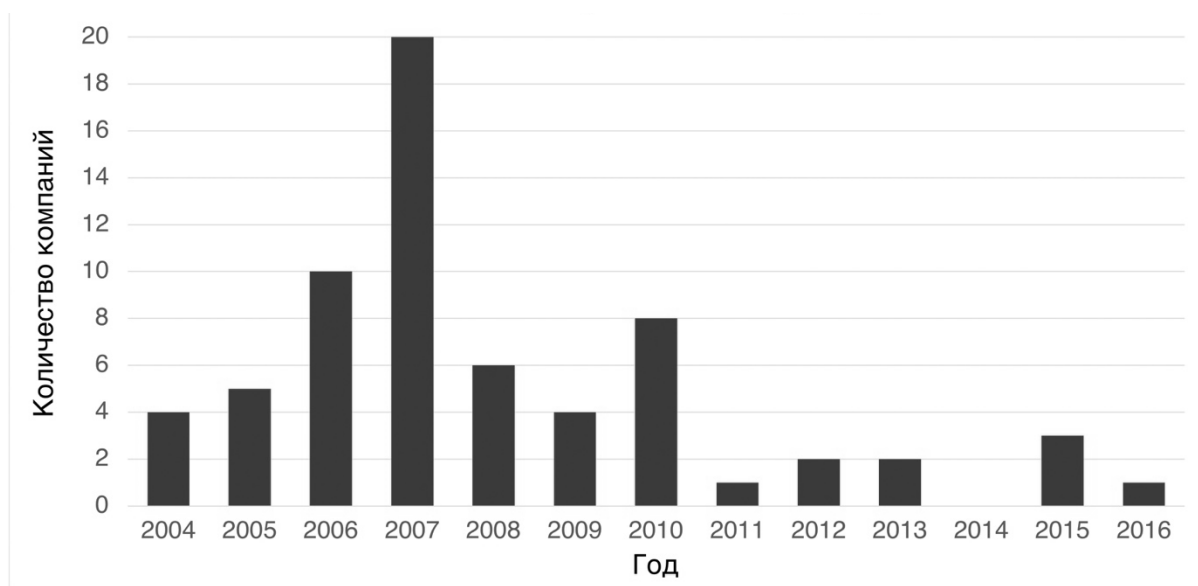


Рис. 1 / Fig. 1. Количество компаний в выборке в разные годы осуществления IPO / The sample of companies in different years of the IPO

Источник / Source: База данных Zephyr. URL: <http://zephyr.bvdinfo.com/> (дата обращения: 11.04.2018) / Zephyr database. URL: <http://zephyr.bvdinfo.com/> (accessed on 11.04.2018).

наблюдения обусловлен в первую очередь тем, что к этому году экономика стабилизировалась после кризисных явлений 1990-х гг., в особенности кризиса 1998 г. и его последствий. Как отмечено в работе N. Robinson [21], многие крупные российские компании начиная с 2003 г. стали демонстрировать свою заинтересованность в притоке инвестиций, в том числе и зарубежных, и взаимодействии с иностранными рынками, чего не наблюдалось в турбулентные для экономики 1990-е гг. (первое классическое российское IPO принято датировать 2002 г., когда свои акции разместила компания «Вимм-Билль-Данн» [8]). Более поздние IPO (2017 и 2018 гг.) исключались из-за недоступности финансовой отчетности компаний за эти годы на момент проведения исследования.

Из выборки были исключены компании финансового сектора, в частности банки, из-за специфики осуществляемой ими деятельности. Обязательным критерием отбора компаний в выборку было наличие финансовой отчетности за три года: в год IPO (t), в предшествующий IPO год ($t - 1$) и в год, следующий за IPO ($t + 1$). В окончательную выборку вошли 66 компаний. В исследовании использовалась отчетность, составленная в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ).

Распределение компаний выборки по году осуществления IPO представлено на рис. 1. Как видно, пик IPO в России наблюдается в середине 2000-х гг.

Наибольшее количество первичных размещений произошло в 2007 г., когда на рынок вышли 20 новых компаний.

Для целей исследования в дополнение к выборке компаний, осуществивших IPO, была создана также и выборка компаний-аналогов. В соответствии с предыдущими исследованиями [15] аналоги отбирались согласно отраслевой принадлежности и объему активов, который должен был отличаться от величины активов компании, для которой подбирался аналог, не более чем на 50%¹.

Отраслевая принадлежность компаний определялась согласно первым двум цифрам кода ОКВЭД. Деятельность компании в соответствии с данной классификацией подразделяется на основную и вспомогательную: 32 аналога соответствуют компаниям из выборки по основной деятельности, 26 — по вспомогательной, кроме того, в ряде случаев (8 компаний) код ОКВЭД компании и ее аналога не совпадают. Это связано с тем, что код ОКВЭД может давать неверное представление о роде деятельности компании [22]. Поэтому данные об отраслевой принадлежности также дополнительно проверялись через информацию в базах данных (Thomson Reuters) и годовые отчеты компаний. В каждом из случаев, когда код ОКВЭД компании-

¹ В нескольких случаях, ввиду отсутствия подходящего аналога, условие соответствия величины активов могло нарушаться.

аналога не соответствует коду ОКВЭД компании из основной выборки, деятельность компании-аналога совпадает с деятельностью компании, осуществившей IPO, по Thomson Reuters Business Classification.

Так, например, аналогом для ПАО «Энел Россия» (ОАО «ОГК-5»), осуществившего IPO в 2006 г., является ПАО «МосЭнерго». Данные компании относятся по основной деятельности к коду ОКВЭД 35 «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха», а также к энергетическому сектору по классификации Thomson Reuters. По информации на 2006 г., активы ПАО «Энел Россия» составляли приблизительно 51 млрд руб., а активы ПАО «МосЭнерго» — 54 млрд руб. Таким образом, ПАО «МосЭнерго» является аналогом для ПАО «Энел Россия» как по критерию отраслевой принадлежности, так и по критерию размера компании.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Наиболее распространенной моделью, позволяющей оценить осуществление менеджментом компании манипулирования прибылью, является модель Джонс. Модель многократно использовалась другими авторами, в частности в исследованиях, посвященных IPO [10, 11, 23].

