

## NIEKTÓRE PRZYCZYNY RECESJI W NOWEJ EKONOMII

**WASZCZYK Maciej**

*„Jeśli kupiec agentowi handlowemu srebro na wydanie i prowadzenie handlu powierzył i z misją wysłał go, a agent handlowy w czasie podróży srebrem sobie powierzonym obracał, jeżeli tam gdzie przybył, zysk osiągnął, zyski procentowe od srebra całego, które wziął, oszacuje oraz dni swoje policzy i kupca swego spłaci; jeżeli tam gdzie przybył, zysku nie osiągnął, srebro wzięte agent handlowy podwoi i kupcowi odda”*  
(Kodeks Hammurabiego)

### Wstęp

W ostatnim czasie mówi się o gwałtownym wzroście, a następnie spadku zainteresowania akcjami spółek Nowej Ekonomii. Analiza techniczna indeksu giełdy nowojorskiej NASDAQ COM, który opisuje walory spółek zaawansowanych technologii pokazuje, że w latach 1990-1998 poruszał się on w długoterminowym kanale wzrostowym. W następnym roku nastąpiło jego wybicie, po którym indeks doszedł do swojego historycznego maksimum w pierwszym kwartale 2000 roku. Na przełomie marca i kwietnia 2000 roku rozpoczął się niemal półtoraroczny spadek kursów spółek, trwający z niewielkimi korektami do dnia dzisiejszego [4, ss. 5-6].

Brak zysków spółek internetowych, które „przejadły” fundusze pozyskane z rynku nie generując obiecywanych przy emisji przychodów spowodował, że wiele z nich ogłosiło upadłość. Jeden z artykułów w Financial Times mówi nawet o upadku 210 spółek internetowych, gdzie tylko w grudniu 2000 roku 40 z nich splajtowało sprzeniewierzając w ten sposób około 1,5 miliarda dolarów amerykańskich, powierzonym im przez inwestorów. Webmers.com cytowany przez Financial Times podaje także, iż w ten sposób na całym świecie pracę straciło 15.000 osób pracujących w tym obszarze gospodarki [9].

W świetle przedstawionych faktów rodzi się pytanie, czy obecna recesja w Nowej Ekonomii jest typowym objawem rynkowych prawidłowości następowania po sobie okresów koniunktury i dekoniunktury? Czy wartość walorów spółek internetowych, informatycznych i

telekomunikacyjnych znacznie znowu rosnać? Być może tak, jednak pewną wątpliwość budzi racjonalność pierwotnej euforii, związanej z emisją akcji tych spółek. Postawić można wręcz pytanie, czy euforia ta nie została wywołana w sposób nie mający zdrowych podstaw ekonomicznych, co za tym nieetyczny? <138>

W poniższym artykule zostanie przedstawionych kilka przykładów działań firm internetowych, które mogą stanowić powody recesji w Nowej Ekonomii. Zostanie także zaprezentowany przykład pospiesznego, czy wręcz „gorączkowego” wykorzystywania ostatnich momentów koniunktury i „mody” na spółki internetowe przez firmy z rynku polskiego. Sugeruje się, że emisje akcji tych spółek zostały oparte na dość wątpliwych podstawach ekonomicznych, a prognozy związane z ponoszeniem przez nie w przyszłości kosztów oraz przynoszeniem przychodów i zysków polegają na wątpliwej wartości prognozach, chociaż publikowanych przez analityków renomowanych domów maklerskich.

## 1.

Za M. Novak można wyróżnić siedem obszarów odpowiedzialności w biznesie.

1. Dawanie zadowolenia klientom poprzez oferowanie im towarów lub usług o rzeczywistej wartości.
2. Osiągnięcie rozsądnego zysku w oparciu o fundusze powierzone przedsiębiorstwu przez jego inwestorów.
3. Tworzenie dobrobytu.
4. Tworzenie nowych miejsc pracy.
5. Zwalczanie zazdrości poprzez budowanie możliwości awansu i podwalin empirycznych pod przekonanie, że ciężka praca i talent są sprawiedliwie nagradzane.
6. Promowanie inwencji, zaradności i – ogólnie rzecz biorąc – „postępu w sztuce i naukach użytecznych”.
7. Wielostronne rozwijanie interesów Republiki<sup>1</sup>.

