

Współczesna Gospodarka



Contemporary Economy
Electronic Scientific Journal
[Współczesna Gospodarka \(ug.edu.pl\)](http://Współczesna.Gospodarka.ug.edu.pl)

Vol. 20 Issue 1 (2026) 33-41
ISSN2082-677X
DOI [10.26881/wg.2026.1.03](https://doi.org/10.26881/wg.2026.1.03)

MANIPULACJE INFORMACYJNE I TRANSAKCYJNE W OBROTCIE GIEŁDOWYM

Magdalena Lesiak

Streszczenie

Cel. Manipulacje informacją i instrumentami finansowymi stanowią poważne zagrożenie dla bezpieczeństwa rynku kapitałowego. W artykule podjęto rzadko poruszane w polskiej literaturze zagadnienie manipulacji giełdowych, analizując je na podstawie literatury przedmiotu i przypadków pochodzących z praktyki rynkowej. Celem artykułu jest rozpoznanie oraz charakterystyka wybranych technik manipulacji informacją i instrumentami finansowymi w obrocie giełdowym.

Metoda. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę literatury przedmiotu, przegląd przypadków praktyk manipulacyjnych w obrocie giełdowym. Wykorzystano również metodę dedukcyjną, pozwalającą na identyfikację ogólnych wzorców działań manipulacyjnych na podstawie konkretnych przykładów praktycznych.

Wyniki. Wyniki przeprowadzonej analizy, a także obserwacja praktyki rynkowej, pozwalają wyróżnić kilka charakterystycznych form manipulacji występujących w obrocie giełdowym, do których zaliczyć można manipulacje informacjami oraz manipulacje instrumentami finansowymi, w tym manipulacje zleceniami i transakcjami.

Słowa kluczowe: manipulacje giełdowe, dezinformacja, instrumenty finansowe, transparentność rynku kapitałowego.

Klasyfikacja JEL: A10, E2, M1, O16.

Wstęp

W literaturze ekonomicznej mechanizm konkurencyjnego rynku kapitałowego postrzegany jest jako jeden z najefektywniejszy sposobów alokacji kapitału, zapewniający równowagę między interesami poszczególnych uczestników obrotu rynkowego (Nasiłowski, 2007). Jego prawidłowe funkcjonowanie wymaga jednak przejrzystości informacyjnej oraz uczciwości uczestników rynku. Każde zakłócenie tej równowagi, w tym poprzez manipulację informacją lub instrumentami finansowymi prowadzić może do zniekształcenia cen oraz sygnałów rynkowych (M. Li., Qi, Huang, Feng, Zhao, 2025). Obrót giełdowy można identyfikować ze stosunkami wymiennymi pomiędzy podmiotami kupującymi i sprzedającymi (S. Mynarski, 2000), gdzie cena jest efektem gry popytu z podażą oraz poziomu konkurencyjności (Bremond,

Couet, Salort, 2005). Ze względu na to, że w relacji kupiec-sprzedawca obecne są procesy negocjacyjne, a kupiec-kupiec lub sprzedawca-sprzedawca procesy rywalizacyjne, to właśnie cena rynkowa umożliwia odzwierciedlenie panujących relacji między podmiotami będącymi uczestnikami procesu rynkowego i skonfrontowanie aspiracji na temat posiadanych możliwości finansowych z realnymi warunkami (Adamowicz, 1998, Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, 1992). Przy czym w rzeczywistości giełdowej uczestnicy transakcji są narażeni na nieuczciwe praktyki rynkowe, takie jak manipulacje informacjami oraz instrumentami finansowymi (Rath, Haase, Melsbach, Liu, Lauten, Schoder, 2024).

W Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów z 2025 r. realizowanym przez Stworzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII, OBI, 2025) wśród trzech największych słabości rynku kapitałowego wskazano podatek od zysków kapitałowych (52%), niski poziom edukacji finansowej (46%) i wpływ polityki na rynek kapitałowy (40%). Choć niska płynność czy przestępstwa na rynku znalazły się na dalszych pozycjach to ich występowanie nadal pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka w kontekście manipulacji rynkowych. Każde naruszenie prawa może w warunkach niskiego poziomu edukacji finansowej inwestorów i ograniczonej płynności rynku sprzyjać powstawaniu sytuacji, w których działania manipulacyjne pozostaną niezauważone i trudne do skutecznego wykrycia. Na ważność i aktualność poruszonej tematyki wskazuje jeden z priorytetów UKNF na 2026 r., który dotyczy zapobiegania i zwalczania *insider tradingu* oraz manipulacji rynkowych, aby zapewnić integralność oraz ochronę inwestorów na rynku kapitałowym (KNF, Priorytety nadzorcze UKNF na 2026 r.).

