

Autoreferat
na temat osiągnięć naukowo-badawczych,
dydaktycznych, popularyzatorskich i organizacyjnych

Waldemar Aspadarec

Układ treści

1. Imię i nazwisko
2. Informacje o dyplomach, zaświadczeniach i stopniach naukowych
3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych
4. Wskazanie osiągnięcia naukowego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2017 r. poz. 1789):
5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych
6. Omówienie przebiegu i osiągnięć w pracy dydaktycznej oraz działalności popularyzatorskiej i organizacyjnej

1. Imię i nazwisko

Waldemar Piotr Aspadarec

2. Informacje o dyplomach, zaświadczeniach i stopniach naukowych

2.1. Dyplom ukończenia 4,5-letnich studiów magisterskich na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, na kierunku Ekonomia w zakresie finanse i bankowość z dnia 29 marca 1999 r. z wynikiem bardzo dobrym. 14 marca 1999 roku obroniłem z wynikiem bardzo dobrym pracę magisterską *Ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej grupy Pekaó SA oraz jej otoczenia sektorowego*, napisaną pod kierunkiem prof. dr hab. Teresy Lubińskiej i uzyskałem tytuł magistra ekonomii (nr dyplomu WNEiZ/D/2819).

2.2. Stopień doktora nauk ekonomicznych w specjalności: finanse, rynki finansowe, metody ilościowe nadany uchwałą Rady Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w dniu 9 czerwca 2005 r. na podstawie przedstawionej i obronionej rozprawy doktorskiej *Wykorzystanie funkcji prognostycznej kontraktów terminowych na polskim rynku kapitałowym*. Promotor prof. dr hab. Waldemar Tarczyński. Recenzenci: prof. dr hab. Józef Stawicki (Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu), dr hab. prof. US Zdzisław Niedzielski. 14 października 2015 r. za wyróżniającą rozprawę doktorską otrzymałem List Gratulacyjny od JM Rektora Uniwersytetu Szczecińskiego

2.3. Świadectwo ukończenia kursu pedagogicznego: Kurs Pedagogiczny dla Młodej Kadry Naukowej na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w dniach 15.06.2007 r. – 30.06.2007 r.

3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych

3.1. Od 1 października 1999 r. do 30 lipca 2005 r. – asystent w Katedrze Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego.

3.2. Od 1 sierpnia 2005 do 30 września 2014 – adiunkt w Katedrze Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie.

3.3 Aktualne zatrudnienie (od 1.10.2014 r.) – adiunkt w Katedrze Finansów Instytutu Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie.

4. Wskazanie osiągnięcia naukowego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2017 r. poz. 1789):

4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego

Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie.

4.2. Jako główne osiągnięcie naukowe wskazuję następującą monografię:

Aspadarec W. (2019), *Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie*, Warszawa: Difin, 220 s., ISBN 978-83-8085-821-3. Recenzentem w procesie wydawniczym był dr hab. Grzegorz Mentel (Politechnika Rzeszowska).

4.3. Omówienie celu naukowego oraz wyników wskazanej wyżej pracy

Monografia obejmuje problematykę rynku funduszy hedgingowych na świecie i w Polsce. Zasadniczą przesłanką motywującą do napisania niniejszej pracy był niezwykle dynamiczny rozwój rynku funduszy hedgingowych w XXI wieku. Osadzenie tych odmiennie regulowanych instytucji pośrednictwa finansowego w strukturze ewaluującego rynku finansowego miało wykazać czy wysoki poziom elastyczności działania funduszy hedgingowych na każdej płaszczyźnie pozwala stwierdzić, że spełniają one definicję innowacji finansowej.

Kolejnym impulsem, była chęć uzyskania odpowiedzi na pytanie – jak zmieniły się wyniki funduszy hedgingowych po wprowadzeniu nowych regulacji prawnych uchwalonych po upadku banku Lehman Brothers? Segment rynku finansowego związany z zarządzaniem instrumentami finansowymi w XX wieku rozwijał się wyjątkowo szybko, a jednym z jego podstawowych elementów są fundusze aktywnie zarządzające portfelami klientów. Ich funkcjonowanie jest w znacznym stopniu zależne od zdolności osiągania stóp zwrotu przekraczających możliwe do osiągnięcia z inwestycji w pasywne strategie. Dlatego też od dziesięcioleci trwa proces poszukiwania najbardziej efektywnych metod aktywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. M. Getmansky, P.A. Lee oraz A.W. Lo¹ stwierdzają, że branża funduszy hedgingowych szybko rozwinęła się w ostatnich dwóch dekadach, oferując inwestorom wyjątkowe możliwości inwestycyjne, które odzwierciedlają bardziej złożone ryzyko niż w tradycyjnych inwestycjach. Dynamiczny rozwój rynku funduszy

¹ M. Getmansky, P.A. Lee, A.W. Lo (2105), *Hedge funds: a dynamic industry in transition*, National Bureau of Economic Research.

hedgingowych od końca lat 90. zeszłego stulecia wpływa więc na zmianę struktury współczesnego rynku finansowego. Uzasadnieniem badań nad rozwojem rynku funduszy hedgingowych było również występowanie wysokiego poziomu zmienności we wszystkich segmentach rynku finansowego w XXI wieku. Fundusze hedgingowe, jako odmiennie regulowane fundusze inwestycyjne, charakteryzujące się najwyższą elastycznością działania ze wszystkich podmiotów funkcjonujących na rynku, zostały najlepiej zaadaptowane do nowych warunków rynkowych.