Модель Джонс оценивает манипулирование прибылью на основе начислений. Начисления представляют собой разницу между чистой прибылью и операционным денежным потоком компании [24]:

$$ACC_{i,t} = NI_{i,t} - OCF_{i,t}, \quad (1)$$

где $ACC_{i,t}$ — совокупные начисления компании i в период t ;

$NI_{i,t}$ — чистая прибыль компании i в период t ;

$OCF_{i,t}$ — операционный денежный поток компании i в период t .

Совокупные начисления компании в определенном отчетном периоде состоят из нормальных и абнормальных (дискреционных) начислений. Нормальные начисления являются следствием выполнения компанией своей операционной деятельности и неизбежны. Абнормальные начисления теоретически не должны существовать, и по этой причине их трактуют в качестве меры манипулирования прибылью. Если абнормальные начисления положительны, то компания, возможно, прибегает к завышению прибыли в данном отчетном периоде; если же они отрицательны, то прибыль, вероятно, занижается.

Модель Джонс отражает зависимость между начислениями компании и основными показателями ее операционной деятельности и имеет следующий вид:

$$TACC_{i,t} = \beta_1 \times (1 / TA_{i,t-1}) + \beta_2 \times SALES_TA_{i,t} + \beta_3 \times PPE_TA_{i,t} + e_{i,t}, \quad (2)$$

где $TACC_{i,t}$ — совокупные начисления компании i в период t , отнесенные к активам компании i на конец предыдущего периода $t - 1$;

$TA_{i,t-1}$ — активы компании i на конец периода $t - 1$;

$SALES_TA_{i,t}$ — изменение выручки компании i в период t по сравнению с периодом $t - 1$, отнесенное к активам компании i на конец предыдущего периода $t - 1$;

$PPE_TA_{i,t}$ — основные средства компании i на конец периода t , отнесенные к активам компании i на конец предыдущего периода $t - 1$.

Все переменные модели Джонс отнесены к величине активов компании на конец предыдущего года, что позволяет учесть разницу в размере компаний в выборке. Неизвестные коэффициенты регрессии $\beta_{1...3}$ в модели Джонс оценивались по всей панели. Затем с использованием полученных коэффициентов рассчитывался нормальный уровень начислений для каждого наблюдения в выборке. Дискреционные начисления представляют собой разницу между фактическими совокупными начислениями компании в определенном периоде и совокупными начислениями, оцененными при помощи модели:

$$AEM_{i,t} = TACC_{i,t} - \overline{TACC_{i,t}}, \quad (3)$$

где $AEM_{i,t}$ — дискреционные начисления компании i в год t , отнесенные к активам компании i на конец года $t - 1$;

$TACC_{i,t}$ — совокупные начисления компании i в период t , отнесенные к активам компании i на конец предыдущего периода $t - 1$;

$\overline{TACC_{i,t}}$ — предсказанные по модели Джонс нормальные совокупные начисления компании i в период t , отнесенные к активам компании i на конец предыдущего периода $t - 1$.

Для оценки того, использует ли менеджмент манипулирование прибылью при IPO, помимо основной выборки была также исследована выборка компаний-аналогов, не осуществляющих первичное размещение акций в данный или предыдущий год. Поэтому оценка модели Джонс и последующий расчет дискреционных начислений производились для двух

выборок. Для выборки аналогов переменная дискреционных начислений называется $AEM_ANALOG_{j,t}$.

Полученные значения дискреционных начислений для основной выборки и выборки аналогов сравнивались между собой для каждого из трех периодов времени с помощью t -тестов сравнения средних.

После построения модели для совокупных начислений также были отдельно исследованы учетные статьи, которые могут подвергаться манипулированию при IPO. В данной работе был применен подход к оценке уровней учетных статей, реализованный авторами в [15]. Оценивались абнормальные уровни дебиторской задолженности, запасов, кредиторской задолженности, а также коммерческих и управленческих расходов. В каждом случае полученные средние абнормальные значения по конкретной учетной статье сравнивались для основной выборки и выборки аналогов.

Для оценки нормального уровня дебиторской задолженности на конец определенного года величина дебиторской задолженности на конец предыдущего года умножалась на прирост выручки компании. Таким образом, именно прирост выручки характеризует ту величину, на которую теоретически должна увеличиться дебиторская задолженность в следующем периоде. Абнормальная дебиторская задолженность находится как разность между реальной величиной дебиторской задолженности на конец определенного года и расчетной величиной дебиторской задолженности на конец того же года:

$$UAR_{i,t} = \left(AR_{i,t} - AR_{i,t-1} \times \frac{SALES_{i,t}}{SALES_{i,t-1}} \right) / TA_{i,t-1}, \quad (4)$$

где $UAR_{i,t}$ — абнормальная дебиторская задолженность компании i на конец периода t ;

$AR_{i,t}$ — дебиторская задолженность компании i на конец периода t ;

$AR_{i,t-1}$ — дебиторская задолженность компании i на конец периода $t - 1$;

$SALES_{i,t}$ — выручка компании i в период t ;

$SALES_{i,t-1}$ — выручка компании i в период $t - 1$;

$TA_{i,t-1}$ — величина активов компании i на конец периода $t - 1$.

Как и в модели Джонс, абнормальная дебиторская задолженность относится к активам компании для того, чтобы устранить влияние размера фирмы. Для выборки компаний-аналогов показатель абнормальной дебиторской задолженности рассчитывался таким же образом; переменная обозначается $UAR_ANALOG_{j,t}$.

В отличие от дебиторской задолженности, которая относится к выручке, запасы соотнесены к изменению себестоимости:

$$UINV_{i,t} = \left(INV_{i,t} - INV_{i,t-1} \times \frac{COGS_{i,t}}{COGS_{i,t-1}} \right) / TA_{i,t-1}, \quad (5)$$

где $UINV_{i,t}$ — абнормальные запасы компании i на конец периода t ;

$INV_{i,t}$ — запасы компании i на конец периода t ;

$INV_{i,t-1}$ — запасы компании i на конец периода $t - 1$;

$COGS_{i,t}$ — себестоимость для компании i в период t ;

$COGS_{i,t-1}$ — себестоимость для компании i в период $t - 1$.

Нормальный уровень запасов рассчитывается как запасы предыдущего периода, умноженные на прирост себестоимости. Для выборки компаний-аналогов показатель абнормальных запасов рассчитывался таким же образом; переменная обозначается $UINV_ANALOG_{j,t}$.