Manipulacja to zawieranie transakcji oraz składanie zleceń w ukrytym i wyrachowanym celu lub rozpowszechnianie fałszywych informacji, co może wprowadzać inwestorów w błąd co do podaży lub popytu na dany instrument lub utrzymać jego cenę na sztucznym poziomie (Martysz, Skrodzka, 2025). W praktyce manipulacje mogą przybierać różne formy, tzn. polegać zarówno na świadomym wprowadzaniu w błąd uczestników rynku poprzez fałszywe informacje, jak i na próbie oddziaływania bezpośrednio na ceny instrumentów finansowych. Obie charakteryzują się specyficznymi technikami, które umożliwiają osiągnięcie nakreślonych celów poprzez wpływanie na rynek i zachowania jego uczestników.

Manipulacje informacjami stanowią jedno z najpoważniejszych zagrożeń dla stabilności i wiarygodności rynku kapitałowego (Davola, Monti, 2023). Działania te mają charakter celowy i nakierowane są na zniekształcanie rzeczywistego obrazu sytuacji rynkowej poprzez rozpowszechnianie informacji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd (Loyrette, 2007). Poprzez upowszechnianie nieprawdziwych lub uznawanych za mniej bądź bardziej wiarygodne (niekoniecznie fałszywe) wiadomości nadawca komunikatu dąży do intencjonalnego wpływania na poziom wyceny rynkowej danego instrumentu finansowego lub spółki oraz osiągnięcia profitów z transakcji opartych na intencjonalnym zniekształceniu kursu instrumentów finansowych. Tego rodzaju praktyki cechują się aktywnością agitacyjną, kształtując otoczenie informacyjne zgodnie z zamysłem podmiotu dopuszczającego się praktyk manipulacyjnych (Kegel, Satko, 2002). Ponadto przy manipulacji informacjami często wykorzystywane są wszelkiego rodzaju środki masowego przekazu takie jak telewizja, radio oraz Internet. Działania te mogą przybierać różne formy, tzn. od prostego rozpowszechniania nieprawdziwych pogłosek, po zaawansowane strategie oparte na pozornie racjonalnych analizach i prognozach finansowych, co do których trudno jest udowodnić działanie wypełniające znamiona manipulacji. Z kolei manipulacje instrumentami finansowymi (zleceniami i transakcjami) odnoszą się do działań wpływających na nienaturalne kształtowanie się poziomu ceny (kursu) danego waloru. Manipulacje transakcyjne to działania wpływające na kurs walorów poprzez zawieranie transakcji. W klasycznym przypadku – abstrahując od kosztów operacyjnych – ten rodzaj manipulacji ma nakłonić innych inwestorów do podjęcia aktywności w obrocie danym walorem, co w zamysle podmiotu dopuszczającego się manipulacji ma umożliwić zamknięcie pozycji z zyskiem (Więckowska, 2020). Warto

podkreślić, że intencja manipulacji może mieć zarówno charakter bezpośredni, jak i ewentualny, co oznacza, że dla uznania działania za manipulacyjne nie jest konieczne faktyczne osiągnięcie zysku. Wystarczające jest samo oddziaływanie na mechanizm kształtowania kursu, prowadzące do zaburzenia mechanizmu podaży i popytu oraz transparentności rynku.

Dotychczasowe badania poświęcone funkcjonowaniu rynku kapitałowego koncentrują się głównie na kwestiach efektywności, regulacji prawnych oraz roli informacji w procesie kształtowania cen. Znacznie rzadziej natomiast analizowane są zjawiska o charakterze dysfunkcyjnym, takie jak manipulacje informacjami oraz instrumentami finansowymi, które zaburzają prawidłowy przebieg obrotu giełdowego. Luka ta jest szczególnie widoczna w polskiej literaturze przedmiotu, gdzie problematyka manipulacji giełdowych pozostaje niedostatecznie rozpoznana, mimo że ma bezpośrednie znaczenie dla bezpieczeństwa uczestników obrotu giełdowego. Z tego względu podjęcie tematyki manipulacji informacjami oraz instrumentami finansowymi w obrocie giełdowym stanowi wartość dodaną w rozwój badań nad mechanizmem funkcjonowania rynku kapitałowego.

