

Recenzja rozprawy doktorskiej

Mgr Agnieszki Baklarz

pt. „Identyfikacja skutków udostępniania informacji poufnej inwestorom na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie”, napisanej pod kierunkiem prof. dra hab. Jana Gajdy

1. Uwagi ogólne

Przekazana mi do recenzji rozprawa dotyczy kwestii *insider trading*, czyli wykorzystania informacji poufnych przez uczestników rynku finansowego. Opisany proceder wypacza ceny na rynku i pozwala uprzywilejowanej grupie uzyskać dodatkowe dochody (lub ograniczyć straty) z instrumentów finansowych, dzięki wykorzystaniu przewagi w dostępie do informacji. Istnieją oczywiście regulacje, które mają temu zapobiegać, jednak samo zjawisko jest dość złożone, a przy ułomnościach regulacji prawnych i oczywiście ułomnościach człowieka, proceder ten wciąż ma miejsce. Daje to asumpt do badań naukowych, które w szczególności ukierunkowane są na samą identyfikację zjawiska (wykrycie transakcji związanych z insider tradingiem), jak i ocenę ich skutków. W ten nurt badań wpisuje się powierzona mi do recenzji praca, przy czym koncentruje się ona na wtórnym insider tradingu, którego dotyczy niewiele badań. Z tego powodu **wybór tematu** rozprawy doktorskiej mgr Agnieszki Baklarz uważam za trafny i uzasadniony. Podjęte zagadnienie jest ważne zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki funkcjonowania rynku kapitałowego. Już w tym miejscu pragnę podkreślić, że praca wypełnia lukę w literaturze przedmiotu.

Moja ogólna ocena jest pozytywna, choć nie bezkrytyczna.

2. Cel, hipotezy i metody badawcze pracy

We wprowadzeniu Autorka wskazała cel pracy jako „przeprowadzenie teoretyczno-empirycznych rozważań sposobu identyfikacji skutków udostępniania informacji poufnej inwestorom indywidualnym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie”, przy czym doprecyzowała, że badania dotyczą insiderów wtórnych (s. 14). W samym sformułowaniu celów dostrzegam kilka mankamentów. Po pierwsze, „przeprowadzenie rozważań” nie może być celem samym w sobie – rozważania przeprowadza się, by jakiś cel zrealizować (np. sklasyfikować/ocenić metody, zaproponować nowe metody, wyjaśnić

mechanizm, opracować model itd.). Po drugie – rozważania mają charakter teoretyczny, zaś empiryczny charakter mają badania, analizy itp. Niezgrabne stylistycznie jest sformułowanie „rozważania sposobu identyfikacji (...)”. Powyższe uchybienia traktuję jako niedociągnięcia o charakterze językowym, a nie merytorycznym (kwestię celu rozważań doprecyzowują dalsze akapity).

Na kolejnej stronie Autorka dodaje, że „[c]elem badania przeprowadzonego w niniejszej pracy jest zweryfikowanie powyżej opisanego mechanizmu udostępniania informacji poufnej wśród spółek notowanych na GPW w indeksie SWIG80 wśród inwestorów indywidualnych, czyli insider traderów wtórnych nieinstytucjonalnych”. Jakkolwiek cele w pracy nie są priorytetyzowane (nie jest wskazany np. główny i szczegółowe) ani dookreślane (np. jako poznawczy, metodyczny, empiryczny itp.), sformułowanie to traktuję jako doprecyzowanie celu rozprawy. Jednocześnie wskazano podmioty, których będzie dotyczyło badanie (inwestorzy indywidualni) i przedmiot badania (notowania spółek z indeksu SWIG80). Pomijając kolejną niezręczność stylistyczną („wśród spółek (...) wśród inwestorów”), owo sformułowanie pozwala na skonkretyzowanie zamierzeń badawczych i ogniskuje uwagę na aspektach metodycznych. Wypada w tym kontekście odnotować, że warto było pokusić się o sformułowanie kilku celów, bowiem w istocie Autorka osiągnęła coś więcej, niżli tylko „przeprowadzenie rozważań” i „weryfikację mechanizmu”.

W dalszym etapie Autorka sformułowała 4 tezy (s. 15). Warto przy tym zaznaczyć, że nie są to tezy (te bowiem udowodniane są w drodze dedukcji), lecz hipotezy, które poddane są empirycznej weryfikacji. Tezy te nie zostały w tej części pracy wyprowadzone (nie wskazano podstawy ich sformułowania), jednak wzmianka na ten temat jest w rozdziale szóstym (poprzez odniesienie do opisanego w rozdziale piątym mechanizmu insider tradingu). Nie wnoszę większych uwag do brzmienia hipotez. Dla większej czytelności warto było w pierwszej, drugiej i czwartej doprecyzować przywołaną medianę (to jest wyjaśnione dopiero w rozdziale ósmym).

We Wprowadzeniu Doktorantka opisuje ponadto ogólnie zaproponowaną metodę identyfikacji transakcji stanowiących insider trading oraz wspomina o przeprowadzeniu symulacji numerycznych. W tej części pracy wyeksponowano jedynie autorskie metody, nie wspomniano natomiast o dokonanym przeglądzie literatury i aktów prawnych (ten jednak nie jest zbyt szeroki i wnikliwy). Uwypuklenie autorskich metod jest oczywiście uzasadnione, choć jednocześnie rodzi to pewien niedosyt. Cechą dobrej rozprawy naukowej jest bowiem nie tylko np. zaproponowanie czegoś nowego; najpierw konieczne jest dokonanie krytycznego przeglądu dotychczasowego dorobku, a po wskazaniu braków, niedostatków lub błędów np. w stosowanych metodach, można budować własne propozycje. Już teraz muszę zaznaczyć, że wskutek braku takiego systematycznego i krytycznego przeglądu, trudno jest czytelnikowi docenić co wnoszą owe autorskie

metody, w czym są lepsze od już znanych w literaturze lub praktyce. Wskazuję to jako jedną z ułomności rozprawy (choć jednocześnie podkreślam, że same propozycje metod oceniam pozytywnie).