Kolejnym motywem napisania monografii był niezwykle dynamiczny rozwój segmentu funduszy hedgingowych w Polsce, który nastąpił po 2011 roku, kiedy zliberalizowano przepisy dotyczące tworzenia funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Szczególną uwagę poświęcono w monografii analizie i ocenie zjawiska persystencji stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu funkcjonujących w Polsce, które zdefiniowano w monografii jako quasi-fundusze hedgingowe. Zasadniczą przesłanką motywującą autora do zajęcia się tego typu problematyką był fakt ciągłego doskonalenia metodyki badania zjawiska persystencji stóp zwrotu funduszy.

Wnikliwa analiza literatury naukowej pozwoliła zdiagnozować lukę poznawczą w obszarze zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych. Lukę tę zidentyfikowano w wymiarze metodycznym i empirycznym. Luka empiryczna dotyczy niedostatku badań analizujących zjawisko utrzymywania się stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. Luka metodyczna związana jest z brakiem powszechnie akceptowanej metodyki badania zjawiska persystencji stóp zwrotu analizowanych funduszy. Biorąc powyższe pod uwagę, niezbędne stało się podjęcie następujących prac badawczych:

- opracowanie nowej metodyki badania persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych,
- przeprowadzenie własnych badań empirycznych z wykorzystaniem zaproponowanej metodyki.

W pracy przeprowadzono rozważania nad ekonomicznymi determinantami rozwoju rynku funduszy hedgingowych w dwóch płaszczyznach – w ujęciu makroekonomicznym i mikroekonomicznym. W ujęciu mikroekonomicznym analizie poddano wyniki inwestycyjne oraz persystencję stóp zwrotu funduszy hedgingowych. W ujęciu makroekonomicznym rozważania skoncentrowano na problematyce poziomu rozwoju gospodarki i rynku finansowego, które wpływają na stopień zamożności gospodarstw domowych. Wysoki stopień zamożności społeczeństwa przyczynia się do zmian preferencji w sposobie alokacji

kapitału, wyrażającym się większą skłonnością do inwestowania w niestandardowe instrumenty finansowe. W literaturze akcentuje się współzależność rozwoju rynku finansowego z rozwojem niebankowych instytucji finansowych, w tym różnego rodzaju pośredników finansowych, do których zalicza się fundusze hedgingowe. Skłonność do podejmowania ryzyka przez inwestorów oparta jest na ich wiedzy. Wskazuje się, że klienci funduszy hedgingowych są bardzo dobrze wykształceni, dlatego rozumieją i akceptują mechanizmy działania rynku finansowego, tym samym akceptują inny poziom ryzyka inwestycyjnego związany z odmiennymi warunkami współpracy z zarządzającymi odmiennie regulowanymi funduszami hedgingowymi. Pozwala to na konstatację, że zyskowność inwestycji na rynku finansowym oparta na wiedzy i doświadczeniu inwestorów skutkuje umiejętnością wyboru najlepszych zarządzających.

W literaturze naukowej niewiele uwagi poświęcono problematyce funduszy hedgingowych na świecie, ponieważ badania prowadzone są dopiero od końca XX wieku. W 1997 roku W. Fung i D.A. Hsieh opublikowali opracowanie *Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds*², które uznano za pionierskie. W Polsce tematyka funduszy hedgingowych jest w początkowym stadium badań i są one prowadzone epizodycznie. Ważnymi Autorami, którzy podjęli badania związane z funkcjonowaniem rynku funduszy hedgingowych, są m.in. K. Perez, I. Pruchnicka-Grabias i P. Dębski. Należy zaznaczyć, że systematyka podstawowych pojęć odnoszących się do funduszy hedgingowych nie jest jednoznacznie zdefiniowana w literaturze światowej. Problem w określeniu, czym jest fundusz hedgingowy, skutkuje wielością różnych definicji. Za szczególnie ważne należy uznać, że nie istnieje również w literaturze jednoznaczne zdefiniowanie zjawiska „rozwój rynku funduszy hedgingowych”. Przystępując do rozważań dotyczących tego zjawiska, logicznie uzasadniona wydaje się próba zdefiniowania go przez implementację badań międzynarodowych dotyczących rozwoju rynku finansowego. W prowadzonych na świecie badaniach, z reguły akcentuje się zagadnienie relacji łączących instytucje finansowe i funkcjonowanie gospodarki, utożsamiane często ze wzrostem gospodarczym. Wynika to z nierozdzielnych współzależności między działaniami instytucji rynku finansowego a zmianami w gospodarce realnej, które są fundamentalne i wyrażają się w spełnianiu przez rynek podstawowej funkcji, czyli pozyskiwaniu kapitału, czego konsekwencją jest rozwój gospodarki. Sprzężenie zwrotne powoduje, że rozwój gospodarki opartej na pozyskanym z rynku kapitale przyczynia się do dalszego rozwoju rynku finansowego, którego fundusze

² W. Fung, D.A. Hsieh (1997), *Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: the Case of Hedge Funds*, „Review of Financial Studies”, t. 10, nr 2.

hedgingowe stały się immanentną częścią. We współzależności rynku finansowego ze zmianami w gospodarce realnej należy podkreślić znaczenie instytucji pośrednictwa finansowego, jako podmiotów niezbędnych w rozwoju gospodarki. W tym kontekście ich duże znaczenie przypisywane jest bankom. Tradycyjnym wyjaśnieniem wyjątkowej roli banków w zaopatrywaniu rynków w kredyt jest to, że mają one unikatową wiedzę na temat faktycznych możliwości spłat pożyczkowych przez ryzykowne podmioty. Fundusze hedgingowe współpracują z bankami na wielu płaszczyznach, mają więc wpływ na funkcjonowanie kanałów kredytowych, co pośrednio czyni je podmiotami oddziałującymi na sektor bankowy.