1. Rodzaje manipulacji w obrocie giełdowym

Chociaż giełdowe praktyki manipulacyjne są penalizowane to wciąż pozostają aktualnym zagadnieniem w obrocie giełdowym, zwłaszcza w kontekście rozwoju technologii transakcyjnych i algorytmicznego handlu. Celem artykułu jest rozpoznanie oraz charakterystyka wybranych technik manipulacji informacją i instrumentami finansowymi w obrocie giełdowym.

Zastosowane metody badawcze obejmują analizę literatury przedmiotu oraz studium przypadków praktyk manipulacyjnych ujawnionych w obrocie giełdowym. Wykorzystano również metodę dedukcyjną, pozwalającą na identyfikację ogólnych wzorców działań manipulacyjnych na podstawie konkretnych przykładów praktycznych. Podstawę metodologiczną prezentowanych badań stanowi analiza literatury naukowej z zakresu ekonomii rynku kapitałowego, uzupełniona o elementy badań empirycznych opartych na doświadczeniu autora oraz obserwacji praktyki rynkowej.

Wyniki przeprowadzonych analiz, a także obserwacja praktyki rynkowej, pozwalają wyróżnić kilka charakterystycznych form manipulacji występujących w obrocie giełdowym, do których zaliczyć można m.in.:

- manipulacje informacjami, w tym praktyki bazujące na polityce dezinformacji, np. tzw. technika wyrzuc i spienięż,
- manipulacje instrumentami finansowymi:
 - manipulacje zleceniami, w tym (1) składanie zleceń przed ustaleniem kursu rozliczeniowego oraz (2) *spoofing*,
 - manipulacje transakcjami, w tym (1) transakcje sygnalizowane, (2) fikcyjne transakcje równoległe, (3) manipulacje na rynku terminowym i natychmiastowym.

2. Manipulacje informacjami: technika wyrzuc i spienięż

Techniką opierającą się na rozpowszechnianiu fałszywych informacji celem obniżenia, a nie podwyższenia ceny instrumentu finansowego, a następnie odkupienia go taniej bądź osiągnięcia zysku wykorzystując możliwość krótkiej sprzedaży jest *short and distort* (krótka sprzedaż z dezinformacją) (Tsuchiya, 2021). Działanie to wykazuje podobieństwo do zakazanej praktyki *naked short selling* (nagiej krótkiej sprzedaży), polegającej na zbywaniu instrumentów finansowych, których sprzedający nie posiada lub bez uprzedniego zawarcia wymaganej prawem umowy pożyczki danego waloru (Glasner, 2002).

Można założyć, iż typowe zachowanie osoby dokonującej manipulacji informacjami w tym przypadku przejawia się w kilku etapach, a mianowicie:

1. Podmiot manipulujący sprzedaje dany instrument finansowy, np. akcje po aktualnej cenie.
2. Rozpowszechniając negatywne plotki na temat danej spółki doprowadza do obniżenia oraz utrzymania cen akcji na niskim poziomie.
3. Kiedy cena spadnie wykorzystując wpływy ze wcześniejszego zbycia swoich walorów dokonuje zakupu większej ilości akcji niż pierwotnie sprzedano.
4. Część nowo zakupionych akcji jest użyta do wykonania transakcji krótkiej sprzedaży.
5. Na pozostałe akcje wystawia zlecenie sprzedaży, co w konsekwencji prowadzi do spotęgowania spadku poziomu cen tych akcji.

3. Manipulacje zleceniami

Do manipulacji instrumentami finansowymi, a w szczególności zleceniami, zalicza się działania polegające na składaniu, modyfikowaniu lub anulowaniu zleceń, nawet jeśli nie prowadzą one do faktycznej transakcji, w celu wytworzenia fałszywego obrazu popytu lub podaży na rynku. Takie praktyki mogą wprowadzać w błąd innych uczestników rynku, zwłaszcza tych, którzy podejmują decyzje inwestycyjne w oparciu o kluczowe parametry rynkowe, takie jak teoretyczny kurs otwarcia (TKO) czy kurs zamknięcia. Przykłady manipulacji zleceniami można podzielić według momentu ich oddziaływania, tzn.:

- na otwarciu lub na zamknięciu sesji: *marking the close* polegająca na składaniu lub realizowaniu zleceń w celu wpływania na kurs ustalany w fazie otwarcia bądź zamknięcia.
- w trakcie sesji: *spoofing i layering* (notowania ciągłe) mające na celu wytworzenie pozornego popytu lub podaży w czasie trwania sesji.