Кредиторская задолженность также соотнесена с изменением себестоимости:

$$UAP_{i,t} = \left(AP_{i,t} - AP_{i,t-1} \times \frac{COGS_{i,t}}{COGS_{i,t-1}} \right) / TA_{i,t-1}, \quad (6)$$

где $UAP_{i,t}$ — абнормальная кредиторская задолженность компании i на конец периода t ;

$AP_{i,t}$ — кредиторская задолженность компании i на конец периода t ;

$AP_{i,t-1}$ — кредиторская задолженность компании i на конец периода $t - 1$.

Для выборки компаний-аналогов показатель абнормальной кредиторской задолженности рассчитывался таким же образом; переменная имеет следующее обозначение: $UAP_ANALOG_{j,t}$.

Наконец, взятые вместе коммерческие и управленческие расходы соотнесены с изменением выручки:

$$UCAE_{i,t} = \left(CAE_{i,t} - CAE_{i,t-1} \times \frac{SALES_{i,t}}{SALES_{i,t-1}} \right) / TA_{i,t-1}, \quad (7)$$

где $UCAE_{i,t}$ — абнормальные коммерческие и управленческие расходы компании i в период t ;

$CAE_{i,t}$ — коммерческие и управленческие расходы компании i в период t ;

$CAE_{i,t-1}$ — коммерческие и управленческие расходы компании i в период $t - 1$.

Для выборки компаний-аналогов показатель абнормальных коммерческих и управленческих

расходов рассчитывался таким же образом; переменная обозначается $UCAE_ANALOG_{j,t}$.

На последнем этапе исследования проводился анализ взаимосвязи манипулирования прибылью при IPO и долгосрочной доходности акций компаний. Анализ избыточной доходности был осуществлен с помощью метода «купить-держать», (buy-and-hold abnormal return, далее — $BHAR$). Этот метод часто используется в литературе, связанной с исследованиями пониженной долгосрочной доходности при IPO [18, 11, 25]. К достоинствам метода $BHAR$ относят прежде всего его соответствие реальной стратегии инвестирования: в отличие от метода расчета кумулятивной абнормальной доходности CAR , метод $BHAR$ не предусматривает постоянного (ежемесячного) балансирования портфеля.

Метод «купить-держать» измеряет среднюю доходность, получаемую инвестором, вкладывающим деньги во все компании, с которыми связано определенное событие (в нашем случае — IPO), и продающим акции через заранее определенный одинаковый промежуток времени [25]. Эта доходность затем сравнивается с доходностью от аналогичных операций с акциями компаний, не связанных с данным событием. В результате вычисляется абнормальная доходность. В случае, если она статистически значима и положительна, можно утверждать, что стратегия инвестирования в компании, с которыми было связано событие, оказалась успешной. Формула для вычисления абнормальной доходности методом $BHAR$ в месяце T , имеет следующий вид:

$$BHAR_T = \frac{\sum_{i=1}^N (\prod_{t=0}^T (1+r_{i,t}) - \prod_{t=0}^T (1+m_{i,t}))}{N}, \quad (8)$$

где $BHAR_T$ — абнормальная доходность по методу $BHAR$ в месяце T ;

$r_{i,t}$ — доходность акции компании i в месяце t ;

$m_{i,t}$ — доходность рыночного индекса ММВБ в месяце t ;

N — количество компаний.

Измерение $BHAR$ производилось в конце первого, третьего и пятого годов (двенадцати, тридцати шести, шестидесяти месяцев) после IPO. Месяц принимался равным 22 торговым дням. Перечень торговых дней сверялся с торговым календарем ММВБ.

В качестве альтернативной стратегии для инвестора рассматривалась стратегия инвестирования в рыночный портфель, поэтому в качестве $m_{i,t}$ использовалась доходность рыночного индекса ММВБ. Рыночный индекс является адекватной мерой того

альтернативного варианта портфеля, в который мог бы вложиться инвестор, покупающий акции компаний при первичных размещениях [18]. Рыночная доходность также в каждом случае корректировалась на бету компании, осуществляющей IPO, чтобы избежать влияния разной степени риска, присущего различным ценным бумагам на рынке.

Чтобы проверить возможную взаимосвязь между манипулированием прибылью в момент IPO и долгосрочной доходностью акций, были построены две регрессионные модели. В литературе не существует единой базовой модели для пониженной долгосрочной доходности: разные работы выдвигают свои версии независимых переменных, определяющих $BHAR$. В данной работе модели по аналогии с [11, 26] имели следующий вид:

$$BHAR_{36_i} = \alpha_0 + \alpha_1 \times AEM_i + \alpha_2 \times Size_i + \alpha_3 \times \Delta NI_i + \varepsilon_i, \quad (9)$$

где $BHAR_{36_i}$ — 36-месячный $BHAR$ для компании i ;

AEM_i — дискреционные начисления для компании i в год IPO;

$Size_i$ — размер компании i , рассчитанный как натуральный логарифм активов компании i в период, предшествующий IPO ($t - 1$);

ΔNI_i — изменение чистой прибыли компании i в год осуществления IPO t по сравнению с предыдущим годом $t - 1$.

$$BHAR_{60_i} = \beta_0 + \beta_1 \times AEM_i + \beta_2 \times Size_i + \beta_3 \times \Delta NI_i + \varepsilon_i, \quad (10)$$

где $BHAR_{60_i}$ — 60-месячный $BHAR$ для компании i ;

AEM_i — дискреционные начисления для компании i в год IPO;

$Size_i$ — размер компании i , рассчитанный как натуральный логарифм активов компании i в период, предшествующий IPO ($t - 1$);

ΔNI_i — изменение чистой прибыли компании i в год осуществления IPO t по сравнению с предыдущим годом $t - 1$.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В табл. 1 и 2 приведена описательная статистика для компаний основной выборки и выборки компаний-аналогов. Даны сводные показатели за три года наблюдений.

