Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

DOI:10.17951/h.2015.49.4.301

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLIX, 4 SECTIO H 2015

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów

ELŻBIETA ANIELA KUBIŃSKA

kubinska@uek.krakow.pl

Czarny PR na polskim rynku kapitałowym

Negative Campaigning on the Polish Capital Market

Słowa kluczowe: finanse behawioralne, efekt świeżości, efekt pierwszeństwa, kontrastowa teoria podobieństwa, szum informacyjny, efektywność informacyjna rynków

Keywords: behavioral finance, recency effect, primacy effect, contrast model of similarity, noise, information efficiency of markets

Kod JEL: G02, G11, G14

Wstęp

Informacja pełni kluczową rolę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynkach finansowych. Spółki w sposób systematyczny komunikują się z uczestnikami rynku finansowego, przekazując informacje, na podstawie których inwestorzy mogą dokonać oceny wartości fundamentalnej spółki. Coraz większą rolę odgrywają relacje inwestorskie, w ramach których są dostarczane aktualne, istotne informacje dotyczące funkcjonowania spółki [Dziawgo, 2010, 2011]. Wiadomości biznesowe i portale internetowe podają setki informacji na temat spółek notowanych na giełdzie, indeksów giełdowych, danych makroekonomicznych, polityki pieniężnej. Wśród nich mogą pojawić się informacje fundamentalne, ale i dezinfromacja, określana mianem szumu informacyjnego [Black, 1986].

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie behawioralnych aspektów wybranych przypadków negatywnej dezinformacji – czarnego PR-u na polskim rynku kapitało-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

wym. Zostaną tutaj przytoczone podstawowe definicje związane z czarnym PR-em oraz przedstawione wybrane informacje z obszaru finansów behawioralnych związane z wpływem negatywnych informacji na decyzje inwestycyjne. Ponadto pojawią się przykłady z polskiego rynku kapitałowego.

1. Czarny PR

Wśród informacji dotyczących rynków finansowych pojawiają się informacje fundamentalne, które zgodnie z Hipotezą Rynków Efektywnych [Fama, 1970] determinują ceny aktywów, i informacje określane mianem szumu informacyjnego. Pojęcie szumu (*noise*) wprowadził F. Black [1986], definiując je jako przeciwieństwo informacji, czyli błędne idee, niedokładne dane, które mogą wpływać na ceny aktywów pomimo braku fundamentalnych podstaw. Szum informacyjny na rynkach finansowych jest także określany jako dezinformacja – fałszywa informacja; jest również kojarzony z wpływem nastroju, sentymentu inwestorów na decyzje inwestycyjne. Inwestorzy, motywowani w swych decyzjach inwestycyjnych szumem informacyjnym (*noise traderzy*), są odpowiedzialni za występowanie na rynkach finansowych ryzyka szumu. Polega ono na tym, że decyzje inwestorów motywowane szumem informacyjnym mogą spowodować coraz większe odchylenia cen walorów od ich wartości fundamentalnych. Ryzyko to jest rozważane przez dobrze poinformowanych uczestników rynków finansowych, tzw. arbitrażystów, podczas decyzji o zaangażowaniu się w strategie inwestycyjne mające na celu zlikwidowanie nieefektywnych wycen [Abreu, Brunnermeier, 2002].

Przykładem szumu informacyjnego są informacje docierające do inwestorów giełdowych, przekazywane również analitykom giełdowym, maklerom, dziennikarzom prasy fachowej, doradcom w ramach działań czarnego PR-u. Jedna z trafniejszych definicji czarnego PR-u podaje, że jest to świadomie zaplanowane działanie na szkodę innego podmiotu (instytucji, organizacji, narodu lub indywidualnego człowieka), mające najczęściej na celu podważenie czyjejś pozycji na rynku, autorytetu i wiarygodności, wizerunku firmy lub osoby [Macierzyński, 2008, s. 86]. Czarny PR jest zatem wypaczeniem profesjonalnie kształtowanych relacji z otoczeniem, jest skierowany na dezinformację inwestorów, wprowadzanie w błąd przez nieuczciwe prezentowanie informacji. Działania w ramach czarnego PR-u mogą być uznane za manipulację informacją na rynkach finansowych i wówczas są działaniem nielegalnym. W art. 39 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zostały wymienione naruszenia prawa stanowiące manipulację, m.in.:

> 4) rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu, w tym Internetu, lub w inny sposób fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych:
>
> a) przez dziennikarza – jeżeli nie działał z zachowaniem należytej staranności zawodowej albo jeżeli uzyskał z rozpowszechniania takich informacji bezpośrednią lub

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

pośrednią korzyść majątkową lub osobistą dla siebie lub innej osoby, nawet działając z zachowaniem tej staranności,

b) przez inną osobę – jeżeli wiedziała lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd.

2. Behawioralne aspekty działań czarnego PR-u

W ramach kampanii czarnego PR-u do inwestorów docierają informacje w różnych odstępach czasu. Inwestorzy mogą być pod wpływem pozytywnych informacji przekazanych przez spółkę, a następnie przez działanie konkurencji może pojawić się kilka negatywnych informacji. W przypadku sekwencji informacji docierających do inwestorów może zadziałać efekt pierwszeństwa lub efekt świeżości. Efekt pierwszeństwa polega na tym, że informacja napływająca jako pierwsza wywiera większy wpływ na tworzenie sądu, ogólnego wrażenia niż informacja otrzymana w późniejszym czasie. Efekt świeżości polega na silniejszym oddziaływaniu informacji najświeższych; silniej na tworzenie opinii wpływają informacje, które nadeszły jako ostatnie niż te, które pojawiły się wcześniej. Na pytanie, który efekt uruchamia się w danej sytuacji odpowiedzieli Miller i Campbell [1959] w klasycznym badaniu, w którym zaprezentowano materiał z rozprawy sądowej. Był on podzielony na dwie części: argumenty powoda i argumenty obrony. Zaprezentowano go w różny sposób ośmiu grupom, zgodnie ze schematami przedstawionymi w tab. 1.

Tab. 1. Osiem sposobów prezentacji materiału sądowego

Numer	Krok 1	Krok 2	Krok 3	Krok 4	Krok 5
Schemat 1	Materiał za	Materiał przeciw	Ocena		
Schemat 2	Materiał przeciw	Materiał za	Ocena		
Schemat 3	Materiał za	Materiał przeciw	Przerwa 7 dni	Ocena	
Schemat 4	Materiał przeciw	Materiał za	Przerwa 7 dni	Ocena	
Schemat 5	Materiał za	Przerwa 7 dni	Materiał przeciw	Ocena	
Schemat 6	Materiał przeciw	Przerwa 7 dni	Materiał za	Ocena	
Schemat 7	Materiał za	Przerwa 7 dni	Materiał przeciw	Przerwa 7 dni	Ocena
Schemat 8	Materiał przeciw	Przerwa 7 dni	Materiał za	Przerwa 7 dni	Ocena

Źródło: [Miller, Campbell, 1959, za: Tyszka, 2000, s. 36].

Czynnikiem decydującym o występowaniu efektu pierwszeństwa lub efektu świeżości jest ilość czasu oddzielającego zdarzenia zachodzące w określonej sytuacji, tzn. ilość czasu między pierwszym a drugim komunikatem oraz ilość czasu między zakończeniem drugiego komunikatu a momentem, w którym odbiorcy muszą podjąć ostateczną decyzję. W schematach, gdzie prezentacja materiałów za i przeciw była skumulowana (schemat 1 i 2) lub oddalona w czasie (schemat 7 i 8) nie stwierdzono wpływu kolejności prezentacji materiałów na ocenę, żaden z efektów nie pełnił dominującej roli. Efekt pierwszeństwa wystąpił w schematach 3 i 4, kiedy prezen-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

tacja materiału przeciwnego następowała zaraz po pierwszej prezentacji, a ocena była oddalona w czasie o tydzień. W przypadku schematów 5 i 6, gdzie prezentacja materiału przeciwnego następowała z tygodniowym opóźnieniem i zaraz po niej następowała ocena, Miller i Campbell stwierdzili występowanie efektu świeżości. Działanie zgodne ze schematem 5 i 6 jest wykorzystywane w ramach kampanii czarnego PR-u, kiedy negatywna informacja pojawia się w takim momencie, że spółka nie ma wystarczająco dużo czasu na dokonanie sprostowania i przekazanie informacji inwestorom, np. w trakcie zamykania zapisów na akcje podczas IPO.