Pominięta w tym miejscu zostanie ewentualna dyskusja o zupełność i rozłączność przedstawionego podziału. Wątpliwości budzić może także fakt nie uwzględnienia w nim zagadnień takich, jak ochrona środowiska naturalnego, czy aspekty wychowawcze biznesu oraz obca europejskiej mentalności „poprawność polityczna” ostatniego punktu. Podział ten ma jednak charakter pragmatyczny i może doskonale posłużyć pokazaniu, w jaki sposób w

---

<sup>1</sup> Novak M.: Seven Corporate Responsibilities. [W:] Houck J.W., Williams O.F. (red.) Is the Good Corporation Dead? Social Responsibility in a Global Economy. Rowman and Littlefield Publishers, Inc. 1994, s. 190; cytowane za [13, s. 93].

biznesie elektronicznym funkcjonują „stare” dylematy moralne i jak trudno jest sobie z nimi poradzić.

Znaną i odczuwaną przez wszystkich praktyką jest „wykroczenie” przeciw odpowiedzialności biznesowej polegające na obniżaniu jakości dostarczanych produktów po okresie promocji i zdobywania rynku. Odmianą tego rodzaju postępowania jest nadmierne, wyrównujące poniesione w poprzednim okresie straty, podnoszenie ceny tych produktów. Nieetyczność tego typu działań polega na „oszukaniu” klienta, co do trwałości parametrów jakości i wartości produktu oraz wytworzeniu błędnego mniemania poprzez manipulację ceną i jakością w okresie poprzedzającym normalną sprzedaż. Innymi słowami, od momentu zdobycia rynku i stabilizacji grona klientów firma pod tą samą marką i w tym samym opakowaniu oferuje gorszy lub droższy towar.

Jak ważne jest zagadnienie zdobywania klientów w dziedzinie biznesu elektronicznego świadczą badania Ernst&Young przeprowadzane od dwóch lat wśród użytkowników internetu. Wśród badanych w 1999 r internautów z sześciu krajów wysoko rozwiniętych<sup>2</sup>, aż 65 do 72% z nich docierało do sklepów internetowych, w których robiło zakupy poprzez wybranie internetowego połączenia ze zbioru „ulubionych” (*ang. favorites file*). Nieco niżej uplasowało się, także wskazujące na przywiązanie do marki, wpisanie znanego adresu (55 do 69%), dopiero na dalszych pozycjach znalazło się typowe dla internetu użycie wyszukiwarki (33 - 67%), pasaży handlowych (4 - 14%), witryn porównujących produkty (3 - 19%), reakcja na banery reklamowe (6 - 23%), czy użycie adresu podanego w reklamie przesłanej pocztą elektroniczną (2 - 14%) [6, s. 17].

Przywiązanie do marki, właściwe dla Stanów Zjednoczonych i krajów wysoko rozwiniętych jest przenoszone zatem na rynki elektroniczne i rodzi zobowiązanie etyczne do „trzymania” przez sklepy internetowe poziomu obsługi, jakości i cen na odpowiednim poziomie.

Czy budowanie marki przez internetowe sklepy powinno uwzględniać to, że użytkownicy uważają, iż w internecie ceny powinny być niższe niż *off-line*? Oczekiwania te, jak się okazuje, są całkowicie bezpodstawne. Koszty prowadzenia takiego sklepu są bowiem bardzo wysokie, jeżeli tylko sklep ten liczy na wzmożony ruch. Kosztowne jest zarówno oprogramowanie i sprzęt, ale także bieżąca administracja internetowym sklepem, obsługa zamówień i logistyka. Od 17 do 37% internautów wskazało, że ceny w sklepach internetowych są za wysokie, przy czym aż 40% klientów Amazon.com wskazuje na konkurencyjne ceny jako na motyw wyboru tego właśnie miejsca na robienie zakupów [6, s. 24].