Celem techniki tzw. *marking the open/close* polegającej na dokonywaniu transakcji na określonym walorze na otwarciu lub zamknięciu notowań jest wprowadzenie w błąd pozostałych inwestorów, szczególnie tych, którzy opierają swoje decyzje na parametrze rynkowym jakim jest teoretyczny kurs (Hsieh, 2015). System rynku kapitałowego GPW zorganizowany jest tak, aby kursy zarówno otwarcia jak i zamknięcia nie miały charakteru losowego. Ustalane są na podstawie zleceń wystawianych w trakcie 30 min. przed ustaleniem kursu otwarcia (w przypadku rynku terminowego 15 min.) oraz 10 min. przed ukształtowaniem kursu zamknięcia (GPW, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego). To oznacza, że w trakcie trwania tych dwóch etapów (przed otwarciem oraz zamknięciem) dokonanie transakcji nie jest możliwe. Ponadto, jeżeli w arkuszu zleceń pojawi się znaczna nierównowaga pomiędzy stroną popytu i podaży oraz zostanie przekroczony dopuszczalny próg wahań kursu regulacje giełdy umożliwiają otwarcie sesji dla określonego instrumentu finansowego z opóźnieniem (GPW, Słownik terminów giełdowych). Wykorzystując ten mechanizm, działania manipulacyjne mogą sprowadzać się do wystawiania tuż przed ustaleniem kursu zamknięcia dość dużych wolumenów zleceń nabycia (zbycia) o wyższej (niższej) cenie w porównaniu z dotychczas złożonymi ofertami w celu wymuszenia pożądanego wzrostu albo spadku teoretycznego kursu na docelowym instrumencie finansowym (Pickholz, 2001). W tym procederze ważny jest mechanizm ustalania kursu na rynku kapitałowym, czyli *fixing*. Złożenie zlecenia przez uczestnika rynku (np. zlecenie z limitem, które ma oddziaływać zgodnie z intencją podmiotu dokonującego manipulacji na TKO na chwilę przed ustaleniem kursu rozliczeniowego powoduje pozbawienie innych graczy rynkowych szans na reakcję stosowną do innej rzeczywistości rynkowej wywołanej zmianą teoretycznego kursu. Jeżeli rynek się nie zrównoważy to kurs rozliczeniowy będzie efektem aktywności manipulacyjnej, bowiem można

zachowując jednocześnie wszelkie ograniczenia cenowe wystawić tak dużo ofert, iż kurs otwarcia lub zamknięcia stanie się wypadkową praktyk manipulacyjnych. Co ważne, postęp technologiczny zapewniający obecność systemów elektronicznych na giełdach umożliwił zachowanie wielkiej precyzji w tym względzie. Działania manipulacyjne nakierowane są na wywarcie zmiany teoretycznego kursu dosłownie w ostatniej chwili (Avgouleas, 2005).

Do manipulacji zleceniami należy również tzw. *spoofing*, który polega na wystawianiu dużej ilości zleceń, a następnie ich całkowitym lub częściowym anulowaniu tuż przed tym jak zostaną wykonane. Manipulacja ta charakteryzuje się z góry powziętym zamiarem braku wykonania złożonych zleceń, dlatego można ją określić mianem blefu giełdowego w sferze dokonywania transakcji. *Spoofing* odnosi się do wystawiania zleceń po jednej stronie arkusza – nazywanych potocznie zachęcającymi – na początku okresu ustalania ceny (*fixingu*) sugerując i potęgując uczucie wśród pozostałych uczestników istnienia większej podaży bądź popytu niż w rzeczywistości. Tym samym fałszując faktyczny obraz sytuacji rynkowej. W takim przypadku pozostali inwestorzy nie mają szansy, aby zareagować i zaadaptować się do nowych warunków. Współcześnie technika ta ewoluowała w formę *layeringu* (warstwowania zleceń), stosowanego m.in. w handlu wysokich częstotliwości (HFT). W praktyce rynkowej przykładem *spoofingu* było anulowanie ok. 98% wśród 400 000 wystawionych zleceń na kontrakty terminowe w okresie sierpień-wrzesień 2001 r. przez jedną ze spółek. W toku procesu cywilnego podmiot ten zgodził się na uiszczenie kary pieniężnej o łącznej wartości wysokości 2 200 000 USD, w tym 800 000 USD zasądzone przez nadzór brytyjski Financial Conduct Authority (FCA) oraz zwrot 1 400 000 USD zysków. FCA jest brytyjskim odpowiednikiem Komisji Nadzoru Finansowego (KNF).

