

## IDŹ DO:

- ▶ Spis treści
- ▶ Przykładowy rozdział

## KATALOG KSIĄŻEK:

- ▶ Katalog online
- ▶ Zamów drukowany katalog

## CENNIK I INFORMACJE:

- ▶ Zamów informacje o nowościach
- ▶ Zamów cennik

## CZYTELNIA:

- ▶ Fragmenty książek online

Do koszyka



Do przechowalni


 Nowość


 Promocja

## Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać. Wydanie II

Autor: Adam Jagielnicki  
ISBN: 978-83-246-2287-0  
Format: 158x235, stron: 360



### Giełda na wskroś przeanalizowana

- Analiza techniczna i fundamentalna rynków kapitałowych
- Analiza wykresów – oscylatory, dywergencje, świece, fale Elliota, kółko i krzyżyk
- Analiza sprawozdań finansowych spółek notowanych na giełdzie
- Analiza emocji – supersiły rządzące trendami i formacjami

Nieustępliwa jak skała, wciągająca jak rzeczny wir. Pałaca żywym ogniem porażki i zapierająca dech w piersiach przy kolejnej wielkiej wygranej. Giełda. Kwintesencja ziemskich żywiołów. Jednych pogrąża w biedzie, innych hojnie wynagradza. Wszystkim daje niezapomnianą lekcję życia: rozgoryczenie, kiedy Cię pokonuje, i euforię zwycięstwa, gdy w jednej chwili z pucybuta stajesz się milionerem. To machina do zarabiania pieniędzy, napędzana na przemian strachem i entuzjazmem.

Giełda to nie gra w karty na zapałki. Tutaj za swoje błędy i niewiedzę zapłacisz realną gotówką. Aktualnie na GPW jest notowanych ponad 350 spółek publicznych. Dzielne obroty przekraczają czasem 2 miliardy złotych. Roi się tam od inwestorów zagranicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Od pierwszego wydania tego podręcznika na rynku kapitałowym zaszło wiele zmian. W tym czasie skończyła się hossa, a zaczęła bessa. Modyfikacji uległ harmonogram sesji, oznaczenia i rodzaje instrumentów pochodnych, pojawiły się też zmiany w indeksach. Powstał alternatywny rynek NewConnect. Internet bezustannie dostarcza nowych źródeł informacji. Rozpowszechniły się serwisy RSS oraz blogi.

### Oko w oko z bykami i niedźwiedziami:

- kontrakty terminowe i opcje,
- gra na instrumentach „bezpiecznych”,
- korzystanie z dźwigni finansowej,
- strategię spekulacji i manipulacji,
- główne instytucje i inwestorzy rynku kapitałowego,
- rodzaje indeksów giełdowych,
- czynniki ryzyka,
- alternatywny rynek NewConnect,
- przepisy prawne obowiązujące na rynku kapitałowym,
- oprogramowanie giełdowe.

# Spis treści

<b>Wstęp — wydanie pierwsze</b>	<b>11</b>
<b>Wstęp — wydanie drugie</b>	<b>15</b>
<b>Podziękowania</b>	<b>17</b>
<b>Część I: PODSTAWY</b>	<b>19</b>
<b>1. Organizacja rynku kapitałowego</b>	<b>21</b>
Instytucje rynku kapitałowego	21
Giełda Papierów Wartościowych	22
Komisja Nadzoru Finansowego	23
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	23
Biura maklerskie	24
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	25
Otwarte fundusze emerytalne	26
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	27
Wnioski	29
<b>2. Rodzaje inwestycji finansowych</b>	<b>31</b>
Możliwości inwestowania	31
Lokata bankowa	31
Obligacje, bony skarbowe	32
Akcje	32
Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	33
Waluty	33
Instrumenty pochodne	33
Parametry inwestycji	34
Czas trwania inwestycji	34
Dopuszczalny poziom ryzyka	35
Oczekiwana stopa zwrotu	35
Wielkość inwestowanych środków	36
Inne czynniki decydujące o rodzaju inwestycji	36
Poziom wiedzy i doświadczenie inwestora	36
Powierzenie gotówki w zarządzanie	37
Forma prawna inwestora	37
Koszty obsługi inwestycji	37
Wnioski	38

<b>3. Dostęp do informacji</b>	<b>39</b>
Internet	39
Bieżące informacje	39
Dostęp do danych fundamentalnych	40
Edukacja	41
Instytucje rynku kapitałowego	43
Biura maklerskie	43
Giełdy zagraniczne	43
Biuletyny internetowe	44
Serwisy RSS	44
Blogi i fora dyskusyjne	44
Serwisy płatne	45
Inne strony WWW o tematyce giełdowej	46
Książki	47
Pozostałe źródła drukowane	47
Gazeta „Parkiet”	48
Publiczne dokumenty informacyjne	48
Wydawnictwa Giełdy Papierów Wartościowych	51
Wydawnictwa biur maklerskich	52
Telewizja i teletekst	52
Wnioski	53
<b>4. Pierwsze kroki</b>	<b>55</b>
Wybór biura maklerskiego	55
Zakładanie rachunku inwestycyjnego	56
Kapitał inwestycyjny	57
Warsztat inwestora	58
Podatki od zysków kapitałowych	59
Wnioski	59
<b>5. Organizacja rynku giełdowego</b>	<b>61</b>
System notowań Warset	61
Notowane walory	62
Nazwy walorów	64
Rodzaje systemów notowań i rynków	65
Harmonogram sesji	65
Rodzaje zleceń i ich składanie	67
Rozliczanie transakcji	70
Arkusze zleceń	71
Ograniczenia wielkości zmian kursu	72
Wyniki notowań	74
Wnioski	75

<b>6. Indeksy</b>	<b>77</b>
Rodzaje indeksów	77
Indeks WIG20	79
Indeks WIG	80
Indeksy mWIG40, sWIG80	82
Indeksy sektorowe	82
Indeks rynku NewConnect	83
Indeksy giełd światowych	83
Wnioski	84
<b>7. Czynniki ryzyka</b>	<b>85</b>
Związane z działalnością spółki	85
Związane z sytuacją makroekonomiczną	86
Wynikające z rynku kapitałowego	88
Wnioski	90
<b>8. Alternatywny rynek NewConnect</b>	<b>91</b>
Charakterystyka rynku NewConnect	91
Wskaźnik Growth Indicator	93
Różnice między NewConnect a rynkiem głównym	95
Wnioski	96
<b>9. Kontrakty terminowe i opcje</b>	<b>97</b>
Co to jest kontrakt terminowy?	97
Depozyt zabezpieczający otwarte pozycje na kontraktach terminowych	99
Co to jest opcja?	101
Depozyt zabezpieczający otwarte pozycje krótkie na opcjach	106
Bezpieczne inwestowanie w kontrakty i opcje	107
Wnioski	108
<b>10. Przepisy prawne obowiązujące na rynku kapitałowym</b>	<b>111</b>
Podstawowe akty prawne	111
Regulaminy biur maklerskich i GPW	113
Regulacje obowiązujące na rynku NewConnect	114
Przekraczanie progów i wezwania	115
Definicja manipulacji	116
Kluby inwestorów	117
Wnioski	118

## **Część II: ANALIZY** **119**

<b>11. Analiza makroekonomiczna</b>	<b>121</b>
Znaczenie analizy makroekonomicznej	121
Gospodarka światowa	121
Gospodarka krajowa	125
Cykle gospodarcze	126

## 6 Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrać

Korelacje	127
Oceny wiarygodności kredytowej (ratingi)	128
Wnioski	129
<b>12. Analiza sektorowa</b>	<b>131</b>
Podział gospodarki na sektory	131
Makrosektor przemysł	133
Makrosektor finanse	135
Makrosektor usługi	137
Wnioski	138
<b>13. Analiza techniczna</b>	<b>139</b>
Modelowanie zmian kursu waloru	139
Co to jest analiza techniczna?	140
Trend	141
Poziomy wsparcia i oporu	142
Formacje	143
Odwrócenia trendu	143
Kontynuacji trendu	145
Pozostałe	146
Fale Elliotta	147
Poziomy Fibonacciego	148
Wykresy kółko i krzyżyk	149
Średnie kroczące	150
Wstęgi Bollingera	151
Wskaźniki i oscylatory	152
Dywergencje	155
Wnioski	156
<b>14. Analiza świec</b>	<b>157</b>
Jak powstają świece?	157
Analiza pojedynczej świecy	158
Luki	160
Formacje świecowe	161
Świece wolumenowe (equicandle)	164
Wnioski	164
<b>15. Analiza fundamentalna</b>	<b>167</b>
Etapy rozwoju przedsiębiorstwa	167
Metody wyceny przedsiębiorstw	168
Sprawozdania finansowe	169
Współczynniki C/Z i C/WK	171
Akcjonariusze	173
Emisje A, B, C	173
Dywidendy	174
Prognozy zysków	175
Wnioski	176