Przyciąganie klientów i budowanie wizerunkowej wartości firmy nie powinno jednak przeczyć zasadom zdrowego rozsądku. Amazon.com od 1995 roku systematycznie zwiększając obroty i stając się największym sklepem internetowym na świecie przynosi jednocześnie coraz większe straty. Przychód tego sklepu wynosił 15,7 mln dolarów w 1996 roku i zwiększał się systematycznie do osiągnięcia poziomu 2,8 mld w roku 2000, jednocześnie jednak jego strata powiększa się z 6,2 mln dolarów w 1996 roku do 1,4 mld w roku 2000, przeważając o olbrzymiej porażce tego przedsięwzięcia. Rentowność sprzedaży Amazon.com spadła zatem w latach od 1998 do 2000 roku z  $-26,16\%$  do  $-67,01\%$ .

Straty Amazon.com są spowodowane głównie olbrzymimi kosztami operacyjnymi. Rozbudowana struktura organizacyjna i logistyczna, mająca na celu perfekcyjne zaspokojenie potrzeb klientów wymaga tak olbrzymich nakładów, że nie są one pokrywane dochodem uzyskanym po odjęciu od przychodów kosztów zakupionych towarów. Powstaje zatem pytanie, czy pozyskanie klientów i uzyskanie zgodnego z misją Amazon.com pierwszeństwa na rynku internetowym jest racjonalne i etyczne? Czy szkody, jakie firma ta wyrządza inwestorom i pracownikom, których będzie musiała z czasem zwolnić nie przewyższają korzyści z „bycia pierwszym”?

Podsumowując powyższe należy zatem stwierdzić, że jedną z przyczyn recesji w Nowej Ekonomii może być zbyt zachłanna, źle skalkulowana i agresywna ekspansja niektórych sklepów internetowych na rynku handlu detalicznego. Błędy jakie sklepy te popełniły polegają przede wszystkim na obniżaniu ceny produktów przy jednoczesnym podnoszeniu kosztów operacyjnych działalności, poprzez zbyt duże zaangażowanie się w rozbudowę sieci logistycznej, jak w wypadku Amazon.com.

<140>

## 2.

Na rynku polskim także obserwujemy działania, które mają budzącą wątpliwości wartość moralną i prawną. Prospekt emisyjny firmy Interia.pl S.A. zawiera nieważnie przeprowadzony audyt sprawozdania finansowego, ponieważ został podpisany przez osobę blisko spokrewnioną z jednym z członków rady nadzorczej tej spółki, co według polskiego prawodawstwa nie zapewnia koniecznej bezstronności. To, że Interia poinformowała o tym fakcie w prospekcie emisyjnym [11, s. 14] nie zwalnia jej z odpowiedzialności prawnej. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd zrobiła zatem poważny błąd dopuszczając do emisji akcje Interii, jednak po ujawnieniu nieprawidłowości w dniu 12 lipca 2001 nie

---

<sup>2</sup> Stany Zjednoczone, Kanada, Australia, Anglia, Włochy, Francja.

wycofała spółki z obrotu giełdowego a jedynie nakazała przeprowadzenie powtórnego audytu przez inną firmę.

O ile KPWiG trudno zarzucić celowe działanie i można potraktować fakt dopuszczenia Interii do rynku publicznego jako „wypadek przy pracy”, o tyle Zarząd Interii ponosi pełną odpowiedzialność moralną za wprowadzenie w błąd przyszłych akcjonariuszy wbrew oświadczeniu o rzetelności, które zostało zawarte w prospekcie. Można zadać pytanie o odpowiedzialność innych podmiotów sporządzających prospekt (Centrum Operacji Kapitałowych Banku Handlowego w Warszawie, Kancelaria Radców Prawnych „Oleś i Rodzyńkiewicz”, Dom Maklerski POLONIA NET S.A.), lecz podmioty te wyłączyły w swoich oświadczeniach odpowiedzialność za redakcję Rozdziału II punkt 2.3, gdzie zamieszczono informację o podmiocie badającym sprawozdanie finansowe.