4. Manipulacje transakcjami

Wśród manipulacji transakcyjnych można wymienić transakcje sygnalizowane (fikcyjne), które nazywane są czystym handelem bądź czystą sprzedażą (*wash sales*). Aby zatuzszować przestępczy charakter tych działań podmiot dopuszczający się manipulacji do składania zleceń wykorzystuje zarejestrowane na nazwiska różnych osób, nazywanych potocznie „słupami” rozmaite rachunki inwestycyjne w tych samych bądź – co zdarza się częściej – różnych biurach maklerskich (Wójcik, 2008). W tej sytuacji ryzyko dotyczące powodzenia realizacji złożonego zlecenia albo zmienności kursu zostaje zminimalizowane, gdyż w zasadzie od razu następuje złożenie przeciwstawnego zlecenia, dlatego dla powodzenia tej operacji istotny jest krótki czas pomiędzy kolejnymi zleceniami kupna-sprzedaży (Eichelberger, 2006). Transakcje sygnalizowane mają charakter pozorny, gdyż z perspektywy ekonomicznej nie występuje w ich przypadku faktyczny przepływ kapitału ani inne skutki prawne charakterystyczne dla zakresu posiadania, kupna lub zbycia danego waloru. Ich skutkiem mimo braku wahań poziomu ceny jest zwiększenie wolumenu obrotu na określonym instrumencie finansowym, a zatem zniekształcenie rzeczywistego poziomu popytu i podaży (Sugianto, Tokuyama, 2024). Co jednocześnie zwiększa prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu przez nieuczciwego uczestnika rynku, gdyż pozostali inwestorzy zwiększony wolumen obrotu dość często interpretują jako potencjalny sygnał do zainteresowania się określonym walorem (Jarrow, 1992). Przykładowy schemat obrazujący fikcyjne transakcje sygnalizowane może objąć następujące etapy:

1. Osoba dokonująca manipulacji poprzez dom maklerski X składa zlecenie kupna akcji spółki A po 18 PLN,
2. Kolejny krok to złożenie oferty sprzedaży akcji spółki A również po 18 PLN w innym domu maklerskim, np. Y.
3. Następnie dom maklerski X wysyła ofertę sprzedaży akcji spółki A po cenie 18,1 PLN, a równoległe dom maklerski Y przeciwstawne zlecenie kupna akcji tej samej spółki także po cenie 18,1 PLN, itd.

Z opisu schematu wynika, że następstwem ekonomicznym transakcji sygnalizowanych jest formalne ukształtowanie kursu. Zjawisko to odgrywa istotną rolę zwłaszcza w przypadku instrumentów finansowych o mniejszej płynności lub handlowanych z niższą częstotliwością, takich jak obligacje o wysokiej cenie nominalnej, które z reguły są utrzymywane w portfelu przez inwestorów do dnia wykupu. Zmiana ceny może wówczas wpływać na wartość innych walorów, np. instrumentów pochodnych lub prowadzić do sztucznego wzrostu rentowności portfela inwestycyjnego. Ostatecznie okazuje się, że ten sam inwestor składa zlecenia zarówno kupna, jak i sprzedaży tego samego instrumentu finansowego (Aggarwal, 2006).