<b>16. Analiza rynkowa</b>	<b>177</b>
Współczynniki WF i AF	177
Rodzaje płynności	180
Wymiana	181
Współczynniki WR i AR	182
Wycena wartości akcji	184
Parametry odniesienia	184
Parametry graniczne	185
Norma WF — ogólna metoda wyceny wartości akcji	185
Norma C/WK — metoda tylko dla banków	187
Wartość giełdowa	190
Wnioski	190
<b>17. Analiza emocji</b>	<b>193</b>
Efektywność rynku	193
Reakcje emocjonalne inwestorów	195
Cykle giełdowe	197
Rozpoznawanie końca hossy	198
Rozpoznawanie końca bessy	199
Bańki spekulacyjne	200
Ustalanie cen zakupu i sprzedaży	201
Siły emocjonalne rządzące rynkiem	202
Wskaźnik Armsa — nastrój sesji	202
Naturalny kształt notowań na wykresie	203
Kalendarz spiralny Carolana	204
Wnioski	205
<b>Część III: PRAKTYKA</b>	<b>207</b>
<b>18. Bezpieczeństwo inwestycji</b>	<b>209</b>
Ograniczanie strat	209
Zarządzanie gotówką	210
Proporcja walory – gotówka	210
Korzystanie z kredytu	211
Prowizje od zleceń	212
Zarządzanie ryzykiem	212
Ryzyko waloru	213
Dywersyfikacja portfela	213
Analiza portfelowa	214
Ryzyko instrumentów pochodnych	215
Dobre praktyki spółek	216
Wnioski	217

<b>19. Strategie inwestycyjne</b>	<b>219</b>
Właściwe podejście do rynku	219
Gra pod informację	220
Naśladownictwo	221
Strategia regularnych zakupów	221
Uśrednianie	222
Inwestowanie zgodne z cyklami	222
Wykorzystanie danych statystycznych	223
Strategia „myśliwego”	224
Wykorzystanie różnicy kursów kupno-sprzedaż	224
Czekające zlecenia	225
Strategie wynikające z analizy technicznej	225
Strategie wynikające z analizy fundamentalnej	228
Inwestowanie w oparciu o płynność	228
Polowanie na dywidendy	229
Gra na zmianę składu indeksu	230
Inwestowanie w oparciu o korelacje	230
Gra na wartość nominalną akcji	231
Strategie opcyjne	231
Wnioski	233
<b>20. Manipulacje giełdowe</b>	<b>235</b>
Wynikające z systemu Warset	235
Kurs zamknięcia sesji	235
Zlecenia karnetowe	236
Transakcje pakietowe	236
Teoretyczny kurs otwarcia	237
Skład indeksu WIG20	237
Stosunek GPW do notowanych spółek	238
Artykuły w gazecie „Parkiet”	239
Manipulacje analityków	239
Rekomendacje	240
Wyceny	241
Komentarze	242
Oczekiwania	242
Manipulacje spółek giełdowych	243
Wyniki finansowe	243
Emisje	245
Zarządzanie spółką	245
Manipulacje inwestorów	246
Przewinienia biur maklerskich	247
Telewizyjna propaganda	248
Wnioski	250

<b>21. Przykłady podejmowania decyzji</b>	<b>251</b>
Krótkoterminowa inwestycja w akcje	251
Średnioterminowa inwestycja w akcje	252
Długoterminowa inwestycja w akcje	253
Gra na kontraktach terminowych w ciągu sesji	254
Średnioterminowa inwestycja w kontrakty terminowe	256
Gra na kontraktach w oparciu o systemy transakcyjne	257
Gra na opcjach w ciągu sesji	258
Średnioterminowa inwestycja w opcje	259
Łapanie okazji fundamentalnych	260
Spekulacja na prawach poboru	261
Zakup nowych spółek na rynku pierwotnym	261
Zakup nowych spółek na rynku wtórnym	263
Zarabianie na akcjach spółek groszowych	263
Inwestowanie w akcje spółek zagranicznych notowanych na GPW	264
Wnioski	265

## **Część IV: OPROGRAMOWANIE** **267**

<b>22. Internetowy program giełdowy</b>	<b>269</b>
ISPAG PRO 9.5	269
Wnioski	270
<b>23. Uniwersalny program Giełda 2009 5.5</b>	<b>273</b>
Zarządzanie danymi	274
Analiza techniczna	275
Dane fundamentalne	280
Inne analizy	284
Portfele inwestycyjne	293
Wnioski	296
<b>24. Programy firmy Statica</b>	<b>297</b>
Serwer Danych Giełdowych	297
Notowania Mobilne	298
Notowania 3	300
Notowania 3 MAX	302
Statica AT 2.19 Real Time	304
Wnioski	306
<b>25. Program MetaStock 10.1</b>	<b>309</b>
Pobieranie notowań	310
Konstruowanie wykresów	311
Dodatkowe narzędzia	314
Expert Advisor	315
Indicator Builder	315



System Tester	316
The Explorer	317
Zarządzanie opcjami	318
Serwis informacyjny	320
Wnioski	321
<b>26. Pozostałe programy giełdowe</b>	<b>323</b>
Programy polskie	323
Atech Professional	323
Cyklotron 2.4.4 End-of-Day	323
Wirtualny inwestor	324
Portfel inwestora 2	324
Programy zagraniczne	325
AmiBroker 5.2	325
AptiStock 2.01	325
Stock Stalker 2.5.1	326
Eclipse Trader Stock Charts 0.3	326
Wnioski	328
<b>Zakończenie — wydanie pierwsze</b>	<b>329</b>
<b>Zakończenie — wydanie drugie</b>	<b>331</b>
<b>Dodatek A Tabele</b>	<b>333</b>
Polecane lektury	337
<b>Dodatek B Prowizje maklerskie</b>	<b>339</b>
Biuro maklerskie banku Millennium	339
Biuro maklerskie banku BPH	340
Centralny Dom Maklerski Pekao SA	341
<b>Skorowidz</b>	<b>343</b>

# Rozdział 20

## Manipulacje giełdowe

### ■ WYNIKAJĄCE Z SYSTEMU WARSET

Na początek rozważań o manipulacjach proponuję przyjrzeć się zasadom, na jakich dokonują się transakcje w systemie Warset. Powinny one uniemożliwiać dokonywanie jakichkolwiek manipulacji. A jak jest naprawdę?

#### Kurs zamknięcia sesji

Kurs zamknięcia sesji jest bardzo ważny, ponieważ wiele rozliczeń finansowych jest dokonywanych w oparciu o niego. Dlatego na rynku są inwestorzy zainteresowani, aby na sam koniec sesji podciągnąć lub zbić w dół końcowy kurs zamknięcia. Poza tym kurs zamknięcia jest kursem odniesienia dla następnej sesji. Takich manipulacji dokonują głównie duzi inwestorzy, bo tylko oni dysponują odpowiednimi środkami. Jeśli duży inwestor skupuje akcje jakiejś spółki, to powoduje to wzrost kursu w czasie sesji. Aby następnego dnia nie płacić więcej, daje na otwarcie dogrywki duże zlecenie sprzedaży i zbija kurs z powrotem. Dysponując dużym kapitałem, może w ten sposób robić z kursem zamknięcia danej spółki, co chce. Szczególnie istotny jest kurs zamknięcia indeksu WIG20.

Kurs pierwszej transakcji na dogrywkach jest końcowym kursem zamknięcia w danym dniu. Oznacza to, że kupując jedną akcję głównej spółki na rynku (na przykład TPSA), można wyraźnie zmienić kurs zamknięcia tej spółki oraz indeksu WIG20. Jeszcze większy efekt otrzymamy, jeśli po jednej stronie rynku złożymy zlecenie karnetowe (opisane poniżej) po PKC na wszystkie spółki wchodzące w skład indeksu WIG20, a po drugiej stronie rynku odpowiednie zlecenie kupna po niskim kursie lub sprzedaży po wysokim.

Takie zlecenia, których głównym celem jest manipulowanie kursem, są prawnie zabronione, jednak nie słyszałem o przypadku, aby komuś to udowodniono i aby kogoś za to skazano.

