

## Konsekwencje wygładzania zysków dla kształtowania się wartości spółek na GPW\*

Jacek Mizerka\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Wygładzanie zysków (*earnings smoothing*) może być traktowane jako przejaw tzw. kształtowania zysków (*earnings management*). Kształtowanie zysków w świetle wyników badań dotyczących głównie rynku amerykańskiego ma negatywny wpływ na wartość spółek, które ten zabieg stosują. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy o negatywnym wpływie wygładzania zysków na wartość spółek notowanych na rynku wschodzącym, którego przykładem jest GPW w Warszawie.

*Metodologia badania* – W celu określenia zależności między wartością spółek a stopniem wygładzania zysków posłużono się regresją wieloraką, w której parametry wyznaczane były na podstawie metody najmniejszych kwadratów. Zmienną objaśnianą (*proxy* wartości spółki) stanowił wskaźnik Q-Tobina. Z kolei stopień wygładzania zysków wyznaczano jako iloraz odchylenia standardowego wyniku operacyjnego spółki (EBIT) do odchylenia standardowego przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (OCF).

*Wyniki* – Uzyskane wyniki wskazują, że – po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych – zależność między wskaźnikiem Q-Tobina a stopniem wygładzania zysków jest ujemna: spółki, które w większym stopniu wygładzają zyski, charakteryzują się niższym wskaźnikiem Q-Tobina.

*Oryginalność/wartość* – Prezentowany artykuł może być traktowany jako fragment szerszego projektu badawczego dotyczącego motywów i konsekwencji kształtowania zysków (*earnings management*) na rynkach wschodzących. Wartość tego projektu polega na tym, że podjęto wstępną próbę zbadania relacji między wygładzaniem zysków a wskaźnikiem Q-Tobina w odniesieniu do spółek notowanych na GPW. Próbowano również znaleźć odpowiedź na pytanie, czy relacje zaobserwowane na rynkach dojrzałych zachodzą także na rynkach mniej rozwiniętych, których przykładem jest GPW.

**Słowa kluczowe:** wygładzanie zysków, kształtowanie zysków, wskaźnik Q-Tobina

### Wprowadzenie

Wygładzanie zysków (*earnings smoothing*) jest szczególnym przypadkiem kształtowania zysków (*earnings management*). Motywy i konsekwencje kształtowania zysków nie są jednoznacznie oceniane w literaturze przedmiotu. Z kolei, w świetle wyników badań dotyczących głównie rynku amerykańskiego, wynika, że kształtowanie zysków ma raczej negatywny wpływ na wartość spółek, które ten zabieg stosują (Badertscher, 2011, s. 1491; Cohen; Zarowin, 2010, s. 2). Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy o negatywnym wpływie

\* Opracowanie powstało w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (nr 2014/13/B/HS4/01556).

\*\* dr hab. Jacek Mizerka, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: jacek.mizerka@ue.poznan.pl.

wyglądania zysków na wartość spółek notowanych na rynku wschodzącym, którego przykładem jest GPW w Warszawie.

## 1. Motywy i konsekwencje wyglądania zysków (*earnings smoothing*) w spółkach publicznych

Wyglądanie raportowanych zysków polega na ograniczaniu (tłumieniu) ich zmienności (Ronen, Yaari, 2008). Wyróżnia się dwa rodzaje wyglądania: rzeczywiste i sztuczne. Rzeczywiste wyglądanie zysków wymaga podejmowania decyzji inwestycyjnych lub finansowych, których konsekwencją jest ograniczenie zmienności raportowanych zysków. Wyglądanie sztuczne z kolei opiera się na zabiegach czysto rachunkowych (księgowych). Literatura wyjaśniająca motywy i konsekwencje wyglądania nie jest jednoznaczna w ocenie motywów tego działania. Z jednej strony, na przykład Fudenberg i Tirole (1995, s. 75) twierdzą, że menedżerowie wyglądają zyski ze względu na bezpieczeństwo swoich posad. Negatywne konsekwencje zarządzania zyskami dostrzegają także Gopalan i Jayaraman (2012, s. 117), którzy argumentują, że zarządzanie zyskami (w tym ich wyglądanie) może być wykorzystywane do maskowania prywatnych korzyści z kontroli, uzyskanych przez inwestorów wewnętrznych (*insiders*) w krajach o słabym systemie ochrony inwestorów, szczególnie w firmach z klinem kontrolnym, tj. gdy prawa do kontroli sprawowanej przez *insiders* przekraczają ich prawa do przepływów pieniężnych. Inny, przeciwny, pogląd reprezentują Goel i Thakor (2003, s. 151). Według tych autorów większa zmienność zysków prowadzi do większej przewagi informacyjnej poinformowanych inwestorów (w szczególności *insiders*) nad niedoinformowanymi inwestorami zewnętrznymi (*outsiders*). Sytuacja taka może wymuszać na niedoinformowanych inwestorach sprzedaż akcji w nieodpowiednich momentach. Dlatego w interesie gorzej poinformowanych inwestorów jest, aby menedżerowie w jak największym stopniu łagodzą zmienność raportowanych wyników.