Problematyka rozwoju rynku finansowego ma odzwierciedlenie w prowadzonych na świecie badaniach naukowych. Autorami najbardziej znanych prac, w których analizowany jest związek struktury danego rynku finansowego ze zmianami w gospodarce, są R. Levine i S. Zervos, którzy w 1998 roku opublikowali opracowanie *Stock market, banks and economic growth*³, wskazując następujące parametry decydujące o rozwoju rynku finansowego: wielkość rynku akcji, stopień jego płynności oraz jego zmienność. Badacze wskazali dodatkowo na wagę stopnia integracji rynku z rynkami zagranicznymi.

Fundusze hedgingowe są integralną częścią rynku finansowego, co uzasadnia próbę adaptacji do badań nad rozwojem rynku tych funduszy metod wykorzystywanych do badań nad rozwojem rynku finansowego. Rozwój rynku funduszy hedgingowych to proces zmiany jego wielkości i struktury. W monografii przyjęto podejście metodyczne do oceny rozwoju rynku funduszy hedgingowych oparte na implementacji dorobku badań światowych, dotyczących rozwoju rynku finansowego. W zamierzeniu monografia stanowi więc opracowanie, zawierające ocenę miejsca i roli funduszy hedgingowych na rynku finansowym w zmieniającym się otoczeniu z uwzględnieniem aspektów zarówno ilościowych, jak i jakościowych.

Głównym celem pracy, jest systematyka dorobku teoretycznego dotyczącego rynku funduszy hedgingowych oraz zakotwiczenie funduszy hedgingowych jako innowacji finansowej w teorii finansów. Celem metodologicznym pracy jest zaproponowanie nowej metodyki pomiaru persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych, funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym, z wykorzystaniem autorskiej miary, którą określono terminem Absolute Return Index (ARI). Metodologia ta wypełnia lukę badawczą w obszarze

³ R. Levine, S. Zervos (1998), *Stock Market, Banks and Economic Growth*, „American Economic Review”, t. 88, nr 3.

pomiaru persystencji stóp zwrotu i jest poświęcona quasi-funduszom hedgingowym. Tak określonym celom odpowiadają sformułowane w pracy następujące hipotezy badawcze:

- H1. Fundusze hedgingowe nie osiągają zysków niezależnie od sytuacji rynkowej.
- H2. Napływ kapitału do rynku funduszy hedgingowych i nowe regulacje prawne rynku tych funduszy wpływają na osiąganie przez nie niższych stóp zwrotu.
- H3. Zastosowanie Absolute Return Index (ARI) umożliwia zbadanie zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych, zarówno od strony zmian rynkowych, jak i oceny fundamentalnego celu funduszy tego typu.

Realizacja celu i weryfikacja hipotez wymagały szerokich rozważań teoretycznych, metodologicznych i empirycznych. Konieczne zatem było w monografii:

- zaproponowanie autorskiej definicji funduszu hedgingowego,
- wyodrębnienie nowego etapu rozwoju rynku funduszy hedgingowych i przeprowadzenie analizy nowych regulacji prawnych, wprowadzonych po upadku banku Lehman Brothers i ich skutków odnoszących się do funduszy hedgingowych,
- przeprowadzenie analizy wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych, z uwzględnieniem ich jako narzędzia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego,
- przeprowadzenie empirycznych badań inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy hedgingowych stosujących strategię Managed Futures, w kontekście powiązania funduszy hedgingowych z procesem finansyzacji rynków towarowych,
- przedstawienie własnych badań, identyfikujących czynniki determinujące rozwój rynku quasi-funduszy hedgingowych w Polsce,
- przeprowadzenie analizy utrzymywania stóp zwrotu przez quasi-fundusze hedgingowe w krótkim i długim okresie, z wykorzystaniem zaproponowanej metodyki.

Układ monografii podporządkowano wytyczonym celom oraz postawionym hipotezom. Monografia składa się z wprowadzenia, czterech rozdziałów oraz zakończenia.

W rozdziale pierwszym na podstawie przeglądu literatury na temat teorii funduszy hedgingowych przedstawiono definicje, atrybuty i funkcje funduszu hedgingowego. Wskazano trudności napotymane przy ich definiowaniu. Bazując na literaturze przedmiotu, zaproponowano własną definicję funduszu hedgingowego. Dało to podstawę do zakotwiczenia tych funduszy jako innowacji finansowej w teorii finansów. Teorię funduszy hedgingowych jednoznacznie zaliczono do teorii finansów instytucji pośrednictwa finansowego. Fundusze hedgingowe zdefiniowano jako innowację, która ma zdolność do

efektywnej alokacji zasobów dla ukształtowania optymalnej konfiguracji przewag konkurencyjnych. Podkreślono, że działalność funduszy hedgingowych wpływa na efektywność rynku, ponieważ fundusze te są postrzegane jako dostarczyciele płynności na rynkach kapitałowych. W tym kontekście stwierdzono, że powstawanie funduszy hedgingowych jako innowacyjnych instytucji pośrednictwa finansowego, z wysoką skłonnością do ryzyka i tym samym przejmujących część ryzyka z gospodarki, przyczynia się jednocześnie do lepszego jego podziału. Na koniec pierwszego rozdziału przedstawiono taksonomię funduszy hedgingowych oraz ich elastyczność operacyjną, pozwalającą tym instytucjom na łatwość adaptacyjną do obowiązujących regulacji prawnych i podatkowych.