Zarzuca się także prospektowi Interii, że przychody podawane w prospekcie pochodzą w 49% z umów barterowych z podmiotami należącymi do tej samej grupy kapitałowej i wynikają z powiązań z Radiem RMF FM. Tym samym nie pokazują faktycznej wielkości sprzedaży usług reklamowych portalu. Ten fakt jednak nie może być pozornie przedmiotem zarzutów ze względu na poinformowanie o nim w prospekcie emisyjnym [11, s. 76], ponadto działalność taka jest zgodna z prawem. Jeżeli jednak weźmie się pod uwagę, że przynajmniej połowa przychodów firmy nie znajduje odzwierciedlenia „w kasie” i polega na kompensacie faktur, to można mieć wątpliwość co do faktycznej wartości firmy i wyceny jej akcji. Przy przychodach w wysokości 5226 tys. zł w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 2000 roku strata portalu wyniosła aż 6777 tys. zł. Spółki takie jak Interia działają niespełna rok, przynoszą olbrzymie straty i są dopuszczane do obrotu giełdowego, czy nie jest zatem oczywiste, że wystąpienie recesji jest w tym wypadku nieuniknione? Wątpliwości można więc mieć do samego faktu w ogóle dopuszczania do publicznego obrotu akcji spółek notujących tak olbrzymie straty.

Z początkiem kwietnia 2000 roku Giełda Papierów Wartościowych pod wpływem „mody” na spółki nowych technologii, zrezygnowała z zapisu wymagającego od dopuszczonych do obrotu publicznego spółek, które chciałyby być notowane na GPW, wykazywania dodatniego zysku w przeszłości. Powstaje pytanie, czy musiał być skreślony zapis, który do tej pory chronił inwestorów indywidualnych, którzy nie są tak zaawansowanymi merytorycznie graczami jak instytucje finansowe i nie potrafią częstokroć właściwie ocenić danych zawartych w prospektach emisyjnych i kupują akcje pod wpływem reklam medialnych. Interia reklamowała się jako „pierwszy portal na akcje”, czym nawiązywała do poprzedzającej wielkiej kampanii Wirtualnej Polski „pierwszy portal w Polsce” i nie można wykluczyć, że większość inwestorów indywidualnych, < 141> którzy

złożyli zapisy na te akcje, działała pod wpływem także tej pierwszej reklamy, co znakomicie obniżyło koszty Interii.

Kurs akcji Interii podczas pierwszego notowania w dniu 2 lutego 2001 wyniósł 26 zł za sztukę, kurs ten po dwóch miesiącach spadł do 12 zł i minimum 5 zł osiągnął po pół roku będąc cały czas od dnia debiutu w trendzie spadkowym. Powstaje zatem pytanie o odpowiedzialność moralną osób i instytucji rezygnujących ze wspomnianej reguły nie dopuszczania do obrotu publicznego firm notujących straty [12, Rozdział I, par.4 ]. Powstaje pytanie czy takie działania nie są także jedną z przyczyn recesji Nowej Ekonomii.