Niejednoznaczność dotychczasowych wyników badań i opinii odnośnie do roli wyglądania zysków skłania do postawienia zasadniczego pytania o relację między wyglądaniem zysków a podstawowym kryterium podejmowania decyzji w firmie, jakim jest jej wartość.

## 2. Budowanie hipotezy

Z dotychczasowych rozważań wynika, że wyglądanie zysków pozwala zarządzającym lub głównym akcjonariuszom ukrywać efekty zachowań o charakterze oportunistycznym, które pozwalają na czerpanie prywatnych korzyści z kontroli. Jednakże wyglądanie zysków może odgrywać pozytywną rolę, mianowicie łagodzi negatywne konsekwencje w zakresie asymetrii informacji, np. w odniesieniu do kosztu pozyskania zewnętrznego kapitału.

Wydaje się, że skala negatywnych konsekwencji asymetrii informacji na polskim rynku kapitałowym jest mniejsza niż na rynkach rozwiniętych, nie dlatego, że mniejsza jest sama asymetria, ale ze względu na fakt, że spółki publiczne relatywnie rzadziej pozyskują zewnętrzny kapitał poprzez emisję akcji czy obligacji. W polskich warunkach podstawowym źródłem finansowania zewnętrznego pozostaje wciąż kredyt bankowy. Oznacza to, że ewentualne negatywne skutki asymetrii informacji niwelowane mogą być przy wykorzystaniu innych narzędzi niż wygładzanie zysków. Z drugiej strony *gros* spółek notowanych na GPW charakteryzuje się – podobnie jak na wielu innych europejskich giełdach – relatywnie dużą koncentracją struktury własności. W praktyce oznacza to, że większość spółek kontrolowana jest przez inwestorów wewnętrznych (*insiders*), co więcej, w wielu przypadkach wykorzystuje się tzw. mechanizmy lewarowania kontroli (*control enhancing mechanisms* – CEMs), takie jak akcje uprzywilejowane czy indywidualne przywileje statutowe określonych grup akcjonariuszy, które w literaturze przedmiotu powszechnie uznawane są za przesłanki występowania prywatnych korzyści z kontroli (Jewartowski, Kałdoński, 2015, s. 174). Można się zatem spodziewać, że w takich warunkach wygładzanie zysków postrzegane może być przez inwestorów zewnętrznych bardziej jako próba ukrywania efektów zachowań o charakterze oportunistycznym (Gopalan, Jayaraman, 2012, s. 117) niż jako sposób zwiększania stopnia transparentności spółek w warunkach występującej asymetrii informacji.

Biorąc powyższe pod uwagę można postawić hipotezę o negatywnym wpływie wygładzania zysków na wartość spółek notowanych na GPW w Warszawie.

### 3. Opis próby badawczej, źródła danych i definicje podstawowych zmiennych

Zasadnicza próba badawcza ogranicza się do spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016, jednak aby ukazać skalę wygładzania zysków przez te spółki na tle szerszej grupy, dodatkowo rozszerzono próbę o spółki notowane na giełdach pozostałych unijnych państw europejskich, zaliczanych do grupy rynków wschodzących.