Как видно из табл. 1 и 2, абнормальные начисления как для основной выборки, так и для выборки компаний-аналогов на трехлетнем периоде наблюдений приобретают как положительные, так и отрицательные значения. Это явление можно объяснить, с одной стороны, намерением завязать свою прибыль перед IPO, а с другой стороны, дейст-

Таблица 1 / Table 1

Описательная статистика для компаний основной выборки / Descriptive statistics for mainstream companies

Переменная / Variable	Среднее / Average	Стандартное отклонение / Standard deviation	Минимальное значение / Minimum value	Максимальное значение / Maximum value
$TACC_{i,t}$	0,0272	0,1582	-0,5302	0,3943
$(1/TA_{i,t-1})$	$1,22 \times 10^{-6}$	$5,27 \times 10^{-6}$	$1,11 \times 10^{-9}$	$5,96 \times 10^{-5}$
$SALES_TA_{i,t}$	0,0515	0,0912	-0,1913	0,4192
$PPE_TA_{i,t}$	0,2324	0,2549	0	1,047
$AEM_{i,t}$	0,0785	0,5370	-3,0960	3,9437
$UAR_{i,t}$	0,0211	0,0956	-0,3149	0,3996
$UINV_{i,t}$	0,0007	0,0295	-0,0995	0,0941
$UAP_{i,t}$	0,0037	0,0864	-0,3152	0,3015
$UCAE_{i,t}$	0,0028	0,0196	-0,0654	0,0692
$BHAR_{36}$	-0,2649	0,6300	-1,4091	1,6128
$BHAR_{60}$	-0,3942	1,0769	-2,0482	3,3318
$Size_{i,t}$	16,4720	1,9520	12,4399	20,6178
$\Delta NI_{i,t}$	-0,0158	0,0888	-0,2882	0,2450

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 2 / Table 2

Описательная статистика для выборки компаний-аналогов / Descriptive statistics for peer companies

Переменная / Variable	Среднее / Average	Стандартное Отклонение / Standard deviation	Минимальное значение / Minimum value	Максимальное значение / Maximum value
$TACC_{j,t}$	0,0856	0,3030	-1,2934	1,5493
$(1/TA_{j,t-1})$	$2,49 \times 10^{-7}$	$4,08 \times 10^{-7}$	$1,37 \times 10^{-9}$	$2,67 \times 10^{-6}$
$SALES_TA_{j,t}$	0,1509	0,2298	-0,5204	0,9721
$PPE_TA_{j,t}$	0,2690	0,2238	0	0,9779
$AEM_ANALOG_{j,t}$	0,0029	0,2472	-1,3476	1,1366
$UAR_ANALOG_{j,t}$	0,0191	0,0956	-0,4314	0,5269
$UINV_ANALOG_{j,t}$	-0,0003	0,0394	-0,1383	0,1230
$UAP_ANALOG_{j,t}$	0,0030	0,0714	-0,2420	0,2140
$UCAE_ANALOG_{j,t}$	-0,0013	0,0325	-0,1100	0,1077

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 3 / Table 3

Результаты оценивания модели Джонс для основной выборки / Jones model estimation results for the main sample

	Коэффициент / Coefficient	t	P-value
$(1 / TA_{i,t-1})$	250,53	0,03	0,974
$SALES_TA_{i,t}$	0,0329	16,39	0,000
$PPE_TA_{i,t}$	0,0005	0,01	0,994
F-статистика Фишера			89,55
P-value (P-значение)			0,0000
Коэффициент детерминации (R-квадрат)			0,5922

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 4 / Table 4

Результаты оценивания модели Джонс для выборки аналогов / Jones model estimation results for the peer companies sample

	Коэффициент / Coefficient	t	P-value
$(1 / TA_{j,t-1})$	223 313,5	5,23	0,000
$SALES_TA_{j,t}$	0,2284	6,67	0,000
$PPE_TA_{j,t}$	-0,0531	-0,95	0,344
F-статистика Фишера			38,96
P-value (P-значение)			0,0000
Коэффициент детерминации (R-квадрат)			0,3760

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

вием эффекта сворачивания начислений из-за манипулирования прибылью в предыдущие периоды.

Для обеих выборок была оценена модель Джонс (табл. 3 и 4). По результатам тестов Вальда и Бреуша–Пагана использовалась модель сквозной регрессии (pooled regression).

Оцененная в результате регрессионного анализа модель Джонс значима для обеих выборок. Далее было проведено сравнение средних значений показателей дискреционных начислений для двух выборок компаний с помощью *t*-теста, чтобы проверить наличие статистически значимого различия между дискреционными начислениями основной выборки и дискреционными начислениями выборки аналогов. Кроме того, сравнение абнормальных значений на этом этапе исследования производилось не только для компаний в целом (совокупные абнормальные начисления), но и для отдельных учетных статей (абнормальная дебиторская задолженность) и т.д.

Результаты приведены в табл. 5 (для года осуществления IPO), табл. 6 (для следующего после IPO года) и в табл. 7 (для предшествующего IPO года).

Согласно полученным данным (см. табл. 5) дискреционные начисления российских компаний в год IPO при уровне значимости в 0,05 статистически значимо отличаются от дискреционных начислений аналогичных им компаний. В остальные годы статистически значимых отличий не наблюдается (см. табл. 6 и 7). Таким образом, российские компании, осуществляющие IPO, вероятно, манипулируют прибылью в год первичного размещения акций.

Что касается отдельных учетных статей, статистически значимое различие между выборкой компаний, осуществляющих IPO, и выборкой их аналогов, было обнаружено только в год IPO в двух учетных статьях — дебиторской задолженности и запасов. Согласно данным табл. 5 можно констатировать,

Таблица 5 / Table 5

Результаты *t*-теста для абнормальных значений в год IPO / *T*-test results for abnormal values in the year with IPO

	Выборка 1: компании, выходящие на IPO / Sample 1: IPO companies	Выборка 2: компании-аналоги / Sample 2: peer companies	Разница в значениях (1)–(2) / Difference in values (1)–(2)	Предполагаемый знак / Estimated sign	<i>P</i> -value
<i>AEM</i>	0,1634	–0,0679	0,2313	+	0,0026
<i>UAR</i>	0,0282	0,0114	0,0168	+	0,0495
<i>UINV</i>	0,0068	0,0011	0,0057	+	0,0565
<i>UAP</i>	0,0107	0,0087	0,0020	+	0,4062
<i>UCAE</i>	0,0039	–0,0014	0,0053	–	0,8386