A szkoda wyrządzana przez takie ustalanie kursu jest ogromna. O ile można zmienić kurs zamknięcia od stanu sprzed dogrywek?

12 listopada 2008 roku udało się dzięki tej manipulacji zmniejszyć wielkość zmiany indeksu WIG20 z -9% do -5%, czyli o 4%. Dokonało tego duże zlecenie inwestora zagranicznego. Jednak KNF nie dopatrzyła się w tym zdarzeniu żadnej manipulacji. Taka nagła zmiana wartości indeksu spowodowana przez manipulację na otwarciu dogrywek nazywana jest przez inwestorów „cudofiksem”.

Inne giełdy nie urządzają dogrywek, uważając, że czasu do zawierania transakcji w ciągu dnia jest pod dostatkiem i te dodatkowe 10 minut nie jest do niczego potrzebne. Poza tym na niektórych giełdach kurs zamknięcia jest obliczany jako wartość średnia z transakcji zawartych w ciągu kilku ostatnich minut. Te mechanizmy prawie uniemożliwiają manipulowanie kursem zamknięcia sesji.

Od 1 września 2006 roku zostały zmniejszone kroki notowań walorów (patrz rozdział 5., „Organizacja rynku giełdowego”). Możliwości manipulacji kursem zamknięcia trochę dzięki temu zmały, ale nadal istnieją. Z powodu wielokrotnej krytyki dogrywek prezes GPW obiecał ich likwidację w najbliższej przyszłości i ustalanie kursów zamknięcia w oparciu o średnią wartość kursów z ostatnich kilku minut. Jednak ostatnio znowu upiera się przy zachowaniu dogrywek, motywując to dużymi obrotami w tej części sesji. Proponuje natomiast skrócenie czasu składania zleceń na dogrywki do pięciu minut. Byłaby to nic nieznacząca zmiana.

## Zlecenia karnetowe

Aby ułatwić inwestorom składanie zleceń, system Warset umożliwia składanie całego zestawu (karnetu) zleceń jednocześnie. Okazało się to wspaniałym narzędziem do manipulowania kursem. Wystarczy przygotować karnet zawierający sprzedaż lub kupno po PKC kilku akcji wszystkich walorów wchodzących w skład indeksu WIG20.

Wprowadzenie go na rynek spowoduje maksymalny możliwy spadek lub wzrost indeksu WIG20 wynikający z aktualnego arkusza zleceń.

Inwestorów, którzy to stosują, nazywa się arbitrażystami. Ich strategia gry opiera się na dwóch etapach. Najpierw kupują trochę akcji i jednocześnie zajmują pozycję krótką na kontraktach. Kupowanie akcji powoduje utrzymywanie się optymizmu na rynku. Następnie zleceniami karnetowymi zbijają mocno rynek i zamykają pozycje na kontraktach. Można oczywiście grać również na wzrost rynku. Zysk otrzymany z kontraktów znacznie przekracza straty na akcjach.

Inwestowanie na rynku narażonym na zlecenia karnetowe zwiększa znacznie ryzyko inwestycji. Poza tym wprowadzają one nierówność wśród uczestników rynku, ponieważ takie zlecenia są domeną raczej dużych inwestorów.

## Transakcje pakietowe

Jest to przywilej tylko dużych inwestorów. Aby móc zawrzeć taką transakcję, musi ona opiewać na minimum od 0,5 do 3 mln zł w zależności od waloru. Muszą być znane obie strony transakcji, sprzedający i kupujący, a na transakcję musi wyrazić zgodę zarząd giełdy.

Rzetelny obraz sytuacji na danym walorze otrzymamy, jeśli przeanalizujemy zmiany nie tylko kursów, ale i wolumenu obrotu. Natomiast w wyniku transakcji pakietowych znaczna część wolumenu obrotu zostanie pominięta. Otrzymamy w ten sposób nieprawdziwy obraz sytuacji.

Jeśli inwestor chce kupić większą ilość akcji jakiejś spółki, to nawet rozkładając zakupy na wiele sesji, spowoduje wzrost kursu, ponieważ jego zakupy zwiększają popyt. Natomiast jeśli kupi akcje w transakcji pakietowej, zmiany kursu nie będą.

Transakcje pakietowe stwarzają sytuacje niekorzystne dla drobnych inwestorów, którzy i tak są w gorszym położeniu ze względu na małe możliwości finansowe.

## Teoretyczny kurs otwarcia

Od godziny 8 można składać zlecenia na sesję. Nie są od razu realizowane, ponieważ jeszcze nie rozpoczęła się sesja. Zlecenia te można w każdej chwili anulować. W oparciu o nie są ustalane teoretyczne kursy otwarcia (TKO) dla poszczególnych walorów oraz wartość indeksów. Mamy więc doskonale narzędzie do wprowadzania w błąd mniej doświadczonych inwestorów.

Transakcje na kontraktach terminowych i opcjach rozpoczynają się pół godziny wcześniej. Jest to czas, w którym na akcjach ustawiane są TKO zachęcające do otwierania określonej pozycji na kontraktach. W ostatniej minucie przed rozpoczęciem transakcji na akcjach wycofywanych jest wiele zleceń. Okazuje się wtedy, że obraz rynku jest inny, niż sugerowały TKO, i że takie otwarcie pozycji na kontraktach było błędem.

TKO można wykorzystać do badania podaży lub popytu. Jeśli chcemy zorientować się, ile akcji jest po stronie podaży przed sesją, to możemy złożyć odpowiednie zlecenie kupna. Oczywiście nie jest ono realizowane, ponieważ jeszcze nie rozpoczęła się sesja. W oparciu o nasze zlecenie ustalany jest teoretyczny kurs otwarcia, który mówi nam, o ile wzrósłby kurs akcji tej spółki, jeśli wystąpiłby na niej taki popyt jak nasze zlecenie. W ten sposób można znaleźć spółki najbardziej podatne na wzrost kursu. Trzeba tylko uważać, aby w porę anulować to zlecenie przed rozpoczęciem się sesji. Badanie popytu jest trudniejsze, ponieważ trzeba mieć akcje badanej spółki.

TKO jest stosowany również na innych giełdach, ale nie występuje sytuacja, aby instrument bazowy i kontrakt na ten instrument rozpoczynały sesję o różnej godzinie. Unika się w ten sposób możliwości manipulowania instrumentem bazowym. Inną metodą znacznego ograniczenia manipulacji byłoby uniemożliwienie anulowania złożonych zleceń na przykład pięć minut przed rozpoczęciem się sesji.

## Skład indeksu WIG20

Indeksy zostały utworzone po to, aby wiernie pokazywać zmiany kursów walorów wchodzących w skład indeksu. Czy tak jest naprawdę?

Mamy indeksy o równym wpływie walorów na indeks i indeksy ważone kapitalizacją. W indeksach o równym wpływie walorów na indeks każdy walor ma taki sam wpływ na indeks, który jest średnią arytmetyczną kursów tych walorów. Indeks ważony kapitalizacją uwzględni

zmiany wartości pakietów akcji. Dobierając odpowiedni skład pakietów akcji, możemy zmieniać wpływ danego waloru na indeks. Możemy też zmieniać skład walorów poprzez usuwanie jednych walorów, a wprowadzanie na ich miejsce innych.

Skład indeksu WIG20 został podany w rozdziale 6., „Indeksy”. Skład indeksu nie jest stały, może być zmieniany co kwartał. Oczywiście inwestorzy są informowani o planowanej zmianie z odpowiednim wyprzedzeniem. Jakie są skutki zmian składu indeksu i wielkości pakietów?

Zmiany te sprawiają, że indeks przestaje być obiektywny. Poza tym tak się dziwnie składa, że przeważnie w chwili włączania waloru w skład indeksu ma on niski kurs, a w chwili usuwania wysoki.

Jeśli chodzi o zmianę wielkości pakietów, to redukuje się te pakiety, które mają zbyt duży wpływ na indeks. Z kolei wpływ na indeks rośnie wraz ze wzrostem kursu danego waloru. Oznacza to, że jeśli kurs waloru rośnie, to wartość jego pakietu akcji też rośnie.

Wpływ na indeks zależy od wartości pakietu akcji danego waloru. Największy wpływ na indeks WIG20 mają następujące walory: KGHM, PEKAO, PKNORLEN, PKOBP i TPSA. Zamiast indeksu 20 głównych spółek mamy w rzeczywistości indeks pięciu spółek. Ułatwia to znacznie manipulowanie rynkiem. Wystarczy w sposób wyraźny wpłynąć na kursy tych pięciu spółek, a w konsekwencji zmienia się indeks WIG20 i kontrakty terminowe na ten indeks.