Podstawowym źródłem informacji, na podstawie których przeprowadzone zostały badania empiryczne, stanowiła baza Capital IQ firmy Standard & Poors. Próbę porównawczą dla spółek notowanych na GPW tworzyły spółki giełdowe, dla których pierwotnym rynkiem notowań były giełdy zlokalizowane w kraju zaliczanym przez dostarczyciela bazy do grupy rynków wschodzących UE (12 państw, w tym Polska) oraz dodatkowo spełniały następujące kryteria:

- ich akcje notowane były w latach 2012–2016 tylko na głównym parkiecie giełdy zlokalizowanej w kraju siedziby spółki (eliminacja rynków alternatywnych, spółek notowanych poza granicami kraju siedziby spółki oraz tzw. *dual-listings*),
- ich przynależność branżową można było zidentyfikować na podstawie bazy, a głównym przedmiotem działalności nie było pośrednictwo finansowe.

Spośród wszystkich tak wyselekcjonowanych spółek (1133) w dalszych analizach uwzględnione zostały jedynie te spółki, które:

- stosowały w całym analizowanym okresie MSSF,
- wykazały średnią wartość aktywów na poziomie min. 10 mln dolarów (wg kursów historycznych),
- na podstawie danych ze sprawozdań finansowych ujętych w bazie Capital IQ można było wyznaczyć wartość wskaźnika EM1 na podstawie kompletnych danych z całego pięcioletniego okresu.

Ostateczna liczba spółek po uwzględnieniu powyższych kryteriów wyniosła 510 (po wyeliminowaniu obserwacji odstających poprzez wyeliminowanie 1% obserwacji o najwyższych i 1% o najniższych wskaźnikach EM1), z czego większość (300) to spółki notowane na GPW.

Stopień wygładzania zysków wyznaczano zgodnie z procedurą zaproponowaną przez Leuza, Nandę i Wysockiego (2003, s. 505) jako iloraz odchylenia standardowego wyniku operacyjnego spółki (EBIT) do odchylenia standardowego przepływów operacyjnych (OCF) i oznaczony symbolem EM1:

$$EM1 = \frac{\sigma(EBIT)}{\sigma(OCF)}.$$

Odchylenie standardowe wyników oraz przepływów wyznaczone zostało na podstawie rocznych wartości za pięcioletni okres obejmujący lata 2012–2016.

W celu określenia zależności między wartością spółek a stopniem wygładzania zysków posłużono się regresją wieloraką, w której parametry wyznaczane były na podstawie metody najmniejszych kwadratów. Zmienną objaśnianą w modelach regresji stanowił wskaźnik Q-Tobina, wyznaczony w uproszczony sposób jako stosunek wartości rynkowej aktywów do ich wartości księgowej, przy czym za wartość rynkową przyjęto sumę wartości księgowej aktywów (A) i różnicy pomiędzy rynkową kapitalizacją spółki (KAP) a wartością księgową kapitału własnego (KW):

$$Q = \frac{A + (KAP - KW)}{A}.$$

Wszystkie wartości (także zmiennych kontrolnych wykorzystywanych w analizie regresji) wyznaczano jako średnie z pięcioletniego okresu analizy (2012–2016).

#### 4. Wyniki badań empirycznych

Szczegółowe dane na temat liczebności spółek notowanych na poszczególnych giełdach oraz mediany wskaźnika EM1 wyznaczonej dla spółek notowanych w poszczególnych państwach zaprezentowano w tabeli 1.

Dane w tabeli uszeregowane są według malejącego stopnia wygładzania zysków. Mediana wskaźnika EM1 dla spółek notowanych w Warszawie wyniosła 0,71 i niewiele różniła się od mediany dla całej grupy 510 spółek, która wyniosła 0,68. Dane pokazują, że w analizowanym okresie w największym stopniu zyski wygładzane były przez spółki notowane w Bułgarii (EM1 = 0,43), a w najmniejszym w Rumunii (EM1 = 0,9).