W ramach kampanii czarnego PR-u informacje są przekazywane w formie plotek, sugestii. Tak jak pisałam wcześniej, na rynkach finansowych obok racjonalnych inwestorów występują również tzw. *noise traderzy*, którzy dokonują transakcji nie na podstawie sprawdzonych informacji fundamentalnych, ale na podstawie plotek, sugestii [Black, 1986; De Long i in., 1991]. *Noise traderzy* przez reakcję na szum informacyjny wpływają na kształtowanie się cen akcji oraz na ogólne zwiększenie zmienności panującej na rynkach [Campbell, Shiller, 1988]. Bloomfield, Libby i Nelson [1998, 2000] wykazali że inwestorzy reagują zbyt silnie na wiadomości niepotwierdzone, zaś przejawiają konserwatyzm w stosunku do precyzyjnych i jasnych sygnałów. Pound i Zeckhauser [1990] pokazali, że plotki opublikowane w kolumnie „Heard on the Street" w „Wall Street Journal" o możliwej fuzji lub przejęciu firmy wywierały dużo większy wpływ na cenę akcji niż samo ogłoszenie informacji przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy – badanie to potwierdza fakt reakcji inwestorów na wiadomości niepotwierdzone. Z kolei Bernard i Thomas [1989, 1990], Abarbanell i Bernard [1992] wykazali opóźnioną reakcję rynku na ogłoszenie wyników finansowych spółek (tzw. *post-earnings-announcement drift*) – badanie to potwierdza konserwatyzm w reakcjach inwestorów na wiadomości precyzyjne i sprawdzone.

Niewłaściwa, tj. zbyt duża lub zbyt mała, reakcja inwestorów na informacje jest powodowana tym, że inwestorzy w swoich decyzjach nie opierają się głównie na informacjach rzetelnych i sprawdzonych, ale również na pogłoskach, plotkach, niesprawdzonych wiadomościach. Ogromną rolę w decyzjach inwestycyjnych pełni nastrój inwestorów, sentyment inwestycyjny [Barberis, Shleifer, Vishny, 1998]. O jego znaczeniu w procesie decyzyjnym świadczy też ogromna ilość komentarzy giełdowych, w których zmiany wartości indeksu czy zmiany notowań spółek tłumaczy się za pomocą sentymentu inwestorów. Pogłoski, plotki, niesprawdzone wiadomości, nastrój inwestorów to elementy kampanii czarnego PR-u.

Na efektywność strategii czarnego PR-u wpływa także fakt, że reakcja inwestorów na informacje negatywne jest dużo bardziej intensywna niż na informacje pozytywne. Z badań i obserwacji rynku wynika, że jest większe prawdopodobieństwo, iż pojawiająca się informacja będzie pozytywna. Analitycy giełdowi przejawiają nadzwyczajny optymizm przy opracowywaniu prognoz, raportów, formułowaniu rekomendacji [DeBondt, Thaler, 1990]. Częściej na rynku pojawiają się rekomendacje pozytywne niż negatywne, np. w próbie badanej przez Womacka [1996] proporcja