Kolejnym rodzajem manipulacji transakcjami na giełdzie są fikcyjne transakcje równoległe, które zawierane są, w przeciwieństwie do transakcji sygnalizowanych, pomiędzy grupą osób będących w zмовie. W ramach przestępczej współpracy osoby te składają zlecenia równoległe bądź zajmują się tak zwanym handlem okrężnym. Ta nieformalna współpraca kilku/kilkunastu inwestorów, w literaturze nazywana jest stowarzyszeniem wspólnego obrotu i w zamyśle ma prowadzić do manipulacji kursem danego instrumentu finansowego. W przypadku, gdy w zмовie uczestniczą wyłącznie maklerzy ta technika manipulacyjna w piśmiennictwie zagranicznym nazywana jest *pre-arranged trading*. Jednak różnicą w porównaniu do czystej sprzedaży jest fakt, iż w rezultacie składanych zleceń kupna-sprzedaży następuje choćby na krótki czas zmiana właściciela określonego waloru. Aby utrudnić dowiedzenie i wykrycie tego działania, osoby manipulujące składając zlecenia równoległe uprzednio dzielą je na mniejsze pakiety. Jest to działanie celem zatuszowania szlaku dokumentacyjnego, czyli kart umów giełdowych, które przesyłane są po zakończeniu każdej sesji do KDPW ewidencjonującego oraz rozliczającego dokonane transakcje. Schemat zleceń równoległych zaczyna się i kończy na tej samej osobie (Eichelberger, 2006). Przyczyną penalizacji tego działania jest wytwarzanie sztucznego obrotu w rezultacie, którego może dojść (ale nie jest to konieczne do uznania tego czynu za manipulację) do nienaturalnego kształtowania się poziomu kursu, który powinien być wynikiem gry popytu i podaży między inwestorami. Jednym z problemów w zdemaskowaniu tej praktyki jest fakt, że działania te następują po wcześniejszych ustaleniach dokonanych jeszcze przed złożeniem poszczególnych zleceń (Zacharzewski, 2012).

Kolejną formą manipulacji transakcjami są praktyki obserwowane na rynku terminowym i natychmiastowym. Wartość instrumentów pochodnych zależy od wartości instrumentu (aktywów, walorów) podstawowego (bazowych, pierwotnych). Dlatego jeśli działania manipulacyjne wpłyną na zmianę ceny instrumentu bazowego, to teoretycznie w kursie instrumentu pochodnego także powinno zaobserwować się odzwierciedlenie tej zmiany (Charoenwong, Ding, Wang, 2022). Sedno inwestowania w instrumenty pochodne skupia się wokół użycia dźwigni finansowej, która pozwala na obrót kapitałem nawet znacznie większym od faktycznie posiadanego. Zatem aktywność manipulacyjna może polegać m.in. na intencjonalnym działaniu wykorzystującym część kapitału do sprowadzania ceny instrumentu podstawowego do pożądanego poziomu, a równoległe za pozostałe środki pieniężne zawrzeć transakcje na rynku terminowym, co w konsekwencji poprzez użycie dźwigni finansowej pozwoli na uzyskanie znacznych zysków z transakcji na rynku terminowym, przewyższających nawet wielokrotnie poniesione koszty manipulacji zastosowanej na rynku natychmiastowym (*spot*) dóbr bazowych. Dowodem na powodzenie powyższego schematu operacji są badania modelowe (Kumar, Seppi, 1992). Naturalnie w tej sytuacji nasuwa się podobieństwo względem arbitrażu (zawarcie transakcji wykorzystujące różnicę między ceną tego samego dobra na różnych rynkach), jednak w opisanym przypadku sednem manipulacji jest umyślne działanie nakierowane na celowe wpływanie na poziom ceny instrumentu pierwotnego.

Przykładem techniki manipulacyjnej stosowanej celem ograniczenia płynności na krótkiej sprzedaży – nie mającej w zasadzie odpowiednika w polskiej nomenklaturze – jest *cornering*. Oznacza w zasadzie posiadanie kontroli nad poziomem podaży danego instrumentu finansowego przez podmiot niebędący monopolistą. Skutkiem jest możliwość oddziaływania

na kurs kupna i sprzedaży przez podmiot dopuszczający się manipulacji, co przeczy wszelkim zasadom uczciwego i swobodnego obrotu rynkowego. *Cornering* może wiązać się również z wcześniej omawianym zjawiskiem zмовы i zatajania stanu posiadania, bowiem podmiot manipulujący lub też działający z nim wspólnicy wykupują dany walor obniżając tym samym jego podaż. pozostali inwestorzy, natomiast chcąc w pewnym momencie zamknąć swoją krótką pozycję są zobligowani do wystawienia oferty kupna określonego instrumentu. Co w tej sytuacji oznacza, że jedynym uczestnikiem rynku, który może zawrzeć przeciwstawne zlecenie (sprzedaży) jest podmiot dopuszczający się manipulacji narzucający jednocześnie w takim wypadku cenę (Martysz, 2015). Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że wzrost kursu (równa się wzrost wyceny opcji na te akcje) może być pokłosiem prób koncentracji akcji w rękach jednego podmiotu podczas dążeń do przejęcia kontroli nad daną spółką i skupowania akcji, również przy użyciu opcji, a nie wynikiem działań mających na celu manipulację kursem.