3. Układ i konstrukcja rozprawy oraz jej ogólna ocena merytoryczna

Praca liczy 219 stron (niespełna 150 stron zasadniczego tekstu) i ma nietypową konstrukcję: składa się bowiem z czternastu numerowanych części. Autorka nazywa je rozdziałami (część z nich istotnie można tak nazwać), ale są tu także wprowadzenie, podsumowanie, zestawienie bibliograficzne oraz spisy obiektów. Status rozdziałów ma zarówno część poświęcona prezentacji teoretycznych aspektów zagadnienia insider tradingu (rozd. 2) oraz część zawierająca przegląd badań (rozd. 3), jak i jednostronicowa prezentacja celu i hipotez badawczych (rozd. 6) oraz niespełna dwustronicowa enumeracja wykorzystanych danych (rozd. 7). To dość zaskakująca struktura; myślę, że można było w prosty sposób połączyć różne fragmenty treści, czyniąc strukturę bardziej zwartą. Nie ma to oczywiście wpływu na merytoryczną ocenę; zakładam, że intencją było zapewnienie przejrzystości i łatwości znalezienia poszczególnych istotnych elementów badania (choć zapewne zbędne jest numerowanie wszystkich elementów).

Kolejność rozdziałów jest prawidłowa, zapewnia logiczną spójność treści. Nieco brakuje mi dyskusji nad wynikami, która mogłaby być ujęta jako osobny rozdział. Warto było szerzej omówić wnioski płynące z badania (jak i jego ograniczenia oraz perspektywy rozwojowe) oraz pokusić się o sformułowanie rekomendacji. Zawarte w pracy krótkie podsumowania nie spełniają tej roli.

Do pracy dołączone są dwa załączniki (dyskusja przyjętych parametrów modelu, wraz z ilustrującymi wykresami oraz tabelaryczne zestawienie danych i przeliczeń dla przykładowej spółki). Pierwszy załącznik pozwala lepiej wyjaśnić opisywane założenia modelu; jest to przydatne, a przy tym przeniesienie tych kwestii do załącznika pozwala na zachowanie czytelności i spójności tekstu zasadniczego rozprawy. Drugi załącznik zawiera przykład danych i wyników dotyczących jednej z analizowanych spółek. Tego typu element jest niezwykle ważny, żałuję jedynie, że Autorka zdecydowała się na ujawnienie raptem przykładu, a nie wszystkich wyników (oczywiście nie byłoby zasadne drukowanie wszystkiego, ale można było umieścić stosowne pliki na nośniku elektronicznym lub na stronie internetowej, do których odniesienie byłoby uwzględnione w pracy).

4. Ocena merytoryczna rozprawy

We Wprowadzeniu (**pierwszym rozdziale**) przedstawiono motywację podjęcia badań oraz pokrótce scharakteryzowano zjawisko insider tradingu (część tych zagadnień

jest powtórzona w kolejnych rozdziałach, niektóre – w dosłownym brzmieniu). Na tym tle przedstawiono lukę w badaniach, a następnie sformułowano cele i hipotezy (nazywane tu tezami). W dalszej części dość szczegółowo opisano przeprowadzone badania empiryczne (zaznaczając przy tym, że badania pilotażowe zostały wcześniej opublikowane w 4 artykułach¹). W tej części czyniono odwołania do zawartości rozdziałów 8-11 (we Wprowadzeniu brak jest opisu struktury pozostałej – wcześniejszej - części pracy). Zaskakuje dość szczegółowa – jak na ten etap rozprawy – prezentacja wyników i wniosków (ponownie, niektóre fragmenty tekstu powielane są w dalszych rozdziałach). Ten element bardziej pasuje do zakończenia pracy.

Drugi rozdział zawiera podstawowe informacje na temat zjawiska *insider tradingu*. Pokróctce przedstawiono historię giełd akcji oraz uwypuklono kwestię asymetrii informacji i jej negatywnych konsekwencji – na tym tle wskazano wykorzystanie informacji poufnych (*insider trading*) jako jeden ze sposobów wykorzystania tej asymetrii. Następnie opisano ewolucję podejścia regulacyjnego do przedmiotowego zagadnienia; syntetycznie omówiono regulacje w USA i Unii Europejskiej, wzmiankowano o polskich przepisach. W przypadku norm unijnych skoncentrowano się na dyrektywie MAD z 2003 r., w ogóle pominięto dyrektywę 2014/57/EU (winna była być transponowana do krajowych przepisów do lipca 2016 r.); przedstawiono jedynie rozporządzenie MAR (z przydatnym zestawieniem tabelarycznym głównych aspektów). Z jednej strony to pominięcie mogłoby być akceptowane - Autorka sygnalizuje wcześniej, że badanie empiryczne dotyczy lat 2010-14, toteż akty prawne zawęża do tych obowiązujących w owym okresie (choć jest w tym niekonsekwentna - na s. 29 odwołuje się do tekstu ustawy z 2017 r.). Z drugiej jednak strony uważam, że należało choćby wzmiankować o samej dyrektywie MAD2 (została wszak uchwalona w tym samym czasie co rozporządzenie MAR). Poza tym, odniesienie się do zmienionych przepisów mogłoby być przydatne przy formułowaniu wniosków i rekomendacji (być może część z kwestii jest już uwzględniona w obowiązujących od 2016 r. normach, a sam problem wskutek tego - ograniczony).