Wszystkie te zmiany powodują stały wzrost indeksu WIG20, nawet jeśli kursy walorów nie rosną. Doszło do tego, że w przeszłości biuro maklerskie Penetrator wprowadziło własny indeks rynku, który rzetelniej pokazywał sytuację. Inną próbę poprawienia obiektywizmu indeksu podjęła telewizja CNBC Biznes, wprowadzając własny indeks o nazwie DNR30. Indeks ten został dodatkowo poszerzony o następne dziesięć dużych spółek. Spowodowało to mniejszy wpływ zmian kursu pojedynczego waloru na indeks.

Aby zmniejszyć wpływ pojedynczego waloru na indeks, powinno się zrezygnować z nadawania poszczególnym walorom różnego znaczenia poprzez różne wielkości pakietów akcji. Otrzymalibyśmy wtedy indeks, w którym każdy walor miałby taki sam wpływ na indeks. Nawet przy zachowaniu tej samej liczby walorów, czyli 20, wpływ pojedynczego waloru wynosiłby tylko 5%. Obecnie wpływ niektórych walorów dochodzi do 15%, a innych wynosi około 1%.

## ■ STOSUNEK GPW DO NOTOWANYCH SPÓŁEK

GPW jest instytucją, której byt zależy od notowanych spółek. Spółki jak klienci w sklepie — powinny być traktowane przychylnie. Jednak nie zawsze tak jest. Parę lat temu kapitał akcyjny spółek składał się z akcji, których cena nominalna nie mogła być niższa niż 1 zł. Powodowało to odpowiednie przełożenie na kursy akcji na rynku, których wartość tylko czasami spadała poniżej 1 zł. Spotykało to przeważnie spółki małe, słabe, nieraz na granicy bankructwa.

Jednak nasi organizatorzy rynku finansowego lubią się czymś wykazać i wprowadzili zmiany. Po zmianach najniższa cena nominalna mogła wynosić 1 gr. Nikt nie zastanawiał się wtedy, jakie to spowoduje zmiany na rynku. Spółki skrzętnie wykorzystywały nowe zasady zatwierdzone

przez KNF i wprowadzone przez giełdę. Zaczęły dokonywać splitów akcji, słusznie wychodząc z założenia, że więcej akcji o niższym nominale spowoduje większą płynność i łatwiejszy dostęp do akcji dla drobnych inwestorów. Niektóre spółki wykorzystały te zmiany, wypuszczając kilka nowych emisji z prawem poboru z ceną nawet niekiedy równą 1 gr.

Skutek był taki, że kursy tych spółek na sesji rosły o 100% (zmiana kursu z 1 gr na 2 gr) lub spadały o 50% (zmiana kursu z 2 gr na 1 gr). To zaczęło mocno psuć statystykę sesji i denerwować zarząd giełdy. Ale kto był temu winien? Przecież to były skutki błędów GPW i KNF-u.

W końcu giełda znalazła wyjście z sytuacji. Takie spółki zostały wpisane na tak zwaną Listę Alertów, karnie usunięte z notowań ciągłych, z indeksów, jeśli miały wpływ na jakiś indeks, i przeniesione do notowań jednolitych. Powstał więc klasyczny przypadek karania kogoś za własne błędy.

Inny przykład to zawieszanie notowań spółki, która zbyt silnie wzrosła. Przydarzyło się to spółce DRAGOWSKI z powodu zbyt małej liczby akcji w wolnym obrocie. Niewielki popyt spowodował 10-krotny wzrost kursu. Za karę notowania spółki zostały zawieszane na miesiąc i po upływie tego miesiąca przeniesione do notowań jednolitych, a inwestorzy, którzy kupili akcje tej spółki, znaleźli się w pułapce. A czy GPW nie zdawała sobie sprawy z tego, co może się zdarzyć, kiedy dopuszczała akcje tej spółki do obrotu?

## ■ ARTYKUŁY W GAZECIE „PARKIET”

„Parkiet” jest jedyną gazetą całkowicie poświęconą giełdzie. Dlatego ma znaczny wpływ na inwestorów. Czasami jest to wykorzystywane do wywierania na nich presji. Do treści samych artykułów nie mam zastrzeżeń. Presja wywierana jest bardziej delikatnie.

Jak wiemy, można na dany temat napisać artykuł o wymowie zarówno pozytywnej, jak i negatywnej. Obydwie wersje artykułu będą zawierać fakty. Jednak właściwy ich dobór i komentarz mogą wywołać zamierzone przez kogoś wrażenie.

Niektóre artykuły są aktualne przez dłuższy czas, zwłaszcza jeśli poruszają sprawy bardziej ogólne. Kiedy ma się przygotowane takie materiały, wystarczy tylko zadbać o właściwy moment ich publikacji.

## ■ MANIPULACJE ANALITYKÓW

Tak zwani „analitycy” to na naszym rynku przeważnie maklerzy pracujący w jakimś biurze maklerskim lub inne osoby powiązane z jakąś instytucją rynku finansowego. Z racji zajmowanego stanowiska nie są oni obiektywni.

Oprócz maklerów mamy na rynku również doradców inwestycyjnych, ale ze względu na swoją opinię nie chcą oni wypowiadać się na temat sytuacji na rynku.

Ciekawą formą manipulacji jest przedstawianie możliwości, jak gdyby były to fakty. Często dowiadujemy się, że jakaś spółka „coś może zmienić”. Oczywiście każda spółka coś może, ale z tego nic nie wynika. Ma to nieraz krótkotrwały wpływ na kurs. Spółka przeważnie nic nie zmienia, bo przecież do niczego się nie zobowiązała. Jest to forma rozpowszechniania plotek albo wniosków z fusologii.

Gazeta Finansowa opublikowała w maju 2009 roku listę dziesięciu najmniej wiarygodnych autorytetów ekonomicznych. Co ciekawe, nie byli to jacyś drugorzędni maklerzy z biur maklerskich, tylko osoby decydujące o gospodarce i rynku kapitałowym w naszym kraju:

- Stanisław Kluza — przewodniczący KNF,
- Waldemar Pawlak — minister gospodarki,
- Donald Tusk — premier RP,
- Ryszard Petru — ekonomista, dyrektor ds. strategii BRE Banku,
- Sławomir Skrzypek — prezes NBP,
- Lech Kaczyński — prezydent RP,
- Jacek Rostowski — minister finansów,
- Katarzyna Zajdel-Kurowska — zastępca dyrektora wykonawczego w MFW,
- prof. Jan Winiecki — doradca ekonomiczny WestLB Polska,
- Leszek Balcerowicz — ekonomista, były premier RP.

Mogę zrozumieć brak wiedzy ekonomicznej u polityków. Ale listę otwiera przewodniczący KNF, czyli osoba, która nadzoruje rynek kapitałowy. Mamy na tej liście też dwóch ministrów odpowiedzialnych za gospodarkę i finanse państwa oraz prezesa NBP. Aż strach pomyśleć, jakie szkody może wyrządzić poważne potraktowanie wypowiedzi tych niewiarygodnych autorytetów.

## Rekomendacje

Rekomendacje wydawane są przez biura maklerskie. Najpierw wydawane są rekomendacje płatne dla klientów biura maklerskiego. Po upływie pewnego czasu, na przykład miesiąca, rekomendacje zostają odtajnione i są podawane do publicznej wiadomości. Oczywiście klienci biura mają już akcje w chwili odtajnienia rekomendacji.

Na co więc liczą biura maklerskie, odtajniając rekomendacje? Na to, że nowi inwestorzy podciągną kurs do góry. Spowoduje to, że rekomendacja okaże się słuszna oraz będzie komu sprzedać akcje z zyskiem.

Znam biuro, które postępowало jeszcze bardziej perfidnie. Zajmowało się również zarządzaniem powierzonymi pieniędzmi. Najpierw samo kupowało za nie akcje, później sprzedawało na te akcje rekomendacje, a na końcu odtajniło rekomendacje. Dzięki temu po kupieniu akcji wywoływało dwa razy sztuczny popyt na tym walorze.

Wydawane są następujące rekomendacje:

- KUPUJ — akcje spółki posiadają ponad 20-procentowy potencjał wzrostu.
- AKUMULUJ — akcje spółki posiadają ponad 10-procentowy potencjał wzrostu.
- NEUTRALNIE — cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%).
- REDUKUJ — akcje spółki są przewartościowane o 10 – 20%.
- SPRZEDAJ — akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%.