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

między rekomendacjami kupna i sprzedaży wynosiła 7:1. Das, Levine i Sivaramakrishnan [1998] sugerują, że analitycy giełdowi świadomie faworyzują opiniowane spółki, aby utrzymać dobre kontakty z ich zarządami i przez to zapewnić sobie dostęp do wewnętrznych informacji w przyszłości. W przypadku informacji negatywnych, których jest dużo mniej, ceny aktywów reagują bardziej intensywnie niż w przypadku informacji pozytywnych. Womack [1996] wykazał, że ceny akcji spółek, odnośnie do których pojawiły się rekomendacje „kupuj", wzrosły średnio o 2,4%, natomiast w przypadku spółek z rekomendacją „sprzedaj" ceny spadły o 9,1%, przy czym reakcja na informacje negatywne była bardziej rozłożona w czasie. Stickiel [1995] również badał reakcję cen na rekomendacje, a dokładniej – od jakich aspektów rekomendacji zależy reakcja cen. Wykazał, że siła rekomendacji, rozmiar firmy, jednoczesna zmiana prognozy zysków firmy mają trwały efekt na zmiany cen akcji, podczas gdy zmiana rekomendacji w stosunku do wydanych w przeszłości i reputacja analityków także wpływają na cenę, ale w sposób tymczasowy. Langberg i Sivaramakrishnan [2010] opracowali model, w którym ujęto powiązania między ujawnianiem informacji dotyczących firm przez menedżerów nimi zarządzających a opiniami tworzonymi przez analityków. Model ten wyjaśnia dużo większy rozmiar reakcji cen akcji na negatywne informacje w porównaniu z reakcją na informacje pozytywne. Odmienna siła reakcji na informacje pozytywne i negatywne jest też zgodna z teorią perspektywy [Kahneman, Tversky, 1979]. Funkcja wartości w teorii perspektywy ma nachylenie ponad dwa razy większe w obszarze strat w porównaniu z zyskami, co oznacza, że taka sama wielkość straty boli ponad dwa razy bardziej, niż cieszą zyski. Reakcja inwestorów na negatywne informacje sprawia, że efekt negatywnej kampanii będzie długo i boleśnie odczuwany przez spółkę.

Kolejnym mechanizmem używanym w kampaniach czarnego PR-u na rynkach finansowych może być kontrastowa teoria podobieństwa [Tversky, 1977], która mówi, że podczas porównywania obiektów bierzemy pod uwagę cechy wspólne porównywalnych przedmiotów oraz cechy, które je różnią. Aby wzmocnić różnicę między obiektami, np. między dwiema konkurującymi firmami, można w przekazie medialnym zmniejszyć liczbę wspólnych cech lub przy takiej samej liczbie wspólnych cech dodać cechy różniące te dwa obiekty. Zgodnie z kontrastową teorią podobieństwa, jeżeli mamy dwie spółki o podobnych charakterystykach, to publikacja negatywnych informacji dotyczących jednej z nich przy jednoczesnym pominięciu wspólnych cech buduje silny negatywny obraz w porównaniu z konkurencją. Inną sytuacją może być kontrastowe zestawienie pozytywnych informacji opublikowanych przez spółkę z informacjami przekazywanymi w ramach kampanii atakującej daną spółkę, podkreślanie różnic między pozytywnym przekazem spółki a dezinformacją przekazywaną w ramach kampanii również wzmacnia negatywny wizerunek spółki.

Przedstawione efekty behawioralne mają istotny wpływ na decyzje inwestorów, w szczególności w przypadku działań czarnego PR-u. Prowadzi to do postawienia hipotezy, że decyzje inwestorów nie są motywowane tylko informacjami fundamentalnymi, ale są pod istotnym wpływem efektów behawioralnych.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