W rozdziale drugim przedstawiono jakościową ocenę ewolucji rozwoju rynku funduszy hedgingowych. Wykaz etapów zmian tego rynku uzupełniono o autorski, nowy etap rozwoju, który nazwano *erą regulacji prawnych po upadku banku Lehman Brothers*. Dodatkowo dokonano analizy nowych regulacji prawnych i ich skutków odnoszących się do rynku funduszy hedgingowych. W dalszej części drugiego rozdziału wskazano, że związek między poziomem regulacji prawnych i rozwojem rynku finansowego sprawia, że im mocniejsze podstawy prawne odnoszące się do funkcjonowania rynku i instytucji finansowych operujących na nim, tym bardziej rynek finansowy jest rozwinięty. W dalszej kolejności przeanalizowano parametry rozwoju rynku funduszy hedgingowych, którego miarą są stopy zwrotu analizowanych funduszy, wartość aktywów w ich zarządzaniu, w odniesieniu do całego rynku, a także dla poszczególnych strategii inwestycyjnych stosowanych przez te fundusze. Analizowano także liczebność funduszy, aby przedstawić związek między wartością aktywów w zarządzaniu a wielkością funduszy hedgingowych, czego odzwierciedleniem jest stopień koncentracji kapitału w branży. Podkreślono kontynuację trendu koncentracji aktywów na rynku funduszy hedgingowych. Badania w tym rozdziale skoncentrowano na doświadczeniach rynku polskiego, w świetle determinant rozwoju rynku funduszy hedgingowych w Polsce. Wskazano, że do kluczowych czynników wpływających na obecny stan rozwoju zaliczyć należy determinanty prawno-podatkowe, ekonomiczne i psychologiczne.

Rozdział trzeci składa się z trzech podrozdziałów, w których zaprezentowano wyniki badań własnych na temat wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych w latach 1997–2017. Dokonano analizy stóp zwrotu tych funduszy, mierzonych indeksem Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu akcji S&P 500. W dalszej kolejności wyznaczono wybrane statystyki opisowe dotyczące tendencji centralnej, zróżnicowania oraz asymetrii rozkładu. Wyznaczono również współczynniki korelacji między stopami zwrotu badanych strategii.

Następnie analizie poddano średnie stopy zwrotu strategii funduszy hedgingowych za okres jednego roku oraz 3, 5, 10 i 20 lat. W kolejnym kroku analizowano składniki sezonowości stóp zwrotu z aktywów dla poszczególnych strategii stosowanych przez fundusze hedgingowe. Na zakończenie przeprowadzono analizę korelacji między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index w latach 1997–2017. Analizując korelację między stopą zwrotu indeksu rynku funduszy hedgingowych Barclay Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksami S&P 500 i MSCI World Index, wyróżniono pięć charakterystycznych etapów. Drugi podrozdział w całości podporządkowano umiejscowieniu wpływu inwestorów instytucjonalnych, ze szczególnym uwzględnieniem funduszy hedgingowych Managed Futures na rynki towarowe. Konstrukcję tego podrozdziału zbudowano wokół pojęcia finansyzacji rynków towarowych. Punktem wyjścia rozważań było sformułowanie przyczyn zjawiska finansyzacji, rozumianej jako silne powiązanie cen towarów z cenami klasycznych aktywów finansowych. Przedstawiono także implikacje wynikające z powiązania tych funduszy z procesem finansyzacji rynków towarowych. W ostatnim podrozdziale dokonano teoretycznych rozważań dotyczących interpretacji wyników funduszy hedgingowych. Specyfika funduszy hedgingowych powoduje, że informacje na temat wyników osiągniętych przez nie są obciążone różnymi błędami, o istnieniu których należy pamiętać podczas oceny ich wyników inwestycyjnych.

Rozdział czwarty poświęcono zjawisku persystencji stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych. W pierwszej kolejności przedstawiono istotę oraz miary persystencji stóp zwrotu funduszy. W podrozdziałach drugim i trzecim, na podstawie przeglądu literatury odnoszącej się do zjawiska persystencji wyników funduszy inwestycyjnych, przedstawiono wyniki badań persystencji stóp zwrotu tradycyjnych funduszy inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. W czwartym podrozdziale jako wkład własny zaproponowano autorską metodykę badania persystencji stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu. Fundusze absolutnej stopy zwrotu, jak każdy instrument finansowy, podlegają ocenie i porównaniu, a brak typowego dla nich benchmarku utrudnia to zadanie. Przedstawiono dlatego koncepcję benchmarku dla tego rynku, co w założeniu ma pomóc w analizie wyników tych funduszy. W tym podrozdziale zaprezentowano także wyniki badań własnych, odnoszące się do zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych z wykorzystaniem autorskiego podejścia.

Całość pracy podporządkowano realizacji sformułowanego na wstępie celu głównego oraz celów szczegółowych i podzielono na dwie logicznie powiązane części. Dwa pierwsze rozdziały mają zasadniczo charakter teoretyczny, natomiast dwa kolejne – w głównej mierze

mają charakter empiryczny. Celom, hipotezom oraz przyjętemu układowi pracy podporządkowano metody i narzędzia badawcze. Realizując założony cel badań oraz dążąc do weryfikacji przyjętych hipotez, w monografii wykorzystano następujące metody badawcze: analizę przyczynowo-skutkową, analizę strukturalną, metody statystyki opisowej, analizę opisową, analizę komparatywną, metodę dedukcji, graficzne metody prezentacji danych statystycznych w postaci tablic i rysunków.