Niektórzy inwestorzy rekomendacje traktują jak antywskaznik. Jeśli jest rekomendacja „kupuj”, sprzedają, i odwrotnie, i wcale na tym źle nie wychodzą. Rekomendacje są ważne przez sześć miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostały zmienione. Oznacza to, że powinno się podawać tylko aktualnie ważne, a nie te, które pasują do wywołania zamierzonego efektu.

## Wyceny

Dla inwestorów wycena wartości akcji jakiegoś waloru jest bardzo istotna, bo pozwala ocenić, czy papier jest przewartościowany, czy niedowartościowany. A jak ocenić sytuację, w której w tym samym czasie jedno biuro wycenia akcje spółki KGHM na 150 zł, a inne na 90 zł? Co można powiedzieć o biurze, które w krótkim czasie podnosi wycenę KGHM-u z 30 zł na 60 zł, 88 zł, 95 zł, 115 zł, 135 zł i w końcu na 150 zł? Przecież wartość spółki zmienia się powoli. Z takimi wycenami mieliśmy do czynienia w hossie. Natomiast w bessie wycena jednej akcji spadła nawet do 20 zł.

Otóż wyceny dostosowywane są do bieżącego kursu oraz do oczekiwania wystawiającego wycenę. Wycen tych nikt nie weryfikuje. Dlatego można ustalać je prawie dowolnie. W jaki sposób dokonuje się wycen?

Prawo wymaga, aby rekomendacja oparta była o wcześniej sporządzoną dwiema metodami wycenę. Najczęściej wybiera się metodę DCF (*discounted cash flow*) i metodę porównawczą. Metoda DCF, czyli metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, oparta jest na szeregu założeń (stopa wolna od ryzyka, premia rynkowa, beta, koszt długu i stopa wzrostu). Zmieniając założenia, możemy otrzymać prawie dowolną wycenę.

Wycenę robi się w oparciu o analizę fundamentalną i dotychczasowe osiągnięcia spółki. Zakłada się, że spółka będzie się rozwijać w przyszłości tak szybko jak dotychczas, co nie zawsze jest prawdą. Spółka może być na szczycie swoich możliwości. Druga metoda to wycena akcji spółki metodą porównawczą: porównuje się jej współczynniki fundamentalne do współczynników innych spółek z tej samej branży. Zapomina się przy tym o fakcie, że cała branża może być właśnie mocno przewartościowana lub niedowartościowana. W metodzie tej poszczególnym współczynnikom nadaje się odpowiednią wagę, zmieniając w ten sposób ich wpływ na końcową wycenę. Wystarczy zmienić je odpowiednio, a znowu otrzyma się oczekiwaną wycenę.

Wyceny odnoszą się przeważnie do przyszłości, a nie do wartości bieżącej. Jeśli jednak zapomnimy o tym drobnym szczególe, uzyskamy zamierzony skutek. Większość inwestorów zakłada, że wycena teraz wydawana jest wyceną bieżącej wartości akcji.



## Komentarze

Komentarze publikowane są po każdej sesji oraz po pojawieniu się ważnej informacji. Wydawane są w celu przekonania inwestorów o wiarygodności autora, którą następnie wykorzystuje on do manipulowania inwestorami. Większość komentarzy jest zachowawczych lub zgodnych z bieżącą sytuacją na rynku.

Komentarze zachowawcze najczęściej opisują, co działo się na minionej sesji, a to inwestorzy już wiedzą, a następnie podają wszelkie możliwości rozwoju sytuacji, nie preferując żadnej. Po przeczytaniu takiego komentarza inwestor nadal nie wie, jaką przyjąć strategię na rynku. Ponieważ wymienione zostały wszystkie możliwości (wzrost, spadek, konsolidacja), to któraś na pewno się spełni i wtedy można uważać, że komentarz się sprawdził.

Komentarze zgodne z bieżącą tendencją pisane są przy założeniu, że na rynku występuje trend. Taki komentarz ma więc największe prawdopodobieństwo sprawdzenia się. Po uzyskaniu wiarygodności wśród inwestorów można realizować własne ukryte cele, namawiając ich do kupna lub sprzedaży określonych lub dowolnych walorów.

Wystarczy, że rynek zacznie tylko trochę iść do góry, a zaraz słychać komentarze: „Duzi inwestorzy zagraniczni kupują” czy „Napłynęły pieniądze z zagranicy”. Oczywiście to przeważnie nieprawda, ale polscy inwestorzy lubią, gdy na naszej giełdzie pojawia się kapitał zagraniczny, i jest to wykorzystywane w komentarzach.

## Oczekiwania

Od jakiegoś czasu media próbują manipulować danymi makroekonomicznymi. Ponieważ podawanych liczb nie mogą zmienić, to próbują zmienić wzorzec, do którego wartości te są porównywane. Przedtem porównywało się dane bieżące z danymi sprzed miesiąca i danymi sprzed roku. I można było wyciągnąć prawidłowe wnioski, czy dany współczynnik rośnie, czy maleje. Porównywanie do danych sprzed roku eliminuje sezonowość, która może wystąpić w ciągu roku.

Teraz pojawiła się nowa moda. Porównywanie bieżących danych do oczekiwań analityków. Oczywiście, jakich analityków — nie wiemy — i dlaczego oni akurat tyle oczekują — też. Najczęściej są to opinie z 10 biur maklerskich, z których oblicza się średnią. Cóż za wspaniałe narzędzie do manipulacji. Wystarczy tylko ustalić odpowiednie oczekiwania analityków i mamy pożądaną skuteczną wartość. Jeśli bieżąca wartość wskaźnika jest gorsza niż przed rokiem, a chcemy, by zostało to odebrane pozytywnie, to obniżamy oczekiwania analityków poniżej tej wartości. I teraz możemy powiedzieć, że owszem, jest trochę gorzej, ale spodziewaliśmy się, że będzie znacznie gorzej. Inwestorzy oddychają z ulgą i pomimo złych danych giełdy rosną. Niekiedy nawet zapomina się podać, jaki był wynik sprzed roku, a tylko podaje się oczekiwania. Według mnie jeśli publikowany wskaźnik makroekonomiczny lub wynik spółki różni się znacznie od oczekiwań, to tylko źle świadczy o tych oczekiwaniach. Albo ci, którzy ustalali te oczekiwania, mają za małą wiedzę albo robią to specjalnie, czyli są po prostu nieobiektywni. Kiedyś rynek z tego wyrośnie, ale na razie daje się nabierać.

## ■ MANIPULACJE SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Efekty inwestycji zależą od jakości spółek, w które zainwestowaliśmy. Aby określić właściwe postępowanie spółek publicznych, zostały opracowane i wydane w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* zasady ich postępowania. Czy spółki przestrzegają tych zasad?

### Wyniki finansowe

Spółka publiczna jest zobowiązana do składania raportów finansowych w określonych terminach. Na początku roku każda spółka podaje harmonogram ukazywania się tych raportów. W praktyce terminy te nie zawsze są przestrzegane, zwłaszcza jeśli przekazywany wynik nie jest dobry — nieraz celowo podawany jest wtedy z opóźnieniem.

Treść przekazywanych raportów też nie zawsze jest właściwa. Zdarzają się zwykłe pomyłki, brak ważnych danych lub raporty za inny okres sprawozdawczy. Pomyłki te nieraz są zamierzone, ponieważ umieszczone później sprostowanie zauważy już niewiele osób. Poza tym może już być znana reakcja kursu akcji danej spółki na błędne dane.

Forma przekazywanych raportów była ostatnio kilka razy zmieniana, co również utrudnia ich ocenę. Usunięto numerację pozycji w raportach i wprowadzono podawanie danych w formie danych narastających. Jeśli ktoś teraz nie ma danych poprzednich, to tak naprawdę nie wie, ile ostatnio spółka zarobiła. Niektóre spółki zagraniczne podają raporty w innej walucie. Do tego jeszcze dochodzi przyjęta jednostka. Większość spółek wyniki podaje w tysiącach złotych, ale są wyjątki podające wyniki w złotówkach lub w milionach złotych.

Spółki publiczne mogą podawać prognozy swoich wyników finansowych. Nie jest to obowiązkowe, ale spółka, która podaje prognozy, cieszy się większym zaufaniem wśród inwestorów. Jaka jest jednak rzetelność tych prognoz? Znanych jest wiele przypadków podawania wspaniałych prognoz na dany rok, z których spółka wycofuje się w grudniu lub nawet na początku stycznia następnego roku. Jest to kpina z akcjonariuszy, ponieważ zarząd spółki zna już wyniki spółki za dany rok, a o tym, że w spółce źle się dzieje, wiedział od dawna.