### 3.

Spółka Getin Service Provider S.A., właściciel portalu [www.getin.pl](http://www.getin.pl) przeznaczonego dla sektora Małych i Średnich Przedsiębiorstw (MŚP), także nigdy nie przynosiła zysku. Od momentu debiutu giełdowego 10 maja 2001 (3,54 zł za akcję) pozostaje w trendzie spadkowym gdzie w dniu 22 sierpnia walory spółki osiągnęły wartość 1,86 zł za akcję. Nie to jednak budzi największe wątpliwości moralne. Spółka Getin Service Provider S.A. w prospekcie emisyjnym zadeklarowała w rozdziale poświęconym celom emisji [10, s. 18-20] między innymi, że zdobyte środki finansowe przeznaczy na „wdrożenie i oferowanie Małym i Średnim Przedsiębiorstwom szerokiego profilu usług biznesowych realizowanych przez sieć Internet”. W szczególności Getin zadeklarował, że wyda w roku 2001 kwotę 6 mln złotych (4 mln w 2002) na rozbudowę zasobów i zaplecza sprzętowo-programowego, 8 mln zł (4 mln w 2002) na pozyskanie oprogramowania oferowanego w modelu ASP, 5,5 mln zł (3,5 mln w 2002) na wdrożenie systemu bilingowego oraz oprogramowania klasy CRM oraz 3 mln (2 mln w 2002) na rozwój rozwiązań zapewniających bezpieczeństwo transakcji.

Tymczasem, firma pozyskawszy z publicznej emisji 18 mln zł, z początkiem czerwca 2001 zaczęła wykupywać krótkoterminowe obligacje spółki Europejski Fundusz Leasingowy S.A. za znaczne kwoty pozyskane z emisji akcji. Praktycznie poprzez kilka umów zakupu Getin nabył w czerwcu 2001 obligacje EFL o wartości 18, 5 mln zł i co miesiąc na zmianę wykupuje i zbywa kolejne obligacje krótkoterminowe EFL. Pieniądze pozyskane z rynku, zamiast na cele zadeklarowane inwestorom, zarząd Getin przeznacza więc na kredytowanie EFL.

Sprawa nabiera nowego światła w obliczu faktu, że EFL posiada 88% akcji w Getin oraz, że jedną i drugą firmą zarządza jedna i ta sama osoba, która przelewa pieniądze inwestorów z jednej kieszeni do drugiej. Problem leży jednak w tym, że ta kieszeń znajduje się w drugich spodniach. W jednym z wywiadów [7, s. 2] prezes Getin i EFL w jednej osobie

stwierdził nawet, że ponieważ z emisji planowali pozyskać 36 mln zł a pozyskał o połowę mniej, to zadeklarowane cele emisji przestają w jego opinii go obowiązywać. O niekompetencji zarządu Getin świadczy także fakt, że w tej samej wypowiedzi osoba ta stwierdziła, że spółka nie musi już wydawać 5 mln zł na wdrożenie systemu bilingowego i oprogramowania CRM, ponieważ udało się ten system wdrożyć własnymi siłami. Powstaje zatem pytanie, czy możliwe jest, że wycena inwestycji wartej 5 mln złotych powstaje w kilka tygodni i w kilka następnych nagle się okazuje, że jest ona warta 5 mln mniej. Takie postawienie sprawy wygląda na oszukanie inwestorów i społeczeństwa, albo w momencie dokonywania wyceny inwestycji, albo w momencie jej realizacji. <142>

W pierwszej połowie września 2001 roku, spółka Getin Service Privider S.A. obniżyła znacząco prognozy finansowe na rok, w którym jak wiadomo nastąpiła emisja. Pierwotnie zakładany niewielki zysk zastąpiono prognozą straty w wysokości 8,5 mln zł, czyli większą niż przychody, których prognozę prezes Spółki obniżył trzykrotnie (!) z 20,5 do 7,95 mln złotych [8].

W tych okolicznościach jawi się kolejne źródło recesji w Nowej Ekonomii. Dla niektórych Spółek, prospekty emisyjne nie służą pokazaniu prawdziwej strategii i zamiarów firmy co do dysponowania pozyskanymi z rynku pieniędzmi, lecz stanowią coś w rodzaju formularza, który należy wypełnić „modnymi” i „dobrze brzmiącymi” hasłami jak CRM, ASP czy „bezpieczeństwo transakcji”.