Zaskakuje bardzo powierzchowne odniesienie do przepisów polskich. Podano przykłady zapisów w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi (s. 29), jednak w ogóle nie przedstawiono kluczowych dla tematu rozporządzeń².

¹ Na marginesie należy odnotować, że część publikacji powstała we współautorstwie. Skoro zatem mamy do czynienia z badaniami pilotażowymi, a przy tym istotna część treści tych publikacji jest bezpośrednio przeniesiona do rozprawy doktorskiej, należy zadać pytanie o to w jakim zakresie treść rozprawy jest bezspornym autorstwem Doktorantki. Oczekuję na przedłożenie tej informacji najpóźniej w trakcie obrony rozprawy.

² Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 listopada 2005 r. w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji poufnych oraz Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z

Przydatne jest przedstawienie danych dotyczących skali ujawnionego (podejrzenia) przestępstwa insider tradingu w Polsce (niestety, Autorka nie pokusiła się o samodzielną aktualizację danych za lata 2016-17, poprzestając na powieleniu tabeli z literatury).

Cenny jest podrozdział trzeci, w którym Doktorantka opisała insider trading w kontekście różnych teorii rynków finansowych (choć sama używa nieadekwatnego – moim zdaniem – sformułowania „modeli funkcjonowania rynków finansowych”). Szkoda, że opisując zagadnienie efektywności informacyjnej rynków finansowych przytoczono wybrane badania dotyczące wyłącznie GPW (raptem trzy). O ile przyznaję, że jest to uzasadnione tym, że tylko tej giełdy dotyczy badanie empiryczne, to jednak brak szerszego spojrzenia jest ograniczeniem – w szczególności uniemożliwia ocenę czy rynek ten jest na tyle specyficzny, że zaproponowana metoda może mieć zastosowanie tylko do niego, czy też ma charakter uniwersalny.

Ogółem rozdział oceniam pozytywnie, choć wspomniane mankamenty, jak również brak podsumowania, w którym przedstawionoby kluczowe konkluzje, obniżają tę ocenę.

Trzeci rozdział zawiera przegląd dotychczasowych badań. Pozytywnie oceniam dokonaną syntezę, poczynając od ustrukturyzowania badań (dotyczących insiderów pierwotnych i wtórnych, a w przypadku tych pierwszych, dalszy podział dotyczący kwestii mechanizmu, motywów, czynników wpływających na efektywność procederu oraz regulacji prawnych). Kwestie definicyjne (insiderzy pierwotni/wtórni, s. 37) należało uwzględnić w drugim rozdziale. Sam przegląd wykonany jest poprawnie, choć niestety bardzo rozczarowuje jego zakres (Doktorantka nie podała też powodu takiego ograniczenia przywoływanych publikacji). Zaznaczam to, gdyż tematyka wykorzystywania informacji poufnych jest bardzo popularnym nurtem badań i literatura na ten temat (także publikacje prezentujące wyniki badań empirycznych) jest arcybogata. Mamy tu zatem do czynienia z fragmentarycznym, niepełnym ujęciem. Oczywiście przydatna jest koncentracja Autorki na zagadnieniach, które będą później wykorzystane w Jej badaniu empirycznym, jednak takie zawężenie może oznaczać, że Autorka zapoznała się tylko z wycinkiem literatury albo – co gorsza – celowo ukazuje jedynie te elementy, które pasują do Jej zapatrywania i propozycji metodycznej. Najsłabszy pod tym względem jest punkt 3.1.2, dotyczący motywów wykorzystania informacji poufnej. Można odnieść wrażenie, że Doktorantka ma gotowe tezy (wnioski?), do których usiłuje dopasować dowody literaturowe. Tymczasem jest wiele badań³, które wprost analizują kwestie motywów. Doceniam podejmowaną polemikę i próby uogólnień, ale sądzę, że część wniosków nie

opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych – obydwa obowiązywały do 2017 r.

³ Warto było uwzględnić np. następujące artykuły: Elizabeth Szockyj, Gilbert Geis, *Insider trading: Patterns and analysis*, „Journal of Criminal Justice”, Volume 30, Issue 4, July–August 2002, Pages 273-286; Juha-Pekka Kallunki, Henrik Nilsson, Jörgen Hellström, *Why do insiders trade? Evidence based on unique data on Swedish insiders*, „Journal of Accounting and Economics”, Volume 48, Issue 1, October 2009, Pages 37-53.

ma podstaw. Przykładowo, w moim przekonaniu zbyt szeroki jest wniosek uogólniający o kadrze finansowej dopuszczającej się wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych. Wszak wiele informacji poufnych nie ma charakteru księgowego, toteż to niekoniecznie kadra finansowa jest głównym źródłem przecieków.

W punkcie 3.2.3, dotyczącym efektywności insider tradingu brakuje definicji tego terminu (zasadnym byłoby wskazanie definicji efektywności insider tradingu w drugim rozdziale, ale w pracy nie ma tego w ogóle). Brakuje mi tu odniesienia się do publikacji wskazujących na czynniki władztwa korporacyjnego (*corporate governance*) przyczyniające się do ograniczenia zarówno samego proceduru insider tradingu, jak i jego rentowności⁴; ograniczono się do kwestii kontroli wewnętrznej.