3. Przykłady wykorzystywania czarnego PR-u na polskim rynku kapitałowym

Jeden z pierwszych przykładów działania czarnego PR-u w Polsce dotyczy producenta zupek w proszku, firmy Amino [*Czarny PR – teoria i praktyka w Polsce i nie tylko*, 2012]. Na początku okresu prywatyzacji Poznańskie Zakłady Koncentratów Spożywczych Amino zostały przekształcone w jednoosobową spółkę akcyjną Skarbu Państwa. W czerwcu 1992 r. Skarb Państwa odsprzedał 80% akcji PZKS Amino spółce CPC Europe (Group) Ltd, wówczas spółka przyjęła nazwę CPC AMINO. W 1997 r. CPC AMINO zdobyła wyróżnienie w konkursie Państwowej Inspekcji Pracy na organizatora bezpiecznej pracy. W 1998 r. miała miejsce negatywna kampania medialna skierowana przeciwko produktom firmy. W mediach pojawiła się informacja, że zupki w proszku są skażone bakteriami salmonelli, w wyniku czego firma była zmuszona wycofać produkt ze sklepów. Przeprowadzone niezwłocznie badania Sanepidu nie potwierdziły doniesień prasowych, ale wiadomość o salmonelli w zupkach Amino zdążyła utrwalić się w świadomości klientów, przez co sprzedaż gwałtownie spadła. W 1998 r. CPC AMINO zmieniła nazwę na Bestfoods Poska Sp. z o.o. W 1999 r. Inspekcja Weterynaryjna zatwierdziła wdrożenie systemu HACCP (ang. *Hazard Analysis and Critical Control Point*, czyli analiza zagrożeń i krytyczny punkt kontrolny) na wszystkich liniach produkcyjnych w poznańskiej fabryce[1]. W 2000 r. miała miejsce fuzja Bestfoods z Unilverem, zakład zmienił nazwę na Unilever Polska S.A. [www.unilever.pl/o-nas/historia/wpolsce/pozna]. Firma podjęła działania mające na celu wyeliminowanie wpływu negatywnych informacji rozpowszechnionych w ramach kampanii czarnego PR-u w 1998 r. Efekt był jednak dla niej druzgocący. W opisanej kampanii klienci zareagowali bardzo silnie na plotki i wiadomości niesprawdzone, wybierając produkty konkurencji. Możemy zaobserwować również nadmierną, długotrwałą reakcję rynku na negatywną informację. Informacja o obecności bakterii salmonelli w zupkach okazała się nieprawdziwa, żadna kontrola w firmie nie wykazała jakichkolwiek nieprawidłowości, lecz pozytywne informacje przekazywane konsumentom nie zmieniły ich negatywnego nastawienia. Potwierdza to postawioną hipotezę, że efekty behawioralne są silniejsze niż fundamentalna informacja.

Debiut na giełdzie spółki Broker FM – właściciela radia RMF FM, jest kolejnym przykładem działań czarnego PR-u na polskim rynku. Kalendarium wydarzeń związanych z IPO spółki zostało przedstawione w tab. 2.

Inwestorzy w okresie zapisów na akcje Broker FM byli pod wpływem dwóch typów informacji: pozytywnych ujętych w prospekcie emisyjnym oraz negatywnych przekazywanych w ramach kampanii czarnego PR-u (tab. 2). Zgodnie z wynikami badań przedstawionymi w tab. 1, w przypadku IPO spółki Broker FM wystąpił schemat 5, w którym w pierwszej kolejności materiał pozytywny zawarty w prospekcie

[1] HACCP jest systemem zapewnienia jakości, koncentruje się na kontroli podczas wytwarzania zamiast kontroli produktu końcowego.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

Tab. 2. Zestawienie wydarzeń związanych z wprowadzeniem akcji Broker FM na GPW w 2014 r.

Data	Wydarzenie
31 maja 2004	Spółka Broker FM przedstawia inwestorom swój prospekt emisyjny.
11 czerwca 2004	Spółka ustala przedział cenowy dla akcji na poziomie 83–98 zł.
16 czerwca 2004	Spółka rozpoczęła budowę księgi popytu. W tym dniu również spółka CR Media Consulting umieszcza na stronie internetowej raport na temat Broker FM. Dokument został usunięty z witryny po kilku godzinach. Wydawca CR Media Consulting tłumaczy to błędem i tym, że opracowanie było przeznaczone tylko dla ich klientów.
17 czerwca 2004	Wybrane redakcje otrzymały dokument podpisany przez „Tomasza Sawickiego, doradcę sekretarza Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji", zawierający informację, że „po zapoznaniu się z dokumentami finansowymi spółki RMF FM" powstały pewne wątpliwości u jednego z członków KRRiT. Rada wyjaśni, czy sytuacja finansowa „nie wskazuje na możliwość utraty przez tę spółkę kontroli nad działalnością nadawcy", co skutkowałoby odebraniem koncesji.
21 czerwca 2004	Broker FM ustala cenę akcji na najniższym poziomie 83 zł i rezygnuje z nowej emisji akcji.
1 lipca 2004	Spotkanie KRRiT z przedstawicielami zarządu RMF FM. KRRiT uznaje „powody wezwania za nieaktualne".
9 lipca 2004	Akcje Broker FM zostają dopuszczone do obrotu giełdowego.
14 lipca 2004	Pierwsze notowanie Broker FM. Stopa zwrotu pierwszego dnia to strata 9,5%.
6 sierpnia 2004	Broker FM składa pozew przeciwko CR Media Consulting i Włodzimierzowi Czarzastemu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*CR Media Consulting broni swego raportu*, 2004].