**Tabela 1**

Stopień wygładzania zysków w spółkach giełdowych państw unijnych zaliczanych do rynków wschodzących na podstawie mediany wskaźnika EM1 wyznaczonego w okresie 2012–2016

Państwo	Liczba obserwacji (N)	Udział (%)	EM1 – mediana
Bułgaria	31	6,1	0,43
Czechy	8	1,6	0,49
Słowenia	16	3,1	0,61
Chorwacja	58	11,4	0,62
Łotwa	9	1,8	0,63
Polska	300	58,8	0,71
Węgry	10	2,0	0,71
Malta	13	2,5	0,72
Słowacja	4	0,8	0,73
Estonia	14	2,7	0,80
Litwa	19	3,7	0,84
Rumunia	28	5,5	0,90
Razem	510	100,0	0,68

Źródło: opracowanie własne.

Warto nadmienić, że wnioski płynące z przeprowadzonych badań, porównane z wynikami badań prowadzonych na rynkach rozwiniętych, pozwalają stwierdzić, że polskie spółki giełdowe nie wygładzają zysków w stopniu istotnie różniącym się od przeciętnego. Dla porównania, wartość mediany wskaźnika EM1 wyznaczona w badaniach Leuza, Nandy i Wysockiego (2003) dla spółek amerykańskich (w latach 1990–1999) wyniosła 0,76, przy medianie dla całej próby wyznaczonej na podstawie spółek z 31 państw wynoszącej 0,54.

Wnioski płynące z powyższych porównań są zasadniczo zbieżne z wnioskami wynikającymi z badań Gajdki (2012, s. 303), z kolei wcześniejsze badania Wójtowicza (2010) sugerowały, że stopień kształtowania zysków przez polskie spółki należy uznać za jeden z wyższych w Europie. Należy jednak zaznaczyć, że cytowane badania nie dotyczyły obszaru wygładzania zysków, ale unikania wykazywania strat przez spółki giełdowe, traktowanego jako jeden z przejawów kształtowania zysków.

Stopień wygładzania zysków liczony na podstawie wskaźnika EM1 jest relatywnie mocno zróżnicowany w układzie branżowym. Spośród spółek notowanych na GPW w Warszawie najniższą medianę wskaźnika EM1 (najwyższy poziom wygładzania zysków) można było zaobserwować dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej (EM1 = 0,56), z kolei

najwyższą (najniższy poziom wygładzania zysków) dla usług opieki medycznej ( $EM1 = 0,9$ ) oraz branży IT ( $EM1 = 0,89$ ).

W tabeli 2 zawarto wartości podstawowych miar statystycznych charakteryzujących próbę badawczą. Aby uniknąć zniekształceń w zakresie podstawowej analizowanej zależności między stopniem wygładzania zysków a wartością firmy, ograniczono próbę spółek poprzez odcięcie 1% obserwacji o największym i najmniejszym wskaźniku Q-Tobina. Tym samym statystyki opisowe zmiennych w ramach podstawowej próby badawczej bazują na 294 obserwacjach spółek notowanych w latach 2012–2016 na GPW w Warszawie, spełniających jednocześnie wszystkie przedstawione wcześniej kryteria.

**Tabela 2**

Statystyka opisowa zmiennych charakteryzujących podstawową próbę badawczą

Zmienna	N	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Maksimum	Minimum
EM1	294	0,90	0,71	0,79	5,39	0,07
Q-Tobina	294	1,28	1,08	0,76	5,66	0,34
Aktywa (mln zł)	294	1 892	316	6 635	62 586	33
BEP – Basic Earnings Power (EBIT/ Całkowita wartość aktywów) (%)	294	4,85	4,76	6,52	35,26	–24,78

Źródło: opracowanie własne.

Dane przytoczone w tabeli 2 wskazują na istotne zróżnicowanie spółek stanowiących próbę, mając na uwadze wszystkie analizowane zmienne. W próbie znalazły się spółki o bardzo zróżnicowanej skali działalności (aktywa od 33 mln zł do 62 mld zł), ale również istotnie zróżnicowane pod względem rentowności operacyjnej, wskaźnika Q-Tobina i samej zmiennej EM1, charakteryzującej stopień wygładzania zysków. Wszystkie analizowane zmienne, w tym skala wygładzania zysków oraz wskaźnik Q-Tobina, są mocno zróżnicowane w przekroju branżowym, co zaprezentowano w tabeli 3, dlatego na dalszym etapie badań przynależność branżową uwzględniono jako zmienną kontrolną.