#### 4.

Być może szczęście mieli inwestorzy, którzy nie doczekali zakończenia emisji akcji portalu Areny, który w prospekcie emisyjnym zadeklarował oparcie strategii portalu na modelu dostępowym ISP (Internet Service Provider) dzięki umowie z Tel-Energo S.A. Podczas trwania subsykcypcji sprawę wyjaśnił prezes Tel-Energo, który publicznie zaprzeczył jakoby taka umowa była podpisana.

Spółki nowych technologii, przeżywając ciężkie chwile i upadając na całym świecie jedna po drugiej, same są winne dezintegracji rynku poprzez bezpodstawne wywoływanie euforii u inwestorów. Cel jest oczywisty: pozyskanie pieniędzy z rynku przy braku realnych podstaw ekonomicznych. Takie postępowanie jest wątpliwe moralnie dlatego, że chodzi o rynek publiczny i w dużej mierze o tak zwanych „drobnych” inwestorów. Ci ostatni złożyli, o czym już wspomniano, w sądzie federalnym dla Nowego Jorku za pośrednictwem Kancelarii Prawnej Schifrin & Barroway trzy pozwy przeciwko Mary Meeker, analityczce zwanej jako „królowa internetu” oraz przeciw jej pracodawcy domowi maklerskiemu Morgan Stanleyowi.

W pozwie zarzucono autorom raportów o spółkach internetowych, że miały one charakter zbyt optymistyczny, mający na celu zawyżenie wartości tych przedsiębiorstw, które Morgan Stanley oferował w publicznej emisji. Brak obiektywności przedstawianych analiz według pozwu miał przynosić Mary Meeker i jej pracodawcy korzyści finansowe liczone w dziesiątkach milionów dolarów, zaś indywidualnym inwestorom straty.

22 sierpnia 2001 roku sędzia M. Pollack odrzucił wszystkie złożone pozwy stwierdzając, że nie spełniają one wymogów formalnych, napisane są stylem gazetowym i sprawiają wrażenie jakby obce ich autorom były prawa rynkowej hossy i bessy [3, s. 32]. Kancelaria Prawna Schiffrin & Barroway, która specjalizuje się sprawach sądowych, dla których podstawę stanowią przepisy prawa o obrocie papierami wartościowymi, ma miesiąc na ustosunkowanie się do odrzucenia pozwu. Przyszłość pokaże jak zostanie rozstrzygnięty konflikt pomiędzy Morgan Stanley i inwestorami. Ci ostatni za zadanie będą mieli udowodnienie domowi maklerskiemu złą intencję, co nie będzie łatwe. Jeżeli jednak taką bezpośrednią korzyść majątkową uzyskaną z zawyżania wyceny akcji domu maklerskiemu udowodnią, to ocena moralna postępowania analityków także nie pozostawi wątpliwości, jak w wypadku pewnego Amerykanina, którego Sąd w Los Angeles skazał na 3,5 roku więzienia za zamieszczenie w internecie fałszywego raportu, który doprowadził do załamania się akcji spółki Emulex. Mark Jakob spreparował w sierpniu 2000 prasowe oświadczenie koncernu, w wyniku którego obniżyła się wycena akcji spółki, na czym inwestorzy stracili prawie 110 mln dolarów. <143>

Również na polskim rynku kapitałowym pojawiają się wątpliwości co do rzetelności analiz. Dla przykładu w styczniu 2001 r DM Penetrator wysunął prognozę na 2003 rok uzyskania przez Spółkę Interia 4,5 mln zł zysku, Beskidzki Dom Maklerski 1,8 mln zł zysku zaś CDM Pekao 11,9 mln zł. Rozbieżność tych prognoz różniących się o rząd wielkości świadczy najdobitniej o nikłej wartości analiz, na których podstawie inwestorzy mają podejmować decyzje.