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 6 / Table 6

Результаты *t*-теста для абнормальных значений в год IPO+1 / *T*-test results for abnormal values in the year with IPO +1 year

	Выборка 1: компании, выходящие на IPO / Sample 1: IPO companies	Выборка 2: компании-аналоги / Sample 2: peer companies	Разница в значениях (1)–(2) / Difference in values (1)–(2)	Предполагаемый знак / Estimated sign	<i>P</i> -value
<i>AEM</i>	–0,0061	0,0133	–0,0194	+	0,6019
<i>UAR</i>	0,0258	0,0238	0,0020	+	0,4692
<i>UINV</i>	0,0051	0,0009	0,0042	+	0,2690
<i>UAP</i>	0,0074	0,0071	0,0003	+	0,4911
<i>UCAE</i>	0,0006	0,0014	–0,0008	–	0,4403

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 7 / Table 7

Результаты *t*-теста для абнормальных значений в год IPO-1 / *T*-test results for abnormal values in the year with IPO –1 year

	Выборка 1: компании, выходящие на IPO / Sample 1: IPO companies	Выборка 2: компании-аналоги / Sample 2: peer companies	Разница в значениях (1)–(2) / Difference in values (1)–(2)	Предполагаемый знак / Estimated sign	<i>P</i> -value
<i>AEM</i>	0,0780	0,0414	0,0366	+	0,2602
<i>UAR</i>	0,0061	0,0192	–0,0131	+	0,7174
<i>UINV</i>	–0,0029	–0,0035	0,0006	+	0,4582
<i>UAP</i>	0,0204	0,0025	0,0179	+	0,1526
<i>UCAE</i>	0,0054	–0,0038	0,0092	–	0,8895

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 8 / Table 8

Результаты тестирования $BHAR_{12}$, $BHAR_{36}$, $BHAR_{60}$ / Test results for $BHAR_{12}$, $BHAR_{36}$, $BHAR_{60}$

	1 год / 1 year	3 года / 3 years	5 лет / 5 years
$BHAR$	-0,07	-0,24	-0,38
Стандартное отклонение	0,648	0,615	1,000
t-статистика	-0,482	-2,585	-2,401
P-value	0,224	0,007	0,011

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

что российские компании вовлечены в манипулирование дебиторской задолженностью и запасами; для обеих учетных статей менеджмент ожидаемо завышает реальные показатели. Для кредиторской задолженности и коммерческих и управленческих расходов статистически значимых отличий между абнормальными значениями для основной выборки и выборки аналогов обнаружено не было.

Заключительная часть исследования была посвящена рассмотрению влияния манипулирования прибылью на пониженную долгосрочную доходность акций компании, осуществляющих IPO. По аналогии с предыдущими исследованиями было обнаружено, что для российских компаний, осуществляющих IPO, также характерны низкие результаты в трех- и пятилетней перспективе в отношении доходности акций. $BHAR_{36}$ и $BHAR_{60}$ статистически значимо отличны от нуля при уровне значимости 0,05 (табл. 8).

Согласно табл. 8 инвестор, придерживающийся стратегии «покупать-держать» в отношении акций, выходящих на IPO российских компаний, в среднем получил бы результат, на 24% худший в случае инвестирования на период в три года и на 38% худший в случае инвестирования на пять лет. На рис. 2 показана динамика изменения $BHAR$ по месяцам после IPO.

Для оценки взаимосвязи между пониженной абнормальной доходностью акций и манипулированием прибылью выборка компаний, осуществивших IPO, была разбита на три равных кластера по показателю абнормальных начислений. В первой трети выборки представлены компании с наименьшими абнормальными начислениями, т.е. наименее склонные завышать прибыль при IPO, в то время как в третьей — компании с наибольшими абнормальными начислениями, т.е. в наибольшей степени склонные завышать прибыль при осуществлении IPO. Далее для каждой трети выборки были рас-

считаны средние значения показателей $BHAR_{36}$ и $BHAR_{60}$ и определена статистическая значимость различий в значениях этих показателей по третям выборки (табл. 9 и 10).

Из табл. 9 и 10 видно, что для $BHAR$, рассчитанного как на 3 года, так и на 5 лет, существует значительное расхождение в средних значениях между третями выборки. Для компаний с наименьшими дискреционными начислениями значение $BHAR_{36}$ и $BHAR_{60}$ приближено к нулю, что говорит о том, что в среднем эти компании демонстрируют примерно одинаковую доходность с рыночным портфелем. В то же время компании с наибольшими дискреционными начислениями показывают в среднем отрицательную абнормальную доходность, уступая рыночному портфелю 55% (в случае трехлетнего интервала) и 85% (в случае пятилетнего интервала) соответственно.

Данное различие между компаниями из первой и третьей части выборки является статистически значимым (при использовании уровня значимости в 0,05) по результатам проведенного нами t -теста как для $BHAR_{36}$, так и для $BHAR_{60}$ (P -value составляет 0,0127 для $BHAR_{36}$ и 0,0186 — для $BHAR_{60}$). Таким образом, можно констатировать, что компании с наибольшими дискреционными начислениями действительно в среднем показывают худший результат на фондовом рынке, чем компании с наименьшими начислениями. Такой же вывод на основании разделения выборки на квантили был сделан и в более ранних работах [26].

Чтобы подтвердить или опровергнуть возможную взаимосвязь, мы построили две регрессионные модели, результаты оценивания которых сведены в табл. 11 и 12. Обе модели являются значимыми. Хотя коэффициент детерминации невелик (0,2524 и 0,2112), модели по-прежнему позволяют сделать вывод о том, что наличие манипулирования прибылью в год IPO оказывает влияние на итогов-