Wnioskowanie oparto na następujących technikach badawczych: analizie raportów instytucji międzynarodowych, aktach prawnych, rządowych dokumentach strategicznych, szczegółowych badaniach zawartości stron internetowych. W pracy wykorzystano zagraniczną i polską literaturę z zakresu finansów, rynków finansowych oraz prawa. Nowatorski charakter sektora funduszy hedgingowych powoduje, że weryfikowalne dane historyczne pochodzą z połowy lat 90. XX wieku. Specyfika rynku funduszy hedgingowych sprawia, że nie ma pełnych, oficjalnych statystyk, a dostęp do prywatnych baz danych jest utrudniony. W literaturze często podkreślano, że dopiero badania z ostatnich lat są wiarygodne, co uzasadnia wykorzystywanie aktualnie rozbudowanych baz danych, w których podaje się datę pierwszych raportów i historycznych stóp zwrotu zamieszczonych w nich funduszy hedgingowych. Materiały źródłowe wykorzystywane w pracy do przeprowadzenia badań własnych pochodzą z bazy danych monitorującej rynek funduszy hedgingowych – BarclayHedge. W uzupełnieniu należy dodać, że pozyskane dane wykorzystano do statystycznej analizy za pomocą programów Statistica oraz Excel. Bardzo przydatne okazały się materiały Amerykańskiego Stowarzyszenia Zarządzających Inwestycjami Alternatywnymi (AIMA), Komisji Nadzoru nad Obrotem Kontraktami Futures na Towary (CFTC), Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) oraz UNCTAD – dotyczące działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych. Cennym źródłem wykorzystywanych informacji były także dokumenty i raporty organizacji międzynarodowych, takich jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), Fed, Europejski Bank Centralny (ECB).

Realizacja celów oraz najważniejsze wnioski z badań

Poniżej przedstawiono najważniejsze wnioski, odnoszące się do poszczególnych przekrojów analitycznych oraz całości prezentowanych studiów. Realizując cel główny monografii, przeprowadzono studia literatury na temat rynku funduszy hedgingowych. Zaprezentowane w pracy badania poświęcone wielowymiarowemu aspektowi rozwoju rynku funduszy hedgingowych, wsparte analizą zagranicznego i polskiego dorobku z zakresu funkcjonowania odmiennie regulowanych funduszy inwestycyjnych dowodzą, że działalność funduszy

hedgingowych w pełni wypełnia definicję innowacji finansowej. Fundusze hedgingowe wielowektorowo mogą być traktowane jako innowacje finansowe – zarówno jako innowacje produktowe, gdyż oferują produkt o innym poziomie ryzyka i stóp zwrotu niż pozostałe podmioty pośrednictwa finansowego, jak i jako nowe formy organizacyjne. Dodatkowo można również określić ten typ funduszu jako nowe usługi.

Przeprowadzone własne badania pozwoliły pozytywnie zweryfikować sformułowane w monografii hipotezy.

Po pierwsze – potwierdziły hipotezę, że fundusze hedgingowe nie osiągają zysków niezależnie od sytuacji rynkowej. Badania dowiodły, że nawet tak łatwo adaptujące się do zmian regulacyjnych i prawnych instytucje finansowe, jak fundusze hedgingowe, nie osiągały zawsze dodatnich stóp zwrotu. W ostatnich 21 latach zbiorcze wyniki inwestycyjne funduszy hedgingowych nie zawsze były dodatnie. W roku 2008 i 2011 fundusze miały ujemne stopy zwrotu, natomiast w 2015 roku stopa zwrotu oscylowała wokół zera (0,04). Stwierdzono, że w okresie 1997–2017 fundusze hedgingowe uzyskały stopę zwrotu równą 469,14%, wolną od wszystkich dodatkowych obciążeń, takich jak premie za zarządzanie, natomiast stopa zwrotu z indeksu S&P 500 wyniosła 260,94%.

Po drugie, pozytywnie zweryfikowano hipotezę, że napływ kapitału do rynku funduszy hedgingowych i nowe regulacje prawne tego rynku, wpływają na osiąganie przez nie niższych stóp zwrotu. Stwierdzono, że rekordowa wartość aktywów zarządzanych przez fundusze hedgingowe i odejście od paradygmatu *self-regulatory* w okresie poprzedzającym kryzys finansowy na rzecz regulacji instytucji finansowych w sposób instytucjonalny, czego skutkiem było uchwalenie Dodd-Frank Act 2010, Jumpstart Our Business Start-ups Act (JOBS Act) 2012, spowodowało przesunięcie na osi podziału publiczne–prywatne. W konsekwencji tych zmian, w kolejnych latach nastąpiła fundamentalna zmiana wyników inwestycyjnych osiąganych przez fundusze hedgingowe. Do 2012 roku, niezależnie od koniunktury na rynku finansowym, wyniki funduszy hedgingowych mierzone indeksem Barclay Hedge Fund Index, były lepsze od wyników rynku mierzonego indeksem Standard & Poor's 500. Od 1997 do 2012 roku, uwzględniając załamanie na rynku globalnym, wynik osiągnięty przez fundusze hedgingowe wyniósł 289,8%, znacznie przewyższając stopę zwrotu indeksu S&P 500, która kształtowała się na poziomie 71,2%. Dodatkowo stwierdzono, że po roku 2012 fundusze hedgingowe zatraciły swą skuteczność działania, rozumianą jako zdolność do regularnego osiągania stopy zwrotu wyższej niż możliwa do uzyskania z pasywnej strategii indeksowej. Z przeprowadzonego badania wynika, że na koniec 2017 roku, stopa zwrotu z zainwestowanego na początku 2012 roku kapitału w indeks Barclay Hedge

Fund Index wyniosła 44,91%, znacznie poniżej stopy zwrotu z indeksu S&P 500 – 112,59% w tym samym okresie.