Zakończenie

Przeprowadzona analiza potwierdziła przyjętą we wstępie tezę, iż pomimo istniejących regulacji prawnych, manipulacje informacjami oraz instrumentami finansowymi wciąż stanowią zagrożenie dla stabilności i wiarygodności rynku kapitałowego. Praktykami manipulacyjnymi są działania wykorzystujące dezinformację, czyli rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji, wykorzystywanie bądź udostępnianie wiadomości poufnych, a także składanie licznych zleceń w celu sztucznego kształtowania kursu, prowadzącego do zniekształcenia wyceny rynkowej. W konsekwencji pozostali inwestorzy znajdują się w niekorzystnej sytuacji poprzez bezpośrednie lub pośrednie postępowanie podmiotów deformujących rynkowy mechanizm kształtowania się kursów. Omówione przypadki dowodzą, że nawet pozornie neutralne operacje handlowe na giełdzie mogą mieć charakter manipulacyjny, jeśli prowadzą intencjonalnie do zniekształcenia rzeczywistego obrazu podaży i popytu. Zatem ograniczanie manipulacji giełdowych wymaga nie tylko zaostrzenia sankcji, ale przede wszystkim rozwoju zaawansowanych narzędzi analitycznych do wykrywania nietypowych wzorców transakcyjnych. W praktyce często trudno jest jednoznacznie określić, jaka część wzrostu lub spadku kursu wynika z rzeczywistych zmian rynkowych, a jaka z działań o charakterze manipulacyjnym. Identyfikacja tego typu praktyk stanowi wyzwanie, gdyż warunki rynkowe mogą ulec znaczącym zmianom w bardzo krótkim czasie.

Bibliografia

- Adamowicz M., Król J. (1998). *Ochrona konkurencji a rynek rolny*. Warszawa: WN SGGW.
- Aggarwal R.K., Wu G. (2006). *Stock Market Manipulations*. Chicago: The Journal of Business.
- Avgouleas E. (2005). *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford.
- Bremond J., Couet J.F., Salort M.M. (2005). *Kompendium wiedzy o ekonomii*, Warszawa: WN PWN.
- Charoenwong, C., Ding, D. K., Wang, P. (2022). Market Manipulation around Seasoned Equity Offerings: Evidence Prior to the Global Financial Crisis of 2007–2009. *International Journal of Financial Studies*, 10(2), <http://doi.org/10.3390/ijfs10020033>.
- Davola A., Monti M., (2023). Disinformation and Market Manipulation: Instability and Regulation of Financial Markets in the Network Age (Disinformazione e manipolazione del mercato: instabilità e disciplina dei mercati finanziari al tempo della rete). *Euro-Balkan Law and Economics Review*, (2).
- Eichelberger J., (2006). *Das Verbot der Marktmanipulation*. Berlin: WR.
- Glasner J. (2002). *New Market Trend: Short, Distort, Wired*, Condé Nast Digital, Article, 2002.