Opisując badania nad wykorzystaniem informacji przez wtórnych insider traderów Doktorantka zaznacza, że jest ich bardzo niewiele (przytacza dwa), a przy tym dotyczą inwestorów instytucjonalnych. Daje to zatem asumpt do przeprowadzenia własnych badań na ten temat. Częściowo zgadzam się z Doktorantką, jednak należy podkreślić, że wiele analiz dotyczy po prostu lepiej poinformowanych uczestników rynku („*informed traders*”), bez jednoznacznego określania czy chodzi o pierwotnych czy wtórnych insider traderów (jak później zauważa sama Autorka, nie jest możliwe dokonanie precyzyjnej analizy tego aspektu).

Ostatni podrozdział - opisujący sposób inwestowania inwestorów prywatnych na GPW - jest później podstawą wyboru parametrów własnej metody badawczej. W podrozdziale tym są liczne powtórzenia kwestii już przytaczanych w rozdziale pierwszym i drugim. Bardzo długie podsumowanie nie stanowi syntezy, lecz ponownie powtarza niektóre informacje (te najbardziej przydatne dla własnego badania empirycznego Autorki).

W rozdziale bardzo brakuje uwypuklenia zagadnień metodycznych. Zważywszy, że cel rozprawy dotyczył „sposobu identyfikacji skutków udostępniania informacji poufnej inwestorom (...)”, jest to bardzo istotny brak. W moim przekonaniu należało albo przedstawić osobny podrozdział (lub rozdział), w którym Autorka dokonałaby przeglądu metod używanych w badaniach zjawiska insider tradingu, albo wzbogacić podrozdziały 1 i 2 o analizę metod wykorzystanych w omawianych badaniach. Bez analizy dotychczas stosowanych metod trudno ocenić autorską propozycję Doktorantki. Co ważniejsze, bez zapoznania się z metodami stosowanymi przez innych badaczy, nie powinno się przystępować do projektowania własnych badań; po pierwsze, być może będzie się wyważać już otwarte drzwi, po drugie, warto uczyć się na cudzych błędach i niedoskonałościach (dostrzegać ograniczenia innych metod) i projektować lepsze rozwiązania. Ten brak odniesienia się do warstwy metodycznej innych badań oceniam

⁴ Badań takich jest wiele, przykładem jest artykuł Lili Dai, Renhui Fu, Jun-Koo Kang, Inmoo Lee, *Corporate governance and the profitability of insider trading*, „Journal of Corporate Finance”, Volume 40, October 2016, Pages 235-253.

jako ułomność rozprawy. Wbrew tytułowi, **rozdział czwarty** nie zawiera bowiem analizy dotychczasowych metod badań dotyczących insider tradingu. Są tu jedynie przytoczone obowiązki informacyjne (która to kwestia winna być podniesiona w rozdziale drugim, gdzie przedstawiono zagadnienia regulacyjne insider tradingu) na podstawie MAR, bez uwzględnienia polskich przepisów, a także wskazano rodzaje informacji i źródła wykorzystywanych danych (np. ogłoszenia insiderów, dane o stopach zwrotu, informacje bieżące i terminowe⁵, informacje o wynikach, informacje ze spraw sądowych itd.). Co do zaś samej metody badania, w tekście jest jedynie lakoniczna wzmianka o tym, że badano „efekty ekonomiczne transakcji” oraz „korelację z późniejszymi lub wcześniejszymi wynikami”. Znowu zatem jest mowa o tym co badano, a nie jak (jest wzmianka o podejściu, lecz nie o metodyce badania); w szczególności nie podniesiono kwestii tego jak identyfikowane były transakcje podejrzane w kontekście insider trading⁶. Podtrzymuję negatywną ocenę tego aspektu rozprawy.

Rozdział piąty opisuje mechanizm insider tradingu; zachowano praktyczne podejście, będące już wstępem do zaplanowania własnego badania, odpowiadając na zadawane w śledztwie (to perspektywa akcentowana przez samą Autorkę) pytania: „kto”, „co”, „dlaczego”, „jak” oraz „jak to wykryć”. Syntetyczny opis bazuje zarówno na wcześniej przedstawionych regulacjach, jak i badaniach literaturowych, zawiera także dodatkowe założenia poczynione przez Doktorantkę. Ogólne podejście można uznać za poprawne, choć jest wiele kontrowersyjnych kwestii. Przykładowo, w podrozdziale 5.2 nie przytoczono aktów prawnych ani nie podano konkretnych terminów wymaganych ujawnień, a jedynie podano ogólnikowe podsumowanie, że okres wewnętrznego przetwarzania / przechowywania informacji przed ich upublicznieniem wynosi „kilkanaście-kilkadziesiąt dni”. To zdecydowanie zbyt mało precyzyjne, by móc na tym później oprzeć wnioskowanie o mechanizmie insider tradingu.

Olbrzymie konsekwencje dla poprawności interpretacji danych rynkowych ma kwestia tego kto korzysta z informacji poufnych (5.3). Po pierwsze, w ogóle pominięto tu osoby spoza spółki (np. pracowników banków – kredytodawców, funduszy

⁵ Wskazanie jako podstawy prawnej polskiego rozporządzenia jest dość zaskakujące, bowiem przytaczane w rozdziale trzecim badania nie dotyczyły Polski, przeto ten akt prawny nie miał zastosowania. Zatem przedstawiona lista nie jest – wbrew zapowiedzi – efektem przeglądu literatury przedmiotu, lecz opinią Doktorantki co winno być uwzględnione w projekcie Jej własnego badania.