Po trzecie, pozytywnie zweryfikowano hipotezę, że zastosowanie Absolute Return Index (ARI) umożliwia zbadanie zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych. Na podstawie wyników badań stwierdzono, że na polskim rynku quasi-funduszy hedgingowych wśród FIO i SFIO oraz FIZ można wskazać fundusze, które charakteryzują się powtarzalnością dodatnich, ponadprzeciętnych stóp zwrotu oraz takie, które systematycznie przegrywają z rynkiem. Stwierdzono również, że o ile w krótkim okresie (6 miesięcy) można mówić o występowaniu persystencji stóp zwrotu, o tyle w długim okresie (12 miesięcy), zdecydowanie można zaprzeczyć takiej hipotezie. W zależności od formy quasi-funduszy hedgingowych, znacznie lepsze wyniki powtarzalności dodatnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu wykazywały fundusze inwestycyjne zamknięte, które również miały zdolność do niepowtarzania ujemnych stóp zwrotu w seriach dwukwartalnych, a także czterokwartalnych. Konkludując stwierdzono, że zastosowanie ARI umożliwia zbadanie zjawiska persystencji stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu, zarówno od strony zmian rynkowych, jak i oceny fundamentalnego celu funduszy tego typu. Wyniki badań potwierdziły, że polski rynek funduszy jest podobny do rynków rozwiniętych.

Dodatkowo, przeprowadzając badania wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych, stwierdzono, że lukę związaną z brakiem informacji na temat ich wyników zaczęły wypełniać dopiero pod koniec zeszłego stulecia prywatne bazy danych, które specjalizują się w gromadzeniu i przetwarzaniu informacji na temat ich działalności. Stwierdzono również, że wyniki funduszy hedgingowych, dostępne w bazach danych mogą być obarczone błędami. Bazując na dorobku nauki, stwierdzono, że zarówno błędy te, jak i inne trudności sprawiają, że wyniki zarządzających funduszami hedgingowymi są często uważane za kontrowersyjne i których usunięcie daje dopiero możliwość wyciągania rzetelnych wniosków.

W monografii przeprowadzono także badania związku funduszy hedgingowych ze zjawiskiem finansyzacji rynku towarowego, co pozwoliło na sformułowanie następujących konstatacji:

- nastąpiło upodobnienie rynku towarowego do rynku finansowego,
- wystąpiło zjawisko powiązania ruchu cen dóbr podstawowych z sytuacją panującą na rynkach finansowych,

- w efekcie wzmożonej działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych i postępującego procesu ich finansyzacji, zwiększyła się relacja obrotów giełdowych do wielkości rocznej produkcji i eksportu poszczególnych towarów,
- nastąpiła wzmożona współzależność cen poszczególnych towarów, wynikająca z charakteru transakcji realizowanych przez inwestorów finansowych traktujących łącznie grupę artykułów tworzących dany indeks,
- wystąpiła ogromna skala wahań cen, powodująca oderwanie ich od wartości godziwej i tendencji ekonomicznych, zachodzących na poszczególnych rynkach towarowych,
- nastąpiło oderwanie rzeczywistych podstaw i relacji popytowo-podażowych od cen giełdowych, a ceny giełdowe przestały spełniać funkcję informacyjną, ponieważ działalność inwestorów finansowych na rynku towarowym spowodowała deformację funkcji informacyjnej ceny giełdowej, która w klasycznej ekonomii była traktowana jako najlepsze odzwierciedlenie kategorii ceny światowej,
- konsekwencją wzmożonej aktywności inwestorów finansowych było kształtowanie się zjawiska spekulacyjnej bańki cenowej.

Definiując cele badawcze oraz formułując hipotezy, założono także konieczność przeprowadzenia badań następujących obszarów rozwoju rynku funduszy hedgingowych:

- Analizy charakterystyk rozkładu dziewięciu strategii funduszy hedgingowych.
- Analizy średnich stóp zwrotu z aktywów dla poszczególnych strategii stosowanych przez fundusze hedgingowe dla jednego roku oraz dla 3, 5, 10 i 20 lat. Wskazano, że subindeksy funduszy hedgingowych w latach 1997–2017 osiągały wynik dodatni. W analizowanym czasie dodatnie stopy zwrotu subindeksów funduszy hedgingowych kształtowały się od 2,95%, w przypadku Equity Market Neutral, do poziomu 7,36% – Long/Short Equity.
- Analizy współczynników korelacji stóp zwrotu z aktywów dla poszczególnych strategii stosowanych przez fundusze hedgingowe. Wskazano, że strategie poddane analizie są ze sobą istotnie statystycznie skorelowane. Jedyny wyjątek stanowi współczynnik korelacji między strategią Managed Futures i strategiami Convertible Arbitrage, Emerging Markets, Long/Short Equity, Event Driven, Fixed Income Arbitrage.
- Analizy sezonowości stóp zwrotu z aktywów dla poszczególnych strategii stosowanych przez fundusze inwestycyjne. Stwierdzono, że dla czterech strategii maksymalne stopy zwrotu dotyczyły grudnia, dla trzech następnych – stycznia, co

oznacza, że fundusze hedgingowe są beneficjentem tzw. rajdu Świętego Mikołaja i efektu styczniowego, natomiast dla pięciu strategii minimalne stopy zwrotu zaobserwowano w okresie wakacyjnym, a dokładnie w sierpniu.