Niektórym spółkom zdarza się nieoczekiwane podanie bardzo złego zysku netto za dany kwartał. Jako przykład niech posłuży strata netto spółki BRE za IV kwartał 2004 roku, która w raporcie skonsolidowanym wyniosła 385 mln zł. W poprzednich kwartałach spółka ta wykazywała zyski. Strata była porównywalna z dwuletnim zyskiem tej spółki. Dlaczego wcześniej nie było sygnału, że efekty działalności spółki się pogarszają?

Można to wytłumaczyć tylko w jeden sposób — prowadzenie „kreatywnej księgowości”, czyli ukrywanie przed akcjonariuszami stanu faktycznego. Oczywiście ukrywać można do czasu, a gdy sprawa się wyda, spółka w jeden kwartał wrzuca wszystkie poprzednie straty. Co daje takie ukrywanie, zwłaszcza że i tak w końcu będzie to znane inwestorom?

Osoby związane ze spółką przeważnie mają jej akcje. Akcje są wysoko notowane, ponieważ rynek nie wie, co się w spółce dzieje. Jest więc czas, aby dobrze je sprzedać, zanim to zrobią inni.

Inną ciekawostką są zyski spółki wchodzącej na giełdę. Spółki słabe w cudowny sposób zaczynają dużo zarabiać. Przykładowo spółka POLICE przed wejściem na giełdę osiągała roczny zysk netto dochodzący do 10 mln zł. Wchodząc na giełdę, raptem zaczęła dużo zarabiać i wydała prognozę zysku netto na rok 2005 w wysokości 99,5 mln zł, czyli prawie dziesięciokrotnie więcej niż dotychczas. Należy dodać, że pieniądze ze sprzedaży akcji spółki na rynku pierwotnym nie wpłynęły do spółki, ponieważ to była sprzedaż przez Skarb Państwa akcji już istniejących, a nie nowa emisja.

Kiedy spółka znalazła się na giełdzie, obniżyła prognozę zysku netto na rok 2006 do 2,3 mln zł, czyli do swoich rzeczywistych możliwości. Takie dynamiczne zmiany zysku netto można wytłumaczyć tylko odpowiednim prowadzeniem księgowości spółki. Ale jak się to robi? Metod jest kilka. Najprostsza to tworzenie dużych rezerw pod przyszłe zdarzenia. Utworzone rezerwy pomniejszają zysk netto w danym okresie. Następnie rezerwy te rozwiązuje się w okresie dla nas pożądanym i mamy nagle duże zyski.

Aby ocenić to, jak są traktowani inwestorzy na polskim rynku, wystarczy porównać obowiązujące u nas reguły z regułami stosowanymi na rynku amerykańskim. W USA spółki podają wyniki po dwóch tygodniach od zakończenia okresu rozliczeniowego, u nas po sześciu. Dlaczego nasze spółki muszą mieć trzy razy więcej czasu na podanie wyników? Czyżby miały inne komputery? A może potrzebny jest czas, aby osoby wtajemniczone dokonały wcześniej kupna lub sprzedaży akcji tych spółek.

Następna sprawa to to, co się oficjalnie podaje. U nas najważniejszy jest zysk netto, a na rynku amerykańskim zysk przypadający na jedną akcję. Różnica jest istotna, jeśli spółka wypuszczała nową emisję. Bardzo często po takiej emisji zysk netto lekko rośnie, natomiast zysk na akcję spada, i to znacznie.

Inna sprawa to polityka dywidend. Na rynku amerykańskim jest zasada, że spółka jest warta tyle, ile wynosi suma dywidend wypłacanych w ciągu roku. Często dywidenda dzielona jest na cztery części i wypłacana co kwartał. Kiedy spółka ma przejściowe kłopoty, to aby wypłacić dywidendę, bierze kredyt lub emituje nowe akcje za dywidendę. U nas często zarząd spółki uważa się za jej właściciela — jak ma gest, to dywidenda będzie, a jak nie, to nie będzie. Brak dywidendy zawsze uzasadniany jest „potrzebami spółki”.

Na rynku amerykańskim wszelkie ważne decyzje muszą być oparte o dokładne analizy. Jeśli nie jest wypłacana dywidenda, to spółka musi wykazać, jaki dodatkowy zysk osiągną zatrzymane w spółce dodatkowe środki pieniężne z dywidendy.

Jeśli spółki chcą się połączyć, to musi być również dokładne wyliczenie korzyści z tego wynikających. U nas połączenia lub przejęcia spółek są często tylko wynikiem ambicji prezesa, a nie wynika to z rachunku ekonomicznego. Poza tym nikt nie przedstawia żadnych symulacji korzyści wynikłych z przyszłego połączenia. Na rynku amerykańskim każdy akcjonariusz może przez internet brać udział w spotkaniach z zarządem spółki, na których ma prawo zadawać pytania zarządowi. Jest to mechanizm pozwalający na kontrolę zarządu spółki przez zwykłych akcjonariuszy.

U nas takich spotkań nie ma, są tylko walne zgromadzenia, na które można przyjechać, ale wiąże się to z kosztami, dużą stratą czasu, dużą biurokracją i nie daje praktycznie żadnego wpływu na podejmowane decyzje.

## Emisje

Nową emisję akcji spółka powinna wypuszczać, jeśli ma plany dynamicznego rozwoju. Pieniądze te powinny sfinansować potrzebne inwestycje, które w przyszłości zapewniłyby dodatkowe zyski akcjonariuszom. W prospektach emisyjnych spółki roztaczają mirażę wspaniałej przyszłości i obiecują krociowe zyski akcjonariuszom. A jak wygląda szara rzeczywistość?

Na giełdę nieraz wchodzi spółki, które chcą się wzbogacić nie poprzez swoją działalność gospodarczą, ale poprzez wypuszczanie akcji. Zamiast realizować plany przedstawione w prospekcie emisyjnym, wydaje się pieniądze na podwyżki dla pracowników lub na spłacanie długów spółki. Niektóre spółki przed wejściem na giełdę wypuszczały dla swoich pracowników i zarządu emisje po niskich cenach, a w chwili wchodzenia na giełdę następną emisję dla inwestorów po wysokiej cenie. Przykładowo spółka ATON-HT w grudniu 2007 roku wypuściła emisję z ceną 1 zł dla dużych i dotychczasowych akcjonariuszy, a miesiąc później następną emisję dla mniejszych inwestorów po 2,1 zł.

Wiele spółek pod pretekstem wiązania pracowników zarządu ze spółką wypuszczało tak zwane „emisje menedżerskie”. Akcje były sprzedawane nieraz po cenie nominalnej wielokrotnie niższej niż kurs na rynku. Różnica cen powodowała spadek kursu, czyli pokrywali ją inni akcjonariusze.

Ostatnio pojawiła się moda na emisje z prawem poboru po bardzo niskiej cenie emisyjnej. Są to pewnego rodzaju emisje przymusowe, ponieważ niewykupienie akcji z nowej emisji wiąże się z poważnymi stratami.

## Zarządzanie spółką

Zarząd i rada nadzorcza spółki to główne organy kierownicze. Od rzetelności osób zasiadających w tych organach zależy opinia spółki na rynku. Z kolei opinia przekłada się na kurs spółki. Jak można popsuć opinię o spółce?

Złą opinię mają spółki pracownicze. Powstały one poprzez wykup majątku spółki przez pracowników w czasie jej prywatyzacji. Spółki takie nastawione są głównie na przejadanie wyprowadzanego zysku poprzez podwyżki płac pracowników lub wysokie nagrody z zysku rocznego.

Również spółki Skarbu Państwa nie mają dobrej opinii. Zakłada się, że spółki prywatne są lepiej zarządzane, ale nie zawsze tak jest. W dużych spółkach państwowych przeważnie są silne związki zawodowe, które często wchodzi w spory zbiorowe z zarządem spółki, a odbija się to niekorzystnie na kursie akcji tej spółki. Spółka taka podatna jest też na częste zmiany składu zarządu i rady nadzorczej z przyczyn politycznych.

Pozostałe spółki też robią, co mogą, aby popsuć sobie opinię. Do częstych przewinień należy nieobiektywne przekazywanie lub brak informacji ze spółki. Niefrasobliwe wypowiedzi prezesa nieraz już zachwiały kursem akcji spółki.