⁶ Podobnie jak w innych aspektach, badań na ten temat jest wiele, można wymienić jako przykłady artykuły: Thomas Stöckl, Stefan Palan, *Catch me if you can. Can human observers identify insiders in asset markets?*, „Journal of Economic Psychology”, Volume 67, August 2018, Pages 1-17; Young S. Park, Jaehyun Lee, *Detecting insider trading: The theory and validation in Korea Exchange*, „Journal of Banking & Finance”, Volume 34, Issue 9, September 2010, Pages 2110-2120; Jose Olmo, Keith Pilbeam, William Pouliot, *Detecting the presence of insider trading via structural break tests*, „Journal of Banking & Finance”, Volume 35, Issue 11, November 2011, Pages 2820-2828; Marcello Minenna, *Insider trading, abnormal return and preferential information: Supervising through a probabilistic model*, „Journal of Banking & Finance”, Volume 27, Issue 1, January 2003, Pages 59-86 (oraz bardzo długą listę artykułów, które przytaczają ci autorzy).

inwestycyjnych, analityków rynkowych, outsourcerów, w szczególności kancelarii prawnych itd.), choć w rozdziale 3.3 było to wspomniane⁷. Po drugie, Doktorantka zdaje się traktować wszystkich insiderów jako osoby posiadające ten sam zakres informacji (i w tym samym czasie), co jest oczywiście nieuprawnionym uproszczeniem (np. trudno się spodziewać, że księgowy ma tę samą wiedzę, co członek zarządu, podobnie, nie ma podstaw sądzić, że członek zarządu spółki zależnej ma znajomość poufnych informacji o spółce-matce, a takie właśnie supozycje zgłasza Autorka). Nadto, jakkolwiek dla samego badania empirycznego prawdopodobnie nie mają znaczenia motywy bezprawnego ujawniania informacji, to jednak można wzmiankować, że nie zawsze przekazanie informacji ma charakter intencjonalny (związany z chęcią wykorzystania jej), a może wynikać po prostu z braku profesjonalizmu (niefrasobliwości w swobodnym rozmawianiu o sprawach służbowych). Spore zastrzeżenia budzi opis przebiegu ujawniania informacji poufnej; tu widzę wiele własnych przemyśleń Autorki, niekoniecznie mających oparcie w faktach lub choćby innych badaniach⁸. Przyjęte tu założenia mają fundamentalne znaczenie dla modelu i później przeprowadzanych symulacji. Część z tych założeń jest trudna do obronienia, a w pracy nie są przytaczane argumenty, które mogłyby uzasadnić je. Przykładowo: założenia o tym, że wszyscy insiderzy dostają informację w tym samym czasie nie ma oparcia w rzeczywistości (w dalszej części pracy Autorka sama pokazuje inny schemat rozchodzenia się transakcji, a także różne w czasie skoki liczby transakcji). Nadto, nie można uznawać, że raport roczny nie zawiera żadnych nowych informacji (gdyż raport za IV kwartał pozwala poznać wszystko); w szczególności można wskazać sytuację, gdy biegły rewident zasugeruje dokonanie zmian w sprawozdaniu (a tym bardziej, jeśli wyda opinię negatywną lub odstąpi od wydania opinii). Dodatkowo, na reakcje inwestorów nie wpływają wyłącznie ogłoszenia danej spółki, ale w większym stopniu wyniki rozpatrywane przez pryzmat nie tylko oczekiwań względem tych wyników, ale nade wszystko wyniki innych spółek, a także prognozy dotyczące gospodarki, branży itp. Na potrzeby budowy modelu można dokonać takiego uproszczenia, jednak w rozdziale opisującym mechanizmy działania rynku, należy o tym co najmniej wzmiankować. Bardzo duże znaczenie ma przyjęte przez Doktorantkę założenie o prawdopodobieństwie wpływu informacji. Jest to bardzo kruche założenie, nie poparte żadną argumentacją. Tutaj konieczne byłoby sięgnięcie do badań behawioralnych, w tym dotyczących motywacji do wykorzystania informacji poufnych (moim zdaniem spłyconych

⁷ Nie sądzę, by w praktyce istniała możliwość identyfikacji miejsca wycieku informacji, jednak w pracy wyraźnie ogranicza się źródła przecieku do pracowników spółki, co nie jest uprawnione.

⁸ Zagadnienia rozprzestrzeniania się informacji poufnych (i szerzej – możliwości wykrycia takich przestępstw) podejmuje np. artykuły: Kenneth R. Ahern, *Information networks: Evidence from illegal insider trading tips*, "Journal of Financial Economics", Volume 125, Issue 1, July 2017, Pages 26-47; Selman Erol, Michael Junho Lee, *Insider Networks*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 862, August 2018; Peter M DeMarzo, Michael J Fishman, Kathleen M Hagerty, *The optimal enforcement of insider trading regulations*, "Journal of Political Economy", 1998, Vol. 106, Number 3, p. 602-632.

w pracy). Ten aspekt ma szczególnie duże znaczenie, zatem błąd popełniony na tym etapie może stanowić znaczące ograniczenie modelu. Dość dyskusyjne jest też założenie (o najważniejszym bodaj wpływie na cały model) dotyczące sygnałów wykorzystania informacji poufnej: Doktorantka wiąże je z wartością transakcji i odnosi do mediany. Skoro mowa o transakcjach typowych, to powinna być raczej dominanta. Jeśli ograniczeniem jest brak takich danych, należało przynajmniej o tym wzmiankować. Przydatne są rozważania o tym jak odróżnić transakcje inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, ale nie są one chyba wystarczającym argumentem dla wybrania mediany wartości. Podkreślam te wątpliwości, bowiem rozdział piąty napisany jest w sposób, który sugeruje, że przedstawia on obiektywną wiedzę (opartą na wynikach badań empirycznych lub choćby na rozważaniach teoretycznych). Tymczasem jest to szereg założeń, czasem wywiedzionych na podstawie studiów literaturowych, ale bardzo często nie mających oparcia w teorii lub empirii.