- Analizy współczynników korelacji stóp zwrotu między indeksem rynku funduszy hedgingowych – Barclay Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksami S&P 500 i MSCI World Index. Analiza korelacji stóp zwrotu w latach 1997–2017 dowiodła, że fundusze hedgingowe wykazały niską korelację z globalnym rynkiem akcji, co było jedną z fundamentalnych przesłanek napływu kapitału od inwestorów instytucjonalnych. Dodatkowym rezultatem badań jest wskazanie funduszy hedgingowych jako narzędzia dywersyfikacji portfela.
- Analizy i oceny strategii Managed Futures, która w latach 1997–2017 osiągała dodatnie stopy zwrotu w różnych warunkach rynkowych. Stwierdzono, że fundusze Managed Futures pozwalają na dywersyfikację portfela wynikającą z niskiej korelacji w stosunku do instrumentów tradycyjnych oraz pozostałych strategii stosowanych przez fundusze hedgingowe. Oznacza to, że alokacja części portfela funduszu hedgingowego lub portfela instrumentów tradycyjnych do strategii Managed Futures umożliwia znaczną poprawę stosunku zysku do ryzyka.
- Zdefiniowania determinant rozwoju rynku quasi-funduszy hedgingowych w Polsce, które podzielono na trzy grupy: prawno-podatkowe, ekonomiczne i psychologiczne.

W monografii poza weryfikacją postawionych hipotez badawczych, na podstawie analizy literatury przedmiotu, usystematyzowano wiedzę i pojęcia dotyczące rynku funduszy hedgingowych.

O oryginalności monografii świadczą wnioski z przeprowadzonych badań, które sformułowano w poszczególnych rozdziałach. Fundamentalną wartością i wkładem w rozwój dyscypliny naukowej finanse jest uzupełnienie dotychczasowych teorii o nowe elementy oraz stworzenie nowatorskiej metodyki badania persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych z wykorzystaniem autorskiej miary, zdefiniowanej jako Absolute Return Index (ARI), która poza teoretycznym wkładem do rozwoju nauki ma także wartość użyteczną dla praktyki rynku finansowego jako nowe narzędzie analityczne.

5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych

W 1993 roku, po złożeniu egzaminu maturalnego w VI Liceum Ogólnokształcącym im. Stefana Czarnieckiego w Szczecinie (profil matematyczno-fizyczny), rozpocząłem studia na

kierunku Finanse i Bankowość na Wydziale Ekonomicznym Uniwersytetu Szczecińskiego. Podczas studiów pracowałem w ramach praktyk zawodowych w Pomorskim Banku Kredytowym w Szczecinie Grupa Pekao SA. Z inspiracji promotora, prof. dr hab. Teresy Lubińskiej, wybrałem temat mojej pracy magisterskiej *Ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej grupy Pekao S.A. oraz jej otoczenia sektorowego*. W marcu 1999 roku obroniłem z wynikiem bardzo dobrym pracę magisterską, uzyskałem tytuł magistra ekonomii. Aktywność naukowo-badawczą rozpocząłem już w trakcie studiów współpracując z pracownikami Katedry Finansów. W czerwcu 1999 roku wygrałem konkurs na stanowisko asystenta w Katedrze Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego. We wrześniu 1999 roku wszedłem w skład zespołu organizującego konferencję naukową „Zachodniopomorskie Forum Finansowo-Kapitałowe. Twój Kapitał”. Moim pierwszym opiekunem naukowym była prof. dr hab. Teresa Lubińska. Równolegle opiekę nad moim rozwojem naukowym wspierał prof. dr hab. Waldemar Tarczyński. W tym czasie moje zainteresowania zawodowe obejmowały głównie zagadnienia dotyczące procesu konsolidacji międzynarodowego rynku finansowego i jego konsekwencji dla zmian zachodzących na polskim rynku kapitałowym, czego wyrazem były moje pierwsze artykuły naukowe:

- Aspadarec W. (2002), *Tendencje konsolidacyjne i wyzwania przed polskim rynkiem kapitałowym w perspektywie integracji z rynkiem europejskim*, „Bank i Kredyt” nr 1.
- Aspadarec W. (2002), *Ocena rozwoju polskiego rynku kapitałowego*, w: *Rynek kapitałowy a perspektywy gospodarcze Polski*, materiały konferencyjne, Warszawa: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
- Aspadarec W. (2001), *Tendencje konsolidacyjne na światowych rynkach giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Katedry Finansów” nr 307.
- Aspadarec W. (2002), *Centralne instytucje rynków kapitałowych w świetle procesów integracji*, w: *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Aspadarec W. (2003), *Procesy konsolidacyjne rynków kapitałowych a Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie*, w: *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, red. L. Pawłowicz, R. Wierzbę, Gdańsk: Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową.
- Aspadarec W. (2003), *Procesy integracyjne rynków kapitałowych*, w: *Warunki funkcjonowania podmiotów gospodarczych*, red. R. Gizdra, Szczecin.
- Aspadarec W. (2003), *Krajowe i międzynarodowe centralne instytucje rynków kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 368. Prace Katedry Finansów” nr 11.
- Aspadarec W. (2004), *Rynki kapitałowe Europy Środkowowschodniej na tle rynków światowych*, w: *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, red. J. Czekaj, Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.