Największy stopień wygładzania zysków zaobserwowano dla sektora użyteczności publicznej (mediana EM1 na poziomie 0,55), który charakteryzował się również najniższym wskaźnikiem Q-Tobina (0,74), przy jednocześnie najwyższej przeciętnej skali działalności (mediana aktywów przekraczająca 4 mld zł). Z kolei sektor usług opieki zdrowotnej charakteryzował najniższy stopień wygładzania zysków (mediana EM1 równa 1,01), najwyższy wskaźnik Q-Tobina (mediana na poziomie 2,23), jednak przy najniższej rentowności operacyjnej (mediana BEP na poziomie 1,51%) i najniższej skali działalności.

W badaniach empirycznych wykorzystano modele regresji wielorakiej w celu określenia zależności między stopniem wygładzania zysków a wartością firmy. Jako podstawowe zmienne kontrolne, które istotnie różnicują wartość wskaźnika Q-Tobina, wykorzystano: skalę działalności mierzoną logarytmem aktywów,  $LN(A)$ , rentowność operacyjną,

mierzoną wskaźnikiem *basic earning power* (BEP) oraz przynależność do poszczególnych wyodrębnionych wcześniej sektorów (zmienne binarne).

**Tabela 3**

Zróżnicowane sektorowe podstawowej próby badawczej

Sektor	N	EM1 (mediana)	Q-Tobina (mediana)	Aktywa (mln zł) (mediana)	BEP (mediana) (%)
Dobra konsumpcyjne (nie pierwszej potrzeby)	54	0,76	1,18	207,9	5,74
Dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby	24	0,62	1,39	363,9	4,39
Energia	8	0,74	1,32	2385,7	4,86
Opieka zdrowotna	13	1,01	2,23	145,2	1,51
Dobra przemysłowe	86	0,61	1,09	305,3	4,22
Technologia informacyjna	37	0,65	1,60	178,1	6,23
Materiały	37	0,88	1,21	577,6	5,43
Nieruchomości	20	0,65	0,96	818,7	2,39
Usługi telekomunikacyjne	5	0,89	0,86	530,6	2,35
Media (gaz, woda, prąd elektryczny)	10	0,55	0,74	4025,2	5,32
Razem	294	0,71	1,08	315,8	4,76

Źródło: opracowanie własne.

Syntetyczne wyniki analizy regresji zaprezentowano w tabeli 4. Dla ułatwienia interpretacji kierunku zależności wartości wskaźnika EM1 zostały przemnożone przez  $-1$ , zatem wzrost wartości tego wskaźnika w modelu regresji oznacza wzrost stopnia wygładzania zysków.

**Tabela 4**

Oszacowania parametrów regresji wskaźnika Q-Tobina względem stopnia wygładzania zysków w spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2012–2016

Zmienne/modele	1	2
Wyraz wolny	1,254*** (6,436)	0,692*** (2,824)
LN(A)	-0,075** (-2,536)	-0,037 (-1,193)
BEP	4,562*** (2,803)	4,750*** (3,344)
Zmienne kontrolne – przynależność sektorowa	NIE	TAK
EM1	-0,178** (-2,376)	-0,146** (-2,123)
N	294	294
Skorygowany R <sup>2</sup>	0,16	0,27

Liczba gwiazdek oznacza odpowiednio: \*\*\* istotność na poziomie 1%, \*\* istotność na poziomie 5%, \* istotność na poziomie 10%. W nawiasach podane są informacje o statystyce *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskane wyniki wskazują, że – po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych – zależność między wskaźnikiem Q-Tobina a stopniem wygładzania zysków jest ujemna: spółki, które w większym stopniu wygładzają zyski charakteryzują się niższym wskaźnikiem Q-Tobina.