Ogólna ocena tego rozdziału jest ambiwalentna. Z jednej strony próbowano znaleźć odpowiedź na wszystkie istotne dla zagadnienia pytania (co będzie bazą dla badania empirycznego), z drugiej strony odpowiedzi często są jedynie założeniami, a nie faktami lub uprawdopodobnionymi kwestiami. Jest to niewątpliwie ograniczenie badania. Być może jest ono trudne lub nawet niemożliwe do obejścia, ale przy tak ograniczonych studiach literaturowych przeprowadzonych przez Doktorantkę trudno to jednoznacznie stwierdzić. Szkoda też, że nie przedstawiono konsekwencji tych założeń (ograniczeń). Być może ogólny model empiryczny można dowolnie kalibrować lub wprowadzać doń dodatkowe zmienne (np. dotyczące zróżnicowanego prawdopodobieństwa ujawniania informacji lub nierównomiernego w czasie rozprzestrzeniania się informacji), ale w rozprawie nie wzmiankowano o tym.

Rozdział szósty to jednostronicowe powtórzenie celów i (hipo)tez. **Rozdział siódmy** jest listą danych użytych w badaniu. Bazują one głównie na wnioskach z trzeciego rozdziału i założeniach z piątego. Niezależnie od uwag wskazanych w odniesieniu do rozdziału piątego, także założenia poczynione w rozdziale siódmym budzą dodatkowe kontrowersje. Po pierwsze, nie wiem dlaczego Doktorantka analizowała wypowiedzi na czterech wskazanych forach (przypis sugeruje, że wyjaśnienie daje publikacja Gackowskiego, jednak ta wyjaśnia trzy z czterech forów; czwartym jest Stockwatch.pl, a w pracy analizowano infoinwestor.pl). Bardzo dużym uproszczeniem jest przyjęcie liczby piastunów analizowanych spółek wyłącznie na podstawie raportów za 2014 rok (skoro analiza dotyczyła okresu 2010-14, należało przyjąć liczbę osób adekwatną dla danego roku). Jak wcześniej wspomniałam, nie znajduję uzasadnienia dla uwzględnienia członków zarządów wszystkich spółek zależnych w gronie osób dysponujących informacjami poufnymi o spółce dominującej. Nie widzę także uzasadnienia dla przyjęcia założenia o tym, że tylko jeden doradca (radca prawny) ma

dostęp poufnych informacji. Dość ułomnym założeniem jest też liczba osób z działu księgowego, która może dysponować informacjami. Kluczową wątpliwość budzi kwestia zawężenia kręgu osób mających dostęp do informacji poufnych do zarządów, rady nadzorczej, jednego radcy i kilku księgowych, tym bardziej, że Doktorantka nie podaje żadnych argumentów uzasadniających Jej założenia. Oczywiście być może nie ma znaczenia charakter insiderów (księgowy lub pracownik innego działu), jednak sposób prezentacji „danych użytych w badaniu” sugeruje, że jest to istotne. Analiza samego modelu (a w szczególności później zaprezentowanych symulacji) sugeruje, że założenie o charakterze (funkcji, stanowisku) insiderów nie jest istotne (a jedynie liczba osób mających dostęp do informacji), toteż zgłaszane przeze mnie zastrzeżenia mogą nie mieć fundamentalnego charakteru. Tym niemniej warto było przedstawić szerszą argumentację lub co najmniej zaznaczyć dopuszczalną elastyczność założeń.

W **rozdziale ósmym** przedstawiono „sposób przeliczenia danych”, a precyzyjniej: procedurę badania. Opis ilustrowano wykresami dotyczącymi jednej spółki. Dyskusję na temat kalibracji parametrów modelu przedstawiono w załączniku, jest ona przekonująca.

Można poddać w wątpliwość zasadność wyeliminowania z badania komunikatów zawierających niektóre słowa. Przykładowo, wyeliminowano słowo „przetarg”, argumentując, że sama informacja o udziale w nim nie jest znacząca – z czym należy się zgodzić, jednak znaczącą informacją będzie ta o wygraniu przetargu (i można oczekiwać, że inwestorzy zareagują już na tę informację, a nie dopiero na komunikat o podpisaniu umowy). Nadto, słowo „wybór” nie musi się wiązać wyłącznie z wyborem zarządu, ale np. także biegłego rewidenta, przewodniczącego rady nadzorczej itd. (co także może powodować określone reakcje inwestorów). Kwestia słowa „opinii” nie musi się ograniczać do opinii rady nadzorczej o treści uchwał, ale może też wiązać się z komunikatem o odmowie wydania opinii przez biegłego rewidenta, co byłoby komunikatem o bardzo znaczących skutkach. Nie wydaje się, by zasadne było zignorowanie sprostowań komunikatów – te bowiem mogą zawierać istotne informacje (np. związane ze sprostowaniem wyniku, warunków znaczącej umowy itp.). Być może moje obawy są nieuzasadnione i w istocie badano komunikaty bardziej wnikliwie, jednak zamieszczony w rozprawie opis jest bardzo zdawkowy.

Pragnę zwrócić uwagę na jedną bardzo ważną kwestię, której Doktorantka nie opisała w pracy. Mianowicie: analizowano czy po skokach liczby transakcji w ciągu 20 notowań był publikowany komunikat (co mogłoby sugerować wcześniejszy wyciek i wykorzystanie informacji poufnych). Nie znalazłam informacji o procedurze badawczej w przypadku, gdy w krótkim okresie spółka publikowała więcej niż jeden komunikat – w jaki sposób Autorka wiązała potencjalny incydent insider tradingu z konkretnym komunikatem (to o tyle istotne, że później badany jest czas w zależności od rodzaju ujawnień).