emisyjnym był przedstawiony przez spółkę potencjalnym inwestorom, następnie po przerwie do inwestorów dotarł materiał negatywny ujawniony zarówno w raporcie CR Media Consulting, jak i informacji przekazanej do mediów przez sekretarza jednego z członków KRRiT, w momencie kiedy kończyły się zapisy na akcje. W schemacie tym wykazano działanie efektu świeżości, co oznacza, że w kluczowym momencie decyzji o nabyciu akcji inwestorzy byli głównie pod wpływem ostatnich negatywnych informacji.

Spółka przedstawiła siebie w prospekcie emisyjnym oraz materiałach dla inwestorów jako lidera rynku reklamy radiowej, natomiast raport CR Media Consulting podważył tę informację: „[…] analitycy CR Media Consulting twierdzą, że RMF FM – utrzymując najwyższą słuchalność – stracił w tym roku pozycję lidera na rynku reklamy radiowej na rzecz Radia Zet" [*CR Media Consulting broni swego raportu*, 2004]. Zestawienie RMF FM ze stacją konkurencyjną, jaką jest Radio ZET, przy jednoczesnym podważeniu wiarygodności danych dotyczących RMF FM, miało zgodnie z kontrastową teorią podobieństwa wzmocnić negatywny obraz spółki Broker FM i osłabić jej pozycję jako lidera rynku.

W przypadku RMF FM można zaobserwować również wspomnianą wcześniej nadreakcję rynku na informacje negatywne, gdzie ceny aktywów reagują bardziej intensywnie w przypadku informacji negatywnych niż pozytywnych. Cena akcji wprowadzonych na giełdę została ustalona na najniższym poziomie 83 zł w wyznaczonych wcześniej widełkach cenowych, jednocześnie Broker FM zrezygnował z nowej emi-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

sji akcji ze względu na niski popyt. Rynek zareagował silnie również na informację niepotwierdzoną. Sekretarz jednego z członków KRRiT przekazał do kilku redakcji informację wyrażającą wątpliwości co do kondycji finansowej spółki, a dokładniej „czy dane finansowe [RMF FM – E.A. K.] nie wskazują na możliwość utraty przez tę spółkę kontroli nad działalnością nadawcy" [*CR Media Consulting broni swego raportu*, 2004]. W lipcu 2004 r. miało miejsce spotkanie z przedstawicielami RMF FM, w wyniku którego KRRiT stwierdziła, „że nie ma żadnych wątpliwości co do kontroli Broker FM nad radiem RMF FM" [*Broker FM pozywa CR Media i Czarzastego*, 2004]. Informacja ta została zinterpretowana jako potencjalna groźba utraty koncesji, co oznacza zaprzestanie podstawowej działalności i brak przychodów z reklamy. Potwierdza to wspomniany wcześniej fakt, że rynek reaguje na plotki i niesprawdzone informacje dużo silniej niż na informacje potwierdzone, np. przekazane w sprawozdaniu finansowym spółki. Silna reakcja inwestorów na niesprawdzone i negatywne informacje jest również związana z faktem, że rynek IPO jest bardzo ryzykowny. Charakteryzuje się on dużo większym ryzykiem niż rynek wtórny. Ritter i Welch [2002] piszą o podwyższonym ryzyku systematycznym spółek wprowadzanych na giełdę. Zgodnie z teorią IPO obserwujemy większą zmienność stóp zwrotu w przypadku spółek, które jest trudniej wycenić i które charakteryzują się większą asymetrią informacyjną [Lowery, Officer, Schwert, 2010]. O podwyższonym ryzyku świadczy też duże prawdopodobieństwo bankructwa [Fama, French, 2004; Demersi, Joos, 2007].