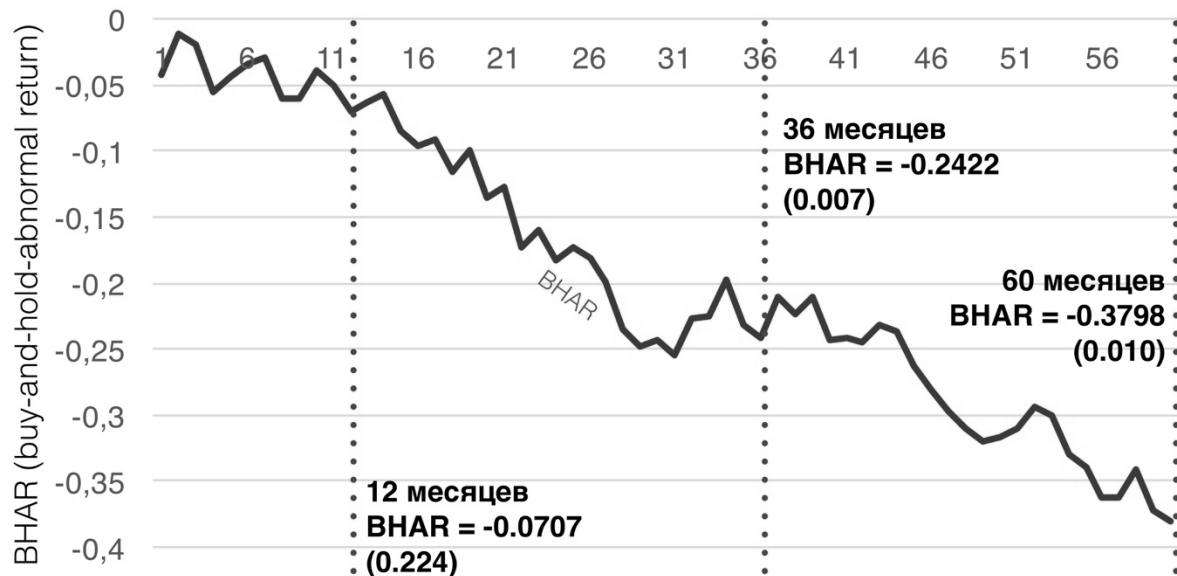


Рис. 2 / Fig. 2. BHAR после IPO по месяцам / BHAR after IPO by month

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 9 / Table 9

Значения показателя $BHAR_{36}$ в зависимости от величины абнормальных начислений компании /
 Values of $BHAR_{36}$ depending on the size of the company's abnormal charges

Пере- менная / Variable	Треть выборки / Third of sample	Манипулирование прибылью / Earnings management	Среднее / Average	Результаты t -тестов (P -value) на сравнение средних значений $BHAR_{36}$ между третьими выборки / The results of t -tests (P -value) on the comparison of average values of $BHAR_{36}$ between the thirds of the sample		
				1	2	3
$BHAR_{36}$	1	Абнормальные начисления — наименьшие	-0,0312	—	0,2226	0,0127
$BHAR_{36}$	2	Абнормальные начисления — средние	-0,2246	—	—	0,0576
$BHAR_{36}$	3	Абнормальные начисления — наибольшие	-0,5555	—	—	—

Примечание / Note: в первой строке среднее значение $BHAR_{36}$ для первой трети выборки сравнивается поочередно со значением для других третей и т.д. / in the first line, the average value $BHAR_{36}$ for the first third of the sample is compared in turn with the value for the other thirds, and so on.

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

вую абнормальную доходность акций российских компаний в долгосрочной перспективе. Результат можно интерпретировать следующим образом. При увеличении в год IPO дискреционных начислений на величину, равную 1% активов российской компании, в среднем при прочих равных условиях

$BHAR_{36}$ ее акций упадет на 1,5%, а $BHAR_{60}$ — на 2,27%. Иными словами, манипулирование прибылью со стороны компании приводит к тому, что инвесторы — обладатели акций данной компании, придерживающиеся стратегии «купить-держать», в будущем проигрывают.

Таблица 10 / Table 10

Значения показателя $BHAR_{60}$ в зависимости от величины абнормальных начислений компании /
 Values of $BHAR_{60}$ depending on the size of the company's abnormal charges

Пере- менная / Variable	Треть выборки / Third of sample	Манипулирование прибылью / Earnings management	Среднее / Average	Результаты t -тестов (P -value) на сравнение средних значений $BHAR_{60}$ между третями выборки / The results of t -tests (P -value) on the comparison of average values of $BHAR_{60}$ between the thirds of the sample		
				1	2	3
$BHAR_{60}$	1	Абнормальные начисления — наименьшие	0,0675	—	0,1098	0,0186
$BHAR_{60}$	2	Абнормальные начисления — средние	-0,5042	—	—	0,1227
$BHAR_{60}$	3	Абнормальные начисления — наибольшие	-0,8521	—	—	—

Примечание / Note: в первой строке среднее значение $BHAR_{60}$ для первой трети выборки сравнивается поочередно со значением для других третей и т.д. / In the first line, the average value $BHAR_{60}$ for the first third of the sample is compared in turn with the value for the other thirds, and so on.

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

В целом результаты исследования согласуются с более ранними работами, посвященными другим странам, в частности [11]. Согласно полученным в [11] результатам компании, следующие агрессивным методам учета, демонстрируют более низкую доходность акций на трехлетнем временном интервале. В настоящей работе показано, что указанная зависимость присутствует как на трехлетнем, так и на пятилетнем промежутке. Обнаружение того, что среди учетных статей, используемых российскими компаниями при осуществлении манипулирования прибылью, преобладают дебиторская задолженность и запасы, также соответствует результатам, полученным по развитым рынкам. Как отмечается в работе E.H. Feroz, K. Park и V.S. Pastena [27], дебиторская задолженность и запасы — это две статьи, наиболее часто фигурирующие в расследованиях Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в отношении фирм, прибегающих к манипулированию прибылью.

ВЫВОДЫ

Данное исследование является одной из первых работ, в которых рассматривается проблема манипулирования прибылью компании в контексте российских первичных размещений акций. Была

проанализирована выборка из 66 российских компаний, осуществивших IPO на российских площадках в период с 2004 по 2016 г. Результаты исследования свидетельствуют о наличии у российских компаний, осуществляющих размещение, признаков манипулирования прибылью в год IPO. Менеджеры в среднем завышают дискреционные начисления в год IPO по сравнению с компаниями-аналогами (компаниями из той же отрасли и сопоставимого размера, которые не выходили на IPO в тот же год). К основным учетным статьям, подверженным манипулированию, относятся дебиторская задолженность и запасы. При этом исследование не нашло подтверждений наличию у российских компаний управления прибылью в предшествующем или следующем за IPO годами.