Ogółem procedurę badawczą dość trudno jednoznacznie ocenić, jako iż w pracy nie przedstawiono informacji o metodyce badań stosowanej przez innych autorów. Ogółem podejście wydaje się poprawne, choć wskazane wyżej pytania i uwagi świadczą co najmniej o istnieniu ograniczeń badania.

Rozdział dziewiąty prezentuje wyniki analiz (niektóre informacje zaprezentowano na przykładzie jednej spółki, niektóre ujęto zbiorczo, część zaś – w przypadku czwartej tezy – ilustruje kilka spółek). Wyniki przedstawiono odrębnie dla każdej hipotezy, co ułatwia śledzenie sposobu jej weryfikacji. Na podstawie przedstawionych wyników Doktorantka sformułowała wnioski odnoszące się do postawionych tez, a także wskazała, że zastosowanie autorskiej metody pozwoliło na potwierdzenie wniosków z innych badań, prowadzonych innymi metodami (nadal niestety podkreślam, że eksponowanie tej zalety własnego badania jest ograniczone, wobec braku zaprezentowania owych innych metod i dość ogólnikowego opisu własnej procedury badawczej). Pochwalam ostrożność w formułowaniu niektórych wniosków (zwłaszcza dotyczy to czwartej tezy) – uważam, że jest ona wysoce wskazana. Niektóre sformułowania jednak są zaskakujące, np. przekonanie Doktorantki, że „sprawozdania półroczne są sporządzane z większą starannością niż kwartalne” (skąd taka ocena poziomu staranności?).

Pewien niedosyt budzi kwestia analizowana w punkcie 9.3.2 (analiza raportów bieżących). Po pierwsze, moim zdaniem lista typów komunikatów (rodzajów ujawnianych informacji) jest dość wąska. Być może w istocie przeanalizowano więcej komunikatów, a akurat te wybrano do dalszego badania szczegółowego – nie jest to wyjaśnione w tekście. Po drugie, na 16 typów zaledwie 3 mają charakter finansowo-księgowy, a to właśnie w obszarze księgowości dopatrywano się w największym stopniu źródeł przecieków informacji poufnych. Po trzecie, część komunikatów sugeruje, że źródło potencjalnych przecieków informacji nie znajduje się w samej spółce, lecz poza nią (dotyczy to np. rekomendacji domu maklerskiego, wejścia/wyjścia znacznego akcjonariusza – to zwłaszcza może dotyczyć profesjonalnych inwestorów instytucjonalnych, którzy często mają znacznie szerszy dostęp do informacji). W pracy nie ma rozważań na temat takiego potencjalnego ograniczenia badania.

Ogółem przeprowadzone badanie oceniam pozytywnie, choć dostrzegam jego ograniczenia (być może są one jedynie efektem zbyt ogólnego jego opisu). W przypadku niektórych kwestii szczegółowych (np. dotyczących raportów okresowych) Autorka wykazała się dużą dociekliwością w poszukiwaniu interpretacji obserwowanych zjawisk.

Rozszerzenie badań zawiera **rozdział dziesiąty**, w którym Autorka przedstawiła symulację modeli rozchodzenia się informacji i sposobów podejmowania decyzji. Modele bazują na założeniach, których część budzi zastrzeżenia. Przykładowo, dotyczy to liczby insiderów – omawiając dane opisane w rozdziale siódmym wskazałam tam moje uwagi.

Istotne jest także arbitralnie przyjęte założenie o stałej liczbie pięciu osób zaufanych każdego insidera – tu sama Autorka podkreśla, że nie sposób tej informacji zweryfikować (ale można było pokusić się o argument zaczerpnięty z literatury przedmiotu). Istotne znaczenie ma też przyjęcie dość wysokiego – w moim przekonaniu – poziomu prawdopodobieństwa przekazania informacji dalej (np. 15% - ta kwestia wymagałaby szerszej dyskusji). Niezależnie jednak od samego rozprzestrzeniania się informacji warto pochylić się także nad kwestią motywacji do jej wykorzystania (czyli prawdopodobieństwa dokonania transakcji na jej podstawie). Ten psychologiczny czynnik także winien zostać włączony do modelu (wskazano to w podsumowaniu, zatem Doktorantka dostrzega ten istotny aspekt, co jednocześnie można uznać za wskazanie perspektyw dalszych badań).

Autorka przedstawiła wyniki symulacji dla kilku poziomów parametrów, dowodząc przydatności modeli. Pomimo wskazanych uwag całość badania oceniam pozytywnie i dostrzegam potencjalną praktyczną przydatność zaproponowanych modeli. Przeprowadzone symulacje pozwoliły na uogólnienie wniosków (w szczególności w zakresie tezy czwartej).

Rozdział jedenasty podsumowuje przeprowadzone w pracy rozważania (niektóre zdania powtarzają się drugi lub trzeci raz w pracy). Nieco brakuje mi tu odnotowania ograniczeń przeprowadzonych badań. Zarysowano dalsze perspektywy badawcze, ale i aplikacyjne. W ostatnich akapitach pracy Doktorantka włącza się (dość nieśmiało i bez zaprezentowania wyraźnego stanowiska) w dyskusję na temat tego czy penalizować insider trading. Nieco zaskoczyło mnie sformułowanie, że wtórny insider trading przyczynia się do zwiększenia efektywności rynku. Nie odmawiam oczywiście Doktorantce prawa do posiadania własnej opinii, jednak przyznaję, że moja ocena tego proceduru jest odmienna (doceniam równość szans uczestników rynków, pochwalam regulację *fair disclosure*). Niniejszą recenzję kończę pisać w dniu, w którym opublikowano informację o wyroku skazującym inwestora (niegdysiejszego szefa spółki inwestycyjnej) za wykorzystanie informacji poufnych⁹. Zasądzona kara wydaje się być bardzo niska, co sugerowałoby, że wymiar sprawiedliwości nie ocenia zbyt surowo takiego postępowania. Dziennikarze wprost mówią o tym, że najwięksi gracze, którzy psują rynek, w praktyce pozostają bezkarni (podzielam opinię, że *insider trading* psuje rynek). W moim przekonaniu warto poszerzyć badania, które wskazywałyby na przydatność różnych mechanizmów (regulacyjnych i wewnętrznych) w ograniczaniu zjawiska nielegalnego wykorzystywania informacji. Zachęcam Doktorantkę do podjęcia dalszych badań, na bazie już zgromadzonego materiału.