Zakończenie

Polski rynek kapitałowy nie różni się od dojrzałych rynków. Tak jak na rozwiniętych rynkach, również w Polsce mamy do czynienia z kampaniami czarnego PR-u. Przykładem zaczerpniętym z rozwiniętych rynków może być przypadek firmy Toyota, która w efekcie informacji o usterkach pedału hamulca, nagłośnionych w mediach w Stanach Zjednoczonych, była zmuszona do wycofania i naprawy kilku milionów samochodów na całym świecie, co wpłynęło negatywnie na wyniki i notowania spółki. W Polsce klasycznym przykładem jest sprawa Broker FM, o której mogliśmy przeczytać: „Spółka CR Media Consulting opublikowała krytyczny raport na temat grupy kapitałowej Broker FM. Sęk w tym, że CR Media konkuruje z Brokerem na rynku radiowym i uderzyła boleśnie: właściciel radia RMF FM właśnie wybiera się na giełdę" [*CR Media Consulting krytykuje plany Broker FM*, 2004].

Mechanizmy działania kampanii czarnego PR-u są zbliżone w przytoczonych przypadkach – łączy je podobna reakcja inwestorów na negatywne informacje. Istotnym elementem kampanii jest działanie efektu świeżości, kontrastowej teorii podobieństwa. Kolejną cechą charakterystyczną kampanii czarnego PR-u jest to, że ceny aktywów reagują bardziej intensywnie na informacje negatywne niż pozytywne oraz to, że inwestorzy reagują zbyt silnie na wiadomości niepotwierdzone, zaś przejawiają konserwatyzm w stosunku do precyzyjnych i jasnych sygnałów. W przypadku

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

wprowadzania akcji Broker FM na giełdę istotnym elementem był też fakt, że rynek pierwotny jest bardziej ryzykowny od rynku wtórnego.

Analiza przypadków z polskiego rynku kapitałowego potwierdziła postawioną hipotezę, że w przypadku czarnego PR-u efekty behawioralne mają większy wpływ na decyzje inwestycyjne niż informacja fundamentalna.

Bibliografia

Abarbanell J.S., Bernard V.L., *Tests of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Price*, "The Journal of Finance" 1992, Vol. 47, No. 3.

Abreu D., Brunnermeier M., *Synchronization Risk and Delayed Arbitrage*, "Journal of Financial Economics" 2002, No. 66.

Barberis N., Shleifer A., Vishny R.W., *A Model of Investor Sentiment*, "Journal of Financial Economics" 1998, No. 49.

Bernard V.L., Thomas J.K., *Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings*, "Journal of Accounting and Economics" 1990, Vol. 13, No. 4.

Bernard V.L., Thomas J.K., *Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?*, "Journal of Accounting Research" 1989, No. 27.

Black F., *Noise*, "The Journal of Finance" 1986, Vol. 41, No. 3.

Bloomfield R., Libby R., Nelson M.W., *Underreactions, Overreactions and Moderated Confidence*, "Journal of Financial Markets" 2000, Vol. 3, No. 2.

Bloomfield R., Libby R., Nelson M.W, *Under-Reactions and Over-Reactions: the Influence of Information Reliability and Portfolio Formation Rules*, SSRN Electronic Paper, 1998, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132168 [data dostępu: 10.06.2015].

Broker FM pozywa CR Media i Czarzastego, 9 sierpnia 2004, fanfm.strefa.pl/fakty/fakty.php?nid=1265&pg=3&cat=0 [data dostępu: 10.06.2015].

Campbell J.Y., Shiller R.J., *Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends*, "Journal of Finance" 1988, Vol. 43, No. 3.

CR Media Consulting broni swego raportu, 10 sierpnia 2004, wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,53600,2222056.html [data dostępu: 10.06.2015].

CR Media Consulting krytykuje plany Broker FM, 16 czerwca 2004, wiadomosci.gazeta.pl/wiadomosci/1,53600,2133621.html [data dostępu: 10.06.2015].