Результаты исследования также подтверждают статистически значимую обратную взаимосвязь между манипулированием прибылью в год IPO и абнормальной доходностью, измеренной с помощью метода $BHAR$. Чем больше менеджмент завышает прибыль в год IPO, тем более низкой при прочих равных условиях будет доходность акций компании в долгосрочной перспективе.

Выводы работы имеют значение для широкого круга внешних пользователей учетной информации.

Таблица 11 / Table 11

Результаты регрессионного анализа: модель для $BHAR_{36}$ / Regression analysis results: model for $BHAR_{36}$

	Коэффициент / Coefficient	t	P-значение / P-value
<i>AEM</i>	-1,511	-3,66	0,001
<i>Size</i>	0,044	0,96	0,343
ΔNI	0,540	0,57	0,574
<i>const</i>	-0,820	-1,10	0,280
F-статистика Фишера			4,51
P-value (P-значение)			0,0082
Коэффициент детерминации (R-квадрат)			0,2577

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Таблица 12 / Table 12

Результаты регрессионного анализа: модель для $BHAR_{60}$ / Regression analysis results: model for $BHAR_{60}$

	Коэффициент / Coefficient	t	P-значение / P-value
<i>AEM</i>	-2,267	-3,08	0,004
<i>Size</i>	0,015	0,19	0,851
ΔNI	0,885	0,53	0,603
<i>const</i>	-0,414	-0,31	0,761
F-статистика Фишера			3,26
P-value (P-значение)			0,0325
Коэффициент детерминации (R-квадрат)			0,2136

Источник / Source: разработано авторами / developed by the authors.

Среди них необходимо отметить потенциальных инвесторов, а также государственные органы. Потенциальные инвесторы могут учитывать результаты работы при финансовом анализе компаний, акции которых они собираются приобретать. Государственные службы могут использовать результаты исследования для анализа целесообразности внесения изменений в учетные стандарты, а также в законодательство, регулирующее размещение компаниями ценных бумаг. Соответствующие изменения должны касаться, в том числе, объема и структуры раскрываемой при IPO информации, что будет способствовать сокращению информационной асимметрии, существующей между компаниями и ее внешними контрагентами.

Основное направление дальнейших исследований по рассматриваемой проблеме, на наш взгляд,

связано с уточнением состава инструментов манипулирования прибылью российскими компаниями в различных ситуациях. В частности, в рамках настоящей работы были рассмотрены учетные инструменты манипулирования прибылью при IPO, и встает вопрос о том, в какой степени компании используют неучетные инструменты. Также важно проанализировать, связана ли склонность к манипулированию прибылью характеристиками компании (ее размером, структурой собственности и т.д.).

Учитывая тот потенциальный негативный эффект, который манипулирование прибылью может принести контрагентам компании, дальнейший анализ инструментов манипулирования прибылью российскими организациями имеет важное народнохозяйственное значение.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Schipper K. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. 1989;3(4):91–102.
2. Лукьянова А. Е., Никулин Е. Д., Зинченко А. А. Прогнозирование уровня манипулирования прибылью компании. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2016;(2):35–61.
3. Dechow P. M., Skinner D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*. 2000;14(2):235–250. DOI: 10.2308/acch.2000.14.2.235
4. Enomoto M., Kimura F., Yamaguchi T. Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*. 2015;11(3):183–198. DOI: 10.1016/j.jcae.2015.07.001
5. McNichols M., Wilson G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*. 1988;26(3):88–101. DOI: DOI: 10.2307/2491176
6. Markarian G., Pozza L., Prencipe A. Capitalization of R&D costs and earnings management: Evidence from Italian listed companies. *The International Journal of Accounting*. 2008;43(3):246–267. DOI: 10.1016/j.intacc.2008.06.002
7. Liu X., Yu Y. Impact in earnings management on fair value measurement based on electric power industry. *International Business Research*. 2013;6(8):49–54. DOI: 10.5539/ibr.v6n8p49
8. Лукашов А. В., Могин А. Е. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. М.: Альпина Бизнес Букс; 2008. 370 с.
9. DuCharme L., Malatesta P. H., Sefcik S. E. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 2001;16(4):369–396. DOI: 10.1177/0148558X0101600409
10. Friedlan J. M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*. 1994;11(1):1–31. DOI: 10.1111/j.1911–3846.1994.tb00434.x
11. Teoh S. H., Welch I., Wong T. J. Earnings management and the long-run market underperformance of initial public offerings. *The Journal of Finance*. 1998;53(6):1935–1974. DOI: 10.1111/0022–1082.00079
12. Premti A. Earnings management prior to initial public offerings and its effect on firm performance: International evidence. *International Journal of Financial Research*. 2013;4(3):10–24. DOI: 10.5430/ijfr.v4n3p10
13. Huang C.-J., Lin C.-G. Earnings management in IPO lockup and insider trading. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2007;43(5):78–91. DOI: 2753/REE 1540–496X430505
14. Jackson S. B., Wilcox W. E., Strong J. M. Do initial public offering firms understate the allowance for bad debts? *Advances in Accounting*. 2002;19:89–118.
15. Marquardt C. A., Wiedman C. I. How are earnings managed? An examination of specific accruals. *Contemporary Accounting Research*. 2004;21(2):461–491. DOI: 10.1506/G4YR-43K8-LGG2-F0XK
16. Darrough M., Rangan S. Do insiders manipulate earnings when they sell their share in an initial public offering? *Journal of Accounting Research*. 2005;43(1):1–33. DOI: 10.1111/j.1475–679x.2004.00161.x
17. Fedyk T., Khimich N. R&D investment decisions of IPO firms and long-term future performance. *Review of Accounting & Finance*. 2018;17(1):78–108. DOI: 10.1108/RAF-09–2016–0147
18. Ritter J. R. The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*. 1991;46(1):3–27. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1991.tb03743.x
19. Loughran T., Ritter J. R. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*. 1995;50(1):23–51. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1995.tb05166.x
20. Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Управление прибылью в деятельности компании: теоретические подходы и эмпирические исследования. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2013;(3):3–22.
21. Robinson N. So what changed? The 1998 financial crisis and Russia's economic and political development. *Демократизация*. 2007;15(2):245–259. DOI: 10.3200/DEMO.15.2.245–260
22. Козырь Н. С., Коваленко В. С. Метрика отраслевой классификации в Российской Федерации и за рубежом. *Экономический анализ: теория и практика*. 2017;16(10):1914–1927. DOI: 10.24891/ea.16.10.1914
23. Zang A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*. 2012;87(2):675–703. DOI: 10.2308/accr-10196
24. Collins D. W., Hribar P. Earnings-based and accrual-based market anomalies: One effect or two? *Journal of Accounting and Economics*. 2000;29(1):101–123. DOI: 10.1016/S 0165–4101(00)00015-X