- GPW, Słownik terminów giełdowych, https://www.gpw.pl/slownik-terminow-gieldowych?ph_main_02_start=list, dostęp na dzień 05.03.2026.
- GPW, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Szczegolowe_Zasady_Obrotu_Gieldowego_GPW_WATS.pdf, dostęp na dzień 06.03.2026.
- Hsieh, T.Y. (2015). Information disclosure and price manipulation during the pre-closing session: evidence from an order-driven market, *Applied Economics*, 47(43), <http://doi.org/10.1080/00036846.2015.1051656>.
- Jarrow R. (1992). Market Manipulation, Bubbles, Corners and Short Squeezes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(3), 311-336.
- Kamerschen D.R., McKenzie R.B., Nardinelli C. (1992). *Ekonomia*. Gdańsk: Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność.
- Kegel Z., Satko J. (2002). *Przestępstwa przeciwko wiarygodności dokumentów, obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi*, Piśmiennictwo Kraków: Orzecznictwo Sądu Najwyższego i Sądów Apelacyjnych, 1918-2000.
- KNF, Priorytety nadzorcze UKNF na 2026 rok, https://www.knf.gov.pl/?articleId=96518&p_id=18, dostęp na dzień 07.03.2026.
- Kumar P., Seppi D.J. (1992) Futures Manipulation with Cash Settlement, *Journal of Finance*, vol. XLVII.
- Levine T.R. (2014). *Encyclopedia of Deception*, Sage Publications.
- Li, M., Qi, T., Huang, Y., Feng, P., & Zhao, Y. (2025). Can call auction reduce closing price manipulation in the stock market?. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 32(1), doi.org/10.1080/16081625.2024.2336116.
- Loyrette S. (2007). *Le contentieux des abus de Marche, Paris: Procedure de sanction de l'AMF, information financiere, operations d'initiales, manipulations de cours*.
- Martysz C.B. (2015). *Manipulacje Instrumentami Finansowymi i Insider Trading. Analiza Prawno-Ekonomiczna, Monografie Lex*, Warszawa: Wolters Kluwer Business.
- Martysz C.B., Skrodzka J. (2023). Dwie dekady nadużyć na rynku w Polsce. Manipulacje instrumentami finansowymi oraz ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnych w latach 2002–2022. *Finanse i Prawo Finansowe*, (2 (numer specjalny), 169-195.
- Mynarski S. (2000). *Analiza rynku. Makromechanizmy*. Kraków: WN AE.
- Nasiłowski M. (2007). *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Warszawa: Wyd. Key Text.
- Pickholz M.G. (2001). Manipulation. *Journal of Finance Crime*.
- Rath, O., Haase, F., Melsbach, J., Liu, J., Lauten, J., Schoder, D. (2024). Analyzing threats to financial market integrity-a taxonomy of financial fake news schemes. *Emerging Topics in Digital Government, eLibrary*, 57.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, Ogólnopolskie Badanie Inwestorów (SII, OBI, 2025), dostęp na dzień 08.03.2026.
- Sugianto, F., Tokuyama, S. (2024). False Transaction vs Wash Trading: Addressing the Gap to Rebuild Market Confidence (Legal Implication in Indonesia and United States Capital Market Law). *Journal of Law and Legal Reform*, 5(1), DOI: 10.15294/jllr.vol5i1.2094.
- Tsuchiya, T. (2021). Profitability of cryptocurrency pump and dump schemes. *Digital Finance*, 3(2), doi.org/10.1007/s42521-021-00034-6.
- Więckowska M., Borowski K. (2020). *Manipulacja i wykorzystywanie przewagi informacyjnej na rynku finansowym*, Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Wójcik J.W. (2008). *Oszustwa finansowe. Zagadnienia kryminologiczne i kryminalistyczne*, Warszawa: Wydawnictwo JWW.
- Zacharzewski K. (2012). *Prawo giełdowe*, Warszawa: C.H. Beck.

INFORMATION AND TRANSACTION MANIPULATION IN STOCK EXCHANGE

Abstract

Objective. Manipulations of information and financial instruments pose a serious threat to the security of the capital market. This article addresses the issue of stock market manipulation, rarely discussed in Polish literature, analyzing it based on the literature and examples from market practice. The aim of the article is to identify and characterize selected techniques for manipulating information and financial instruments in stock market trading.

Method. The research methods employed include an analysis of the relevant literature and a review of cases of manipulative practices in stock market trading. A deductive method was also employed, allowing the identification of general patterns of manipulative activities based on specific practical examples.

Results. The results of the analysis, as well as observation of market practice, allow for the identification of several characteristic forms of manipulation occurring in stock market trading, including information manipulation and manipulation of financial instruments, including order and transaction manipulation.

Keywords: stock market manipulation, disinformation, financial instruments, transparency of the capital market.

JEL classification: A10, E2, M1, O16.

Magdalena Lesiak
Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Polskiej Organizacji Wojskowej 3/5, 90-255 Łódź
e-mail: magdalena.lesiak@uni.lodz.pl
ORCID: 0000-0003-1320-4961.