### **Zakończenie**

Tezą tego artykułu było, że przyczyna recesji w Nowej Ekonomii leży po stronie samych spółek internetowych oraz instytucji finansowych, które dopuściły do publikowania nierzetelnych prognoz finansowych. Nierzetelność ta polega przede wszystkim, na „wrózeniu” świetlanej przyszłości spółkom nigdy nie osiągniętym zysku, a wręcz ponoszącym dotkliwie straty, czyli wywoływaniu euforii u inwestorów bez podstaw w rachunku ekonomicznym. Dopuszczanie do publicznego obrotu akcji spółek nie notujących



zysków jest nieetyczne, tym bardziej, że spółki te częstokroć istnieją bardzo krótko. Kilkanaście miesięcy istnienia jest okresem czasu zbyt krótkim na krystalizację ich wizerunku i pozycji na rynku. Inną z przedstawionych przyczyn jest zbyt agresywna polityka ekspansji na rynku detalicznym polegająca na obniżaniu cen przy jednoczesnym nadmiernym podnoszeniu kosztów operacyjnych.

W środowisku ekonomistów krąży anegdota, że w połowie lat 90-tych jedna z firm, której akcje notowano na nowojorskiej giełdzie opublikowała oświadczenie, w którym między innymi ogłosiła, że „nie zamierza się angażować w sprzedaż przez internet”. Samo słowo „internet” wystarczyło, by walory tej spółki poszybowały w górę. Po kilku latach obserwuje się tendencję odwrotną: zawiedzeni poniesionymi stratami inwestorzy na słowo „internet” reagują negatywnie. Recesja w Nowej Ekonomii jest faktem a jej przyczyną nie jest „niedojrzałość rynku”, jak twierdzą spółki internetowe, lecz one same oraz instytucje finansowe.

Być może, gdyby obecnie obowiązywał paragraf 100 i 101 Kodeksu Hammurabiego, zacytowany jako motto niniejszego artykułu, zobowiązujący tych, co obracają pieniędzmi powierzonymi przez inwestorów do oddania ich w podwójnej wysokości w wypadku poniesienia straty, może wtedy analizy instytucji finansowych oraz prospekty emisyjne firm internetowych, publikowane by były w sposób bardziej ostrożny i rozważny. Nie występowałyby w tym wypadku może tak intensywna hossa na giełdzie NASDAQ i innych giełdach, ale także recesja i bessy byłyby nie tak dotkliwa.

## **BIBLIOGRAFIA**

- [1] Amazon Annual Report 2000 including Form-10K for the fiscal year ended December 31, 2000.
- [2] Amazon Annual Report 1998 including Form-10K for the fiscal year ended December 31, 1998.
- [3] Armatys J.: Analiza poza podejrzeniem. Gazeta Giełdy „Parkiet” nr 1830 z dnia 24.08.2001.
- [4] Dom Inwestycyjny BRE Bank S.A.: Raport analityczny Interia.pl. Warszawa: 01.01.2001.
- [5] Global Online Retailing, An Ernst&Young Special Report, E&Y April 2001.
- [6] Global Online Retailing. An Ernst&Young Special Report, E&Y January 2000.
- [7] Muchalski T.: Córka zarabia na matce. Gazeta Giełdy „Parkiet” nr 1797 z dnia 07.07.2001.

- [8] Muchalski T.: Getin koryguje prognozy. Gazeta Giełdy „Parkiet” nr 1842 z dnia 11.09.2001.
- [9] Pesola M.: 210 dotcoms failed in 2000. Financial Times: 03.01.2001.
- [10] Prospekt emisyjny Getin Service Provider S.A. Warszawa: 2000.
- [11] Prospekt emisyjny INTERIA.PL. Warszawa: 2000.
- [12] Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (tekst ujednolicony na dzień 1 sierpnia 2001).
- [13] Ryan L.V. Etyka a wyniki finansowe firmy: amerykański punkt widzenia. [W:] Gasparski W., Dietel J. (red.). Etyka biznesu w działaniu. Doświadczenia i perspektywy. Warszawa: PWN 2001.