## Uwagi końcowe

Zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki mogą stanowić argument w dyskusji o szkodliwości, z punktu widzenia wartości firmy, praktyki polegającej na kształtowaniu zysków firmy (manipulowania zyskami firmy). Kierunek zależności między EM1 a Q-Tobina stwierdzony odnośnie do spółek notowanych na GPW jest zgodny z wynikami uzyskanymi na innych rynkach. W szczególności można stwierdzić, że skala wygładzania zysków przez polskie spółki publiczne nie odbiega od średniej obserwowanej na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Wyniki należy traktować jako wstęp do pogłębionych badań nad zjawiskiem kształtowania zysków. Warto by zwrócić uwagę na zależność między wartością spółki a poziomem wygładzania w odniesieniu do różnych grup spółek (spółki rodzinne, spółki o rozproszonej strukturze własności, spółki dokonujące kolejnych emisji akcji). W badaniach zastosowano tylko najbardziej popularny miernik wygładzania zysków; można jednak rozważyć zastosowanie także innych miar (np. korelację między poziomem tzw. *accruals* a przepływami operacyjnymi). Destrukcyjny charakter praktyki manipulowania zyskami powinien także skłaniać badaczy do stawiania coraz bardziej precyzyjnych pytań o czynniki i okoliczności skłaniające menedżerów do takich praktyk. Jak można sądzić, w związku z zaostżaniem wymogów dotyczących kontroli firm, czego przykładem jest uchwalona przez Kongres USA ustawa Sarbanesa Oxleya, większym zagrożeniem od manipulacji księgowych (*accrual-based earnings management*) stają się manipulacje rzeczywiste, w tym także wygładzanie rzeczywiste (*real smoothing*).

## Literatura

- Badertscher, B.A. (2011): Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 5 (86), 1491–1518.
- Cohen, D.A., Zarowin, P. (2010). Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 1 (50), 2–19.
- Fudenberg D., Tirole J. (1995). A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents, *Journal of Political Economy*, 1 (103), 75–93.
- Gajdka, J. (2012). Kształtowanie zysków w przedsiębiorstwach w kontekście kryzysu finansowego. *Finanse. Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 51, 303–311.
- Goel A.M., Thakor A.V. (2003). Why Do Firms Smooth Earnings? *The Journal of Business*, 1 (76), 151–192.
- Gopalan, R., Jayaraman, S. (2012). Private Control Benefits and earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms. *Journal of Accounting Research*, 1 (50), 117–157.
- Jewartowski, T. Kałdoński, M. (2015). Family Control and Debt When Dual-Class Shares Are Restricted: The Case of Poland. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1 (51), 174–187.
- Leuz, Ch.N., D., Wysocki, P.D. (2003). Earnings Management and investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 3 (69), 505–527.

- Ronen, J., Yaari, V. (2008). *Earnings Management. Emerging Insights in theory, Practice, and Research*. New York: Springer.
- Wójtowicz, P. (2010). *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.

### CONSEQUENCES OF EARNINGS SMOOTHING FOR FORMATION OF COMPANIES VALUES IN THE WARSAW STOCK EXCHANGE

**Abstract:** *Purpose* – Earnings smoothing can be treated as an example of earnings management. Earnings management in the light of research results concerning mainly the US market has a negative impact on the value of companies that apply this treatment. The aim of the article is to verify the hypothesis about the negative impact of smoothing earnings on the value of companies listed on the emerging market, an example of which is the Warsaw Stock Exchange.

*Research methodology* – In order to determine the relationship between the value of companies and the degree of earnings smoothing a multivariate regression was used in which the parameters were determined on the basis of the least-squares method. which the parameters were determined on the basis of the least-squares method. The dependent variable (company's value proxy) was the Q-Tobin ratio. The degree of earnings smoothing was determined as the quotient of the standard deviation of the company's operating earnings (EBIT) to the standard deviation of operating cash flows (OCF).

*Results* – The obtained results indicate that – after taking into account the control variables – the relationship between Q-Tobin ratio and the degree of earnings smoothing is negative: companies that more smooth out earnings, are characterized by a lower Q-Tobin ratio.

*Originality/value* – The presented article may be treated as part of a wider research project on motives and consequences of earnings management in emerging markets. The value of this project lies in the fact that a preliminary attempt to investigate the relationship between earnings smoothing and company's value was made for companies listed on WSE. An attempt was made to answer the question whether relations observed in mature markets are also taking place on less developed markets, an example of which is the WSE.

**Keywords:** earnings smoothing, earnings management, Tobin's Q

### Cytowanie

- Mizerka, J. (2018). Konsekwencje wygładzania zysków dla kształtowania się wartości spółek na GPW. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 291–299. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-25.