⁹ <https://www.pb.pl/znany-inwestor-skazany-za-insider-trading-950603>.

5. Wykorzystanie bibliografii

Bibliografia rozprawy liczy zaledwie 102 pozycje (w tym 4 artykuły autorstwa lub współautorstwa Doktorantki); uwzględnia głównie artykuły naukowe i niektóre akty prawne, dominują źródła anglojęzyczne. Jak już wskazywałam (głównie odnosząc się do trzeciego i czwartego rozdziału pracy), pominięto bardzo wiele istotnych źródeł literaturowych. Dokonany przegląd dotychczasowych badań jest w mojej opinii wysoce niewystarczający. Także w przypadku aspektów regulacyjnych pominięto część aktów prawnych, względnie wskazywano nieaktualne (już także w okresie, którego dotyczyły analizy empiryczne – np. na str. 20 przywołano ustawę o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, podczas gdy od 2016 r. obowiązuje ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym).

Częściowo doceniam przeprowadzone badania anglojęzycznej literatury przedmiotu (w Polsce badań na ten temat prowadzi się niewiele), jednak winny być one znacznie szersze. Sądzę, że mogłoby to pozwolić Autorce na lepsze uzasadnienie niektórych przyjętych założeń, być może wzbogaciłoby dodatkowo zaplanowaną procedurę badawczą, a także ułatwiłoby interpretację wyników.

6. Uwagi formalne

Formalna strona pracy zasługuje ogólnie na dość wysoką ocenę. Należy pochwalić stronę **edytorską** - tekst jest przejrzysty, dobrze sformatowany.

Praca jest napisana dość poprawnym językiem, ale zdarzają się nieliczne błędy gramatyczne i stylistyczne oraz bardzo liczne błędy interpunkcyjne.

Doktorantka poznała i właściwie stosuje odpowiednią **terminologię**, właściwą tematyce rozprawy, używa odpowiednich, poprawnych pojęć.

Przypadku cytatów zaskakuje ich podwójne ujęcie: w wersji oryginalnej (w języku angielskim) oraz tłumaczenie na język polski. Niepotrzebnie zwiększa to objętość pracy, wystarczy jedna wersja.

Liczne w rozprawie **obiekty** (27 wykresów i 14 tabel) są z reguły wykonane bardzo starannie i dobrze opisane (wyjątek stanowi wykres 1, s. 51, przekopiowany ze źródła ma dość niską jakość i jest mało czytelny).

7. Konkluzje

Podsumowując, do istotnych **zalet** rozprawy zaliczam:

- podjęcie bardzo ważnego – z punktu widzenia teorii i praktyki – tematu,
- wypełnienie luki w literaturze przedmiotu, w zakresie analizy wtórnego insider tradingu, poprzez opisanie jego mechanizmu oraz przeprowadzenie badań empirycznych,
- opracowanie narzędzia umożliwiającego identyfikację potencjalnego procederu

insider tradingu,

- zaplanowanie i przeprowadzenie pionierskiego badania dotyczącego domniemanego wykorzystania informacji poufnych na polskim rynku kapitałowym,
- opracowanie modeli symulacyjnych przepływu informacji i podejmowania decyzji (z uwzględnieniem typów informacji poufnej).

W moim przekonaniu **mankamentami** pracy są zaś:

- uchybienia dotyczące sformułowania celów rozprawy,
- struktura rozprawy, w tym powtórzenia treści, a w niektórych przypadkach nieodpowiednie miejsce ich zamieszczenia,
- bardzo ograniczony przegląd literatury, w tym brak opisu metod stosowanych przez innych autorów badających insider trading,
- ułomność niektórych założeń badania empirycznego,
- brak szerszej dyskusji wyników, brak sformułowania rekomendacji na ich podstawie.

Ogółem pozytywne aspekty przewyższają ułomności rozprawy, nadto część moich uwag ma charakter polemiczny, toteż moja **ogólna ocena pracy jest pozytywna**. Uważam, że wypełnia ona lukę badawczą w zakresie analizy zjawiska *insider trading*, w szczególności wtórnego. Doktorantka wykazała się umiejętnością formułowania problemów badawczych, stosowania odpowiednich metod badawczych, a także analizy i syntezy. Przeprowadzone badania pozwoliły na zrealizowanie celu rozprawy i umożliwiły weryfikację postawionych hipotez. Stwierdzam, że Kandydatka wykazała się umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Ogółem zatem, zważywszy na pozytywną ocenę rozprawy recenzowanej rozprawy, a w szczególności na zawarte w niej oryginalne rozwiązanie problemu naukowego i wykazaną ogólną wiedzę teoretyczną Autorki w zakresie finansów, stwierdzam, że dysertacja mgr Agnieszki Baklarz odpowiada wymogom stawianym pracom doktorskim i zgłaszam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