Większe możliwości manipulacji mają holdingi. Aby spółka główna, „matka”, osiągnęła zysk, wystarczy, że dokona odpowiednich transakcji ze swoimi „córkami”. Znane są przypadki, że w holdingu jedną „córkę” wyznaczano do odgrywania roli „śmietnika”. Wykazywała straty, za to cała reszta holdingu prezentowała się wspaniale. Po pewnym czasie można ogłosić bankructwo tej „córkę” i po kłopotach.

Inną korzyścią z istnienia holdingu jest możliwość utworzenia spółki „córki” w tak zwanym „raju podatkowym”. Można wtedy prawie całe zyski holdingu przesunąć na tę „córkę”, aby nie płacić dużych podatków. Jednak ten proceder nie uderza w akcjonariuszy, lecz nawet zwiększa ich zyski.

Co zrobić, gdy ma się popsutą opinię? Naprawić opinię jest trudno, ale można proces ten przyspieszyć, stosując „zacieranie śladów”. Można zmienić prezesa i inne osoby winne złej opinii. Dobrą metodą jest podział spółki na dwie nowe, połączenie z inną, utworzenie holdingu, split akcji, wypuszczenie nowej emisji lub zmiana nazwy spółki. Wszystkie te posunięcia spowodują, że trudno będzie porównywać dane historyczne z bieżącymi i kojarzyć obecną spółkę z jej poczynaniami z przeszłości.

Niektóre zarządy traktują spółkę jak swoją własność, którą trzeba systematycznie przenosić na prywatne konta. Robi się to poprzez bardzo wysokie pensje i dodatkowe nagrody bez względu na stan finansowy spółki. Przykładem niech będzie spółka Wistil, gdzie zarząd i rada nadzorcza w 2007 roku zarobili 19,4 mln zł, podczas gdy spółka wykazała stratę w wysokości 17,7 mln zł. Sprawą tą zajęło się już Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, a powinna Komisja Nadzoru Finansowego.

## ■ MANIPULACJE INWESTORÓW

Spora część manipulacji dokonywanych przez inwestorów została przedstawiona przy opisie systemu Warset. Ale to jeszcze nie wszystko, co potrafią. Główne zarzuty wobec inwestorów to działanie w zмовie i manipulowanie kursami.

Na naszym rynku działają tak zwane „spółdzielnie”. Są to nieformalne grupy inwestorów, którzy inwestują razem. Jednoczesne uderzenie wielu inwestorów w ten sam walor powoduje duże zmiany jego kursu. Dlatego takie postępowanie jest w naszym prawie zakazane. W niektórych krajach działają kluby inwestorów, w których razem ustala się najlepsze walory do inwestycji i nikomu to nie przeszkadza. Aby zniechęcić inwestorów do zakładania klubów, wprowadzono przepisy nakazujące członkom takiego klubu inwestowanie poprzez wspólną gotówkę. A kto zaryzykuje powierzenie swojej gotówki w zarządzanie komuś z klubu?

Walka ze „spółdzielniami” jest tak naprawdę walką z konkurencją. Duży inwestor dysponuje dużą gotówką i często ma duży wpływ na kurs jakiejś spółki. Zlecenia drobnych inwestorów działających bez porozumienia redukują się nawzajem, ponieważ część sprzedaje, a część kupuje. Poza tym kapitał drobnych inwestorów może być rozproszony na wiele spółek. Dopiero działanie wspólne wytwarza duży kapitał mogący skutecznie przeciwstawić się kapitałowi dużych inwestorów.

Manipulować kursem można jeszcze inaczej. Wystarczy, że dwóch lub więcej inwestorów umówi się, że będą na zmianę sprzedawać i kupować duże ilości akcji po podnoszonym stopniowo kursie. Ich rzeczywiste koszty ograniczą się do zapłaconych prowizji, ponieważ resztę rozliczą pomiędzy sobą poza rynkiem. Spowoduje to wyraźny wzrost kursu oraz wolumenu

obrotów na tym walorze. A to, jak wiemy, jest wyraźnym sygnałem kupna, który spowoduje zainteresowanie się walorem przez innych inwestorów na rynku. Po wyraźnym wzroście kursu wystarczy sprzedać posiadane walory i podzielić zyski.

Ponieważ takie operacje można łatwo wykryć, sprawdzając, jakie operacje były dokonywane na kontach osób podejrzanych, poradzono sobie z tym „problemem”. Założono konto w biurze maklerskim pewnej Ukraince. Przez konto tej pani dokonywano transakcji, a gdy zrobiło się gorąco, właścicielka konta po prostu wyjechała na Ukrainę i ślad po niej zaginęła.

Inną specjalnością naszych inwestorów jest rozpuszczanie plotek. Kiedyś pewien inwestor podszył się pod znanego inwestora i wysłał pocztą informację do spółki o nabyciu przez tego znanego inwestora znacznego pakietu akcji. Spółka tej informacji nie sprawdziła i podała ją jako oficjalny komunikat do systemu ESPI. Kurs oczywiście skoczył gwałtownie do góry, a spółka później musiała się gęsto tłumaczyć z tego komunikatu.

Oprócz poważnych manipulacji zdarzają się też zachowania, które niedoświadczony inwestor może odczuć boleśnie. Jako przykład podam, jak można zniechęcić innych inwestorów do kupowania akcji jakiejś spółki. Jeśli chcemy sprzedać 100 akcji jakiejś spółki, dajemy 100 zleceń po jednej akcji. Jeśli ktoś, kto kupi te akcje, ma prowizję liniową, nic mu się nie stanie, ale jeśli rozliczany jest według tabeli, zapłaci 100 minimalnych prowizji, ponieważ prowizja będzie liczona oddzielnie od każdego zrealizowanego zlecenia. Jeśli przykładowo jedna akcja kosztowała 10 zł, a minimalna prowizja w tabeli wynosi 5 zł, to kupujący zapłaci 50% więcej.

O tym, że na spółce coś się dzieje, możemy zorientować się po nagłym wzroście obrotów. Jeśli połączone jest to ze wzrostem kursu, oznacza to, że ktoś już wie o jakimś ważnym i jednocześnie pozytywnym zdarzeniu związanym ze spółką. Tak zdarzyło się w listopadzie 1997 roku przed ogłoszeniem wezwania na akcje spółki Wedel. Jeśli kurs spada bez przyczyny na dużych obrotach, to oznacza to, że lepiej poinformowani sprzedają akcje, aby uciec przed ukazaniem się oficjalnego komunikatu ze spółki. Działo się tak w lutym 2002 roku tuż przed aresztowaniem prezesa spółki PKN Orlen.

## ■ PRZEWINIENIA BIUR MAKLESKICH

Jest to chyba najbardziej zdrowy fragment rynku kapitałowego. W biurach maklerskich spotkałem wielu życzliwych maklerów, służących pomocą zwłaszcza początkującym inwestorom. Biura maklerskie można podzielić na dwie główne grupy: bankowe i pozostałe.

Biura bankowe to takie, które są własnością jakiegoś dużego banku. Ze względu na opinię banku biuro takie podlega ścisłemu nadzorowi z jego strony. Pozostałe biura maklerskie takiego nadzoru nie posiadają. Są więc w większym stopniu narażone na działanie na pograniczu prawa lub nawet na jego łamanie.

Główne zarzuty stawiane biuram maklerskim to wycieki informacji i niekorzystne zapisy w umowach z inwestorami. W biurach maklerskich obowiązują tak zwane „chińskie mury”, to znaczy, że makler przyjmujący zlecenia musi ich treść zachować w tajemnicy oraz sam nie może składać zleceń. Obecnie nie jest to już taki duży problem, ponieważ większość zleceń i tak jest widoczna w arkuszu zleceń.

Jeśli umowa jest wyraźnie niekorzystna, można jej nie podpisać i wybrać inne biuro. Oprócz drobnych przewinień zdarzają się też bardzo poważne afery, takie jak historia Warszawskiej Grupy Inwestycyjnej (WGI).

WGI zarządzała powierzonymi przez inwestorów pieniędzmi, jednak robiła to nieuczciwie. Prowadziła podwójną księgowość, inną dla klienta, inną dla siebie. Często inwestowała czyjeś pieniądze, a zyski odprowadzała na własny rachunek. Kiedy giełda dynamicznie rosła, taki proceder przynosił niezłe zyski. Jednak kiedyś na giełdzie musiały się pojawić spadki. Kilka nieudanych transakcji i sprawa się wydała. Teraz inwestorzy dochodzą sądownie swoich pieniędzy, a sprawę WGI bada prokurator.