25. Mitchell M. L., Stafford E. Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*. 2000;73(3):287–329. DOI: 10.1086/209645
26. Roosenboom P., Van der Goot T., Mertens G. Earnings management and initial public offerings: Evidence from Netherlands. *The International Journal of Accounting*. 2003;38(3):243–266. DOI: 10.1016/S 0020-7063(03)00048-7
27. Feroz E. H., Park K., Pastena V. S. The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research*. 1991;29:107–142. DOI: 10.2307/2491006

REFERENCES

1. Schipper K. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. 1989;3(4):91–102.
2. Loukianova A. E., Nikulin E. D., Zinchenko A. A. Forecasting the level of company's earnings manipulation. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2016;(2):35–61. (In Russ.).
3. Dechow P. M., Skinner D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*. 2000;14(2):235–250. DOI: 10.2308/acch.2000.14.2.235
4. Enomoto M., Kimura F., Yamaguchi T. Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*. 2015;11(3):183–198. DOI: 10.1016/j.jcae.2015.07.001
5. McNichols M., Wilson G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*. 1988;26(3):88–101. DOI: DOI: 10.2307/2491176
6. Markarian G., Pozza L., Prencipe A. Capitalization of R&D costs and earnings management: Evidence from Italian listed companies. *The International Journal of Accounting*. 2008;43(3):246–267. DOI: 10.1016/j.intacc.2008.06.002
7. Liu X., Yu Y. Impact in earnings management on fair value measurement based on electric power industry. *International Business Research*. 2013;6(8):49–54. DOI: 10.5539/ibr.v6n8p49
8. Lukashov A. V., Mogin A. E. IPO from I to O: A textbook for financial directors and investment analysts. Moscow: Alpina Business Books; 2008. 370 p. (In Russ.).
9. DuCharme L., Malatesta P. H., Sefcik S. E. Earnings management: IPO valuation and subsequent performance. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 2001;16(4):369–396. DOI: 10.1177/0148558X0101600409
10. Friedlan J. M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*. 1994;11(1):1–31. DOI: 10.1111/j.1911-3846.1994.tb00434.x
11. Teoh S. H., Welch I., Wong T. J. Earnings management and the long-run market underperformance of initial public offerings. *The Journal of Finance*. 1998;53(6):1935–1974. DOI: 10.1111/0022-1082.00079
12. Premti A. Earnings management prior to initial public offerings and its effect on firm performance: International evidence. *International Journal of Financial Research*. 2013;4(3):10–24. DOI: 10.5430/ijfr.v4n3p10
13. Huang C.-J., Lin C.-G. Earnings management in IPO lockup and insider trading. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2007;43(5):78–91. DOI: 2753/REE 1540-496X430505
14. Jackson S. B., Wilcox W. E., Strong J. M. Do initial public offering firms understate the allowance for bad debts? *Advances in Accounting*. 2002;19:89–118.
15. Marquardt C. A., Wiedman C. I. How are earnings managed? An examination of specific accruals. *Contemporary Accounting Research*. 2004;21(2):461–491. DOI: 10.1506/G4YR-43K8-LGG2-F0XX
16. Darrough M., Rangan S. Do insiders manipulate earnings when they sell their share in an initial public offering? *Journal of Accounting Research*. 2005;43(1):1–33. DOI: 10.1111/j.1475-679x.2004.00161.x
17. Fedyk T., Khimich N. R&D investment decisions of IPO firms and long-term future performance. *Review of Accounting & Finance*. 2018;17(1):78–108. DOI: 10.1108/RAF-09-2016-0147
18. Ritter J. R. The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*. 1991;46(1):3–27. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
19. Loughran T., Ritter J. R. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*. 1995;50(1):23–51. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x
20. Volkov D. L., Nikulin E. D. Earnings management in company's performance: Theoretical approaches and empirical studies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2013;(3):3–22. (In Russ.).

21. Robinson N. So what changed? The 1998 financial crisis and Russia's economic and political development. *Demokratizatsiya*. 2007;15(2):245–259. DOI: 10.3200/DEMO.15.2.245–260
22. Kozyr' N.S., Kovalenko V.S. Performance metrics of industrial classification in the Russian Federation and abroad. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2017;16(10):1914–1927. (In Russ.). DOI: 10.24891/ea.16.10.1914
23. Zang A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*. 2012;87(2):675–703. DOI: 10.2308/accr-10196
24. Collins D. W., Hribar P. Earnings-based and accrual-based market anomalies: One effect or two? *Journal of Accounting and Economics*. 2000;29(1):101–123. DOI: 10.1016/S 0165–4101(00)00015-X
25. Mitchell M. L., Stafford E. Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*. 2000;73(3):287–329. DOI: 10.1086/209645
26. Roosenboom P., Van der Goot T., Mertens G. Earnings management and initial public offerings: Evidence from Netherlands. *The International Journal of Accounting*. 2003;38(3):243–266. DOI: 10.1016/S 0020–7063(03)00048–7
27. Feroz E. H., Park K., Pastena V. S. The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research*. 1991;29:107–142. DOI: 10.2307/2491006

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Егор Дмитриевич Никулин — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и учета Института «Высшая школа менеджмента», Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Россия
nikulin@gsom.spbu.ru

Андрей Андреевич Свиридов — студент 1-го курса магистратуры Института «Высшая школа менеджмента», Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Россия
st039868@student.spbu.ru

ABOUT THE AUTHORS

Egor D. Nikulin — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor at the Department of Finance and Accounting, St. Petersburg State University, Graduate School of Management, St. Petersburg, Russia
nikulin@gsom.spbu.ru

Andrei A. Sviridov — 1st year master student, St. Petersburg State University, Graduate School of Management, St. Petersburg, Russia
st039868@student.spbu.ru

Статья поступила 01.10.2018; принята к публикации 12.12.2018.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 01.10.2018; accepted for publication on 12.12.2018.

The authors read and approved the final version of the manuscript.