Czarny PR – teoria i praktyka w Polsce i nie tylko, 19 marca 2012, www.kampanianegatywna.pl/marketing/59-czarny-pr-teoria-i-praktyka-w-polsce-i-nie-tylko.html [data dostępu: 10.06.2015].

Das S., Levine C.B., Sivaramakrishnan K., *Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts*, "The Accounting Review" 1998, Vol. 73, No. 2.

DeBondt W.F.M., Thaler R.H., *Do Security Analysts Overreact?*, "American Economic Review" 1990, No. 80.

De Long J.B., Shleifer A., Summers L.H., Waldmann R.J., *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*, "The Journal of Business" 1991, Vol. 64, No. 1.

Demersi E., Joos P., *IPO Failure Risk*, "Journal of Accounting Research" 2007, Vol. 45, No. 2.

Dziawgo D., *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.

Dziawgo D., *Relacje inwestorskie polskich spółek giełdowych*, „Akcjonariusz" 2010, nr 1.

Fama E.F., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Finance" 1970, Vol. 25, No. 2.

Fama E.F., French K.R., *New Lists: Fundamentals and Survival Rates*, "Journal of Financial Economics" 2004, No. 73.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 27/11/2026 14:43:16

Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk*, "Econometrica" 1979, Vol. 47, No. 2.
Langberg N., Sivaramakrishnan K., *Voluntary Disclosures and Analyst Feedback*, "Journal of Accounting Research" 2010, Vol. 48, No. 3.
Lowery M., Officer M.S., Schwert G.W., *The Variability of IPO Initial Returns*, "The Journal of Finance" 2010, Vol. 65, No. 2.
Macierzyński W., *Public relations w opinii Polaków*, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Technologii Eksploatacji – PIB, Radom 2008.
Miller N., Campbell D.T., *Recency and Primacy in Persuasion as a Function of the Timing of Speeches and Measurements*, "Journal of Abnormal and Social Psychology" 1959, No. 59 (January).
Pound J., Zeckhauser R., *Clearly Heard on the Street: the Effect of Takeover Rumors on Stock Prices*, "The Journal of Business" 1990, Vol. 63, No. 3.
Ritter J.R., Welch I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, "The Journal of Finance" 2002, Vol. 57, No. 4.
Stickiel S.E., *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, "Financial Analysts Journal" 1995, Vol. 51.
Tversky A., *Features of Similarity*, "Psychological Review" 1977, No. 84.
Tyszka T., *Psychologiczne pułapki oceniania i podejmowania decyzji*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2000.
Womack K.L., *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, "The Journal of Finance" 1996, Vol. 51, No. 1.
www.unilever.pl/o-nas/historia/wpolsce/poznan [data dostępu: 10.06.2015].

Negative Campaigning on the Polish Capital Market

Classic example of negative campaigning on the Polish capital market is a case of Broker FM. The mechanisms of negative campaigning are similar, they share a similar reaction of investors to the negative information. An important element of the campaign is to act recency effect, the contrast model of similarity. Another characteristic of negative campaigning is that asset prices react more intensely to negative information than positive one and that investors react too strongly to unconfirmed messages, and exhibit conservatism in relation to precise and clear signals. In the case of initial public offering of Broker FM shares, an important element is the fact that the primary market is more risky than the secondary market.

Czarny PR na polskim rynku kapitałowym

Klasycznym przykładem kampanii czarnego PR-u na polskim rynku kapitałowym jest sprawa Broker FM. Mechanizmy działania kampanii czarnego PR-u są zbliżone w badanych przypadkach, łączy je podobna reakcja inwestorów na negatywne informacje. Istotnym elementem kampanii jest działanie efektu świeżości, kontrastowej teorii podobieństwa. Kolejną cechą charakterystyczną kampanii czarnego PR-u jest to, że ceny aktywów reagują bardziej intensywnie na informacje negatywne niż pozytywne oraz to, że inwestorzy reagują zbyt silnie na wiadomości niepotwierdzone, zaś przejawiają konserwatyzm w stosunku do precyzyjnych i jasnych sygnałów. W przypadku wprowadzania akcji Broker FM na giełdę istotnym elementem był również fakt, że rynek pierwotny jest bardziej ryzykowny od rynku wtórnego.