## ■ TELEWIZYJNA PROPAGANDA

Mamy obecnie dwa kanały telewizyjne poświęcone inwestowaniu na rynku kapitałowym. To CNBC Biznes i TV Biznes. Telewizja tematyczna powinna przekazywać bieżące informacje w sposób obiektywny, bez żadnej stronniczości. Czy tak jest w rzeczywistości?

Najpierw przyjrzyjmy się, jak wygląda oferta informacyjna telewizji CNBC Biznes. Mam dużo zastrzeżeń do jakości przekazywanych informacji.

Na dole ekranu znajduje się ruchomy pasek z notowaniami w czasie rzeczywistym. Jest to bardzo ważna rzecz dla inwestorów w czasie sesji. Ale niestety źle zostały dobrane kolory. Jasnozielone napisy na białym tle są prawie niewidoczne.

Druga sprawa to reklamy. Rozumiem, że stacja żyje z reklam, ale nadawać całe pakiety co 15 minut to znaczna przesada. Poza tym zawsze zapowiadane są bieżące informacje, ale najpierw nadawane są reklamy, a bieżące informacje przekazywane są w środku pakietu reklam. W trakcie nadawania reklam wygaszany jest pasek z notowaniami. W tym czasie nie wiemy, co się dzieje na rynku, a mogą dziać się ważne rzeczy.

Następna sprawa to okropnie nieprzyjemny i głośny sygnał nadawany bardzo często. Sygnał słychać nawet w trakcie wypowiedzi prowadzącego redaktora. Zamiast poważnej telewizji o inwestycjach zrobiła się z tego dyskoteka.

Przejdźmy teraz do przekazywanych treści. Tak się składa, że najczęściej dobrze płatnych reklam pochodzi od banków. Również zapraszani maklerzy i analitycy są zwykle związani z jakimś bankiem. Dlatego o bankach nie można powiedzieć złego słowa. Często urządzone są nagonki na jakąś branżę czy też spółkę. Ostatnio trwała nagonka na deweloperów. Dlaczego? Ponieważ banki podniosły oprocentowanie kredytów hipotecznych. Aby końcowa wartość kredytu nie wzrosła zbyt dużo, należało zmusić deweloperów do obniżki cen mieszkań.

Prowadzący program redaktorzy nie potrafią zachować dystansu wobec poglądów gości. Jeśli poglądy redaktora są inne, to ucina on temat, tłumacząc się brakiem czasu. Poza tym goście nie mogą się swobodnie wypowiadać. Muszą odpowiadać tylko na zadawane pytania, często typu: „Czy już pan przestał bić swoją żonę i dzieci?”. Do tego dochodzą wrzucane do pytań tendencyjne wyrazy czy określenia.

Informacje przekazywane przez telewizję CNBC Biznes są tendencyjne. Często aby udowodnić swoją tezę, redaktorzy wygrzebują zdarzenia z nieistotnych krajów czy gospodarek. Zaskakują inwestorów nazwami indeksów, o których nikt nie słyszał. Do tego dochodzą pomyłki i późniejsze sprostowania.

9 października 2008 roku były duże spadki na rynku. Aby uspokoić nastroje, bank Millennium podał wstępne dane za III kwartał, z których wynikało, że kondycja banku jest dobra. Niestety redaktor z CNBC się pomylił i podał, że wynik jest gorszy o 60% w stosunku do poprzedniego roku, co było nieprawdą, ponieważ wynik był praktycznie taki sam jak przed rokiem, a narastająco za trzy kwartały był kilkanaście procent lepszy. Spowodowało to silny spadek akcji banku Millennium, a ponieważ bank ten jest głównym składnikiem indeksu mWIG40, to również i spadek tego indeksu. Po kilku godzinach sprostowano tę informację, ale skutki wyrządzonej szkody pozostały.

Następna sprawa to nadmiar informacji z gospodarki amerykańskiej. Jest ich stanowczo za dużo i są traktowane zbyt poważnie. Redaktorzy zapominają, że inwestujemy w Polsce, na polskiej giełdzie i mamy akcje polskich spółek, a nie amerykańskich. To, co dzieje się w USA, dla polskiego inwestora jest tylko dodatkiem, a nie sednem sprawy. Zwłaszcza że w tym czasie pomija się często ważne komunikaty z naszych spółek. Giełdę amerykańską pokazują codziennie, natomiast reportaży z jakiejś polskiej spółki i dokładnej, rzeczowej analizy jej działalności jeszcze nie widziałem. Widocznie nikomu nie chce się opuścić ciepłego fotela w studio.

Inną ciekawostką jest sposób przeprowadzania wywiadu z osobą spoza Warszawy. Osoba taka siada na wysokim stołku na tle okna z ładnym widokiem na zewnątrz. Jedynym środkiem łączności ze studiem w Warszawie jest głos w słuchawce telefonicznej od telefonu komórkowego. Trzeba uważać, aby nie spaść z tego stołka. Nie ma żadnego podglądu obrazu, więc nie bardzo wiadomo, co się dzieje w studio. Jeśli redaktor zada pytanie, a w rozmowie bierze udział kilka osób, to często słyszymy dwie odpowiedzi, ponieważ nie wiadomo, komu zadano to pytanie.

Na koniec jeszcze notowania indeksów. Nie są podawane notowania takich głównych indeksów światowych jak Dow Jones, FT-SE100, DAX, natomiast mamy indeksy giełd drugorzędnych z Turcji i Szwajcarii, a ostatnio i z Rumunii. Z czego to wynika? Prawdopodobnie częściowo z oszczędności, a częściowo z szukania sensacji.

Telewizja TV Biznes jest znacznie spokojniejsza, ale przekazuje mniej informacji. Tu też są problemy z doбором kolorów. Aby wypełnić czymś program, nadawane są często oprócz reklam pokazy mody lub inne materiały całkowicie niezwiązane z rynkiem kapitałowym (na przykład „Święto bogini Durga” z Bangladeszu). Ciekawostką są powtórki programów, na których widać pasek z notowaniami z poprzedniego dnia. Inną atrakcją jest puszczenie paska zawsze od początku po każdej reklamie. Ponieważ reklam jest dużo, notowania spółek na literę A widzimy bardzo często, natomiast spółek na literę Z lub notowania rynku NewConnect — bardzo rzadko.

Twórcy obydwu telewizji powinny zobaczyć, jak to robią koledzy z CNBC Europe lub Bloomberg TV Europe. Tam nie ma problemu z kolorami, tłem dźwiękowym czy reklamami zaślaniającymi pasek notowań, a wszystkie informacje są związane z rynkiem kapitałowym.



## ■ WNIOSKI

Przedstawiony obraz rynku jest na pewno przejawiony. Ale wiele opisanych zdarzeń miało miejsce w przeszłości i może się powtórzyć w przyszłości. Dlatego lepiej jest znać czyhające na inwestora niebezpieczeństwa, aby samemu ich nie odkrywać, bo to bardzo boli.

A co na to instytucje nadzorujące rynek kapitałowy? Starają się, ale nie mają na swym koncie dużych osiągnięć. Niektórym maklerom odebrano licencję, innych usunięto z pracy. Do sądu zostało skierowanych wiele wniosków.

Ale takie sprawy jest trudno udowodnić, a nikt się sam nie przyzna. Dlatego są one często umarzane z braku dowodów lub z powodu „niskiej szkodliwości społecznej”.

Na dodatek mamy nieprecyzyjne prawo. Według przepisów nie można manipulować kursem. Ale przecież każde zlecenie wpływa na kurs. Tego, od kiedy zaczyna się manipulacja, prawo nie precyzuje. Według prawa nie można działać w zмовie. Ale gdy kilkanaście osób na forum pisze, jakie kupiło akcje, a czyta to cała Polska, jest to już działanie w zмовie czy jeszcze nie? Czy ci czytający też są w zмовie, czy tylko piszący?

A jaka jest opinia inwestorów i społeczeństwa o naszym rynku kapitałowym? Giełdę inwestorzy nazywają „szulernią”. Natomiast społeczeństwo pamięta dotkliwą lekcję z roku 1994, kiedy wielu ludzi straciło wszystkie oszczędności, i ówczesne zachowanie się analityków z rynku kapitałowego. Najpierw radzili nie sprzedawać akcji, tłumacząc to tylko chwilową korektą, a gdy nastąpiła zapaść, gazeta „Parkiet” radziła, by dzielnie znosić to, co się stało.