W 1999 roku podjąłem współpracę z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, która polegała na przygotowaniu analiz, opracowań dotyczących zagadnień rynku kapitałowego. Wielokrotnie występowałem w roli eksperta na konferencjach organizowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Od roku 1999 realizowałem dwa projekty edukacyjne organizowane przez Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego powołaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie:

- Szkoła Giełdowa,
- Młody Inwestor.

Udział w tych projektach uświadomił mi potrzebę poszerzania wiedzy o rynku kapitałowym. Dzięki tym doświadczeniom moje naukowe zainteresowania skryształizowały się i objęły problemy związane z szeroko pojętymi instrumentami pochodnymi, co dało rezultat w postaci następujących publikacji:

- Aspadarec W. (2001), *Nowe instrumenty pochodne na GPW – warrant na bony skarbowe*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, nr 899.
- Aspadarec W. (2001), *Warrant na 52-tygodniowy bon skarbowy – instrument dający możliwość wykorzystania zmian stóp procentowych*, w: *Zarządzanie Finansami cele – organizacja – narzędzia*, t. 1, red. D. Zarzecki, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Aspadarec W. (2001), *Warranty na polskim rynku kapitałowym*, Twój Kapitał 2001: Zachodniopomorskie Forum Finansowo-Kapitałowe, materiały konferencyjne, Szczecin: Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Aspadarec W. (2002), *Kilka słów o polskim rynku instrumentów pochodnych*, w: *Instrumenty pochodne*, materiały konferencyjne, Warszawa: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.
- Aspadarec W. (2003), *Problem koncentracji obrotu na polskim rynku kapitałowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 339. Prace Katedry Finansów”, nr 10”.

Od roku 1999 miałem okazję realizować w kilkusobowych zespołach i samodzielnie prace analityczne z obszaru funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, co utwierdziło mnie w moich zainteresowaniach badawczych i stało się podstawą skoncentrowania wysiłków na tematyce instrumentów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów pochodnych.

W latach 2001–2004 moje zainteresowania naukowe zogniskowały się wokół tematyki prognozowania zmian na rynku kapitałowym. W porozumieniu z promotorem prof. dr hab. Waldemarem Tarczyńskim jako temat mojej rozprawy doktorskiej wybrałem zagadnienia oceny funkcji informacyjnej kontraktów terminowych na polskim rynku kapitałowym z

wykorzystaniem analizy bazy kontraktów terminowych. Motorem determinującym taki zakres badań było założenie, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie była ówczasie, w relacji z innymi światowymi parkietami, instytucją stosunkowo młodą. Dodatkowo nie wszystkie strategie inwestycyjne były dostępne dla inwestorów, podobnie jak na rozwiniętych rynkach wpływając poprzez to na występowanie błędnej wyceny kontraktów terminowych. Nurtujący wielu inwestorów i analityków był sposób identyfikacji zagrożeń jakie występują w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Rosła też liczba instrumentów notowanych na warszawskim parkiecie, a tym samym wzrastała niepewność co do sposobu podejmowanych działań. Poszerzał się również zakres wiedzy jaką muszą dysponować inwestorzy, w celu skutecznej alokacji kapitału. Motywem przewodnim do powstania dysertacji doktorskiej była próba identyfikacji trendów giełdowych na podstawie podejścia kontrariańskiego do panującego na rynku sentymentu. Głównym celem pracy było zaproponowanie nowej metody badawczej opartej na analizie bazy kontraktów terminowych. Wnioski płynące z analizy mogą być efektywnym narzędziem zarządzania ryzykiem w warunkach polskiego rynku kapitałowego, oraz pomocą w ocenie ograniczania ryzyka.

W pracy dokonano oceny skuteczności metod prognozowania rynku i sformułowano hipotezę badawczą: *Analiza rynku terminowego pozwala na prognozowanie trendu i punktów zwrotnych na rynku kapitałowym*. Hipoteza została zweryfikowana na podstawie badań własnych przeprowadzonych na próbie badawczej, reprezentującej Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozprawę doktorską *Wykorzystanie funkcji prognostycznej kontraktów terminowych na polskim rynku kapitałowym* przedstawiłem i obroniłem w trakcie publicznej obrony na Uniwersytecie Szczecińskim 5 czerwca 2005 roku. Przewód doktorski został uznany za wyróżniający głosami Członków Komisji, a za rozprawę doktorską otrzymałem List Gratulacyjny od JM Rektora Uniwersytetu Szczecińskiego.

Prace naukowo-badawcze po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych prowadziłem w ramach zatrudnienia w Uniwersytecie Szczecińskim w Katedrze Finansów. Mój dodatkowy dorobek naukowo-badawczy po 2005 roku wraz z monografią, którą wskazałem jako osiągnięcie naukowe w rozumieniu art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki obejmuje łącznie 45 publikacji. Dorobek naukowo-badawczy można przyporządkować do trzech zwartych obszarów tematycznych, które wymieniono poniżej:

- tematyka z zakresu wykorzystywania kontraktów terminowych futures,
- tematyka z zakresu instrumentów finansowania podmiotów prywatnych i publicznych,

- tematyka z zakresu funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem problematyki funduszy sovereign wealth i funduszy hedgingowych.

Pierwszy obszar tematyczny związany jest z wykorzystaniem kontraktów terminowych futures. Wśród podstawowych zadań powyższego nurtu badawczego były zadania związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych zarówno w celu zabezpieczenia portfela akcyjnego, jak i wykorzystaniem kontraktów futures do spekulacji oraz arbitrażu na polskim rynku kapitałowym. W ramach tego nurtu istotne miejsce zajmują następujące publikacje:

- Aspadarec W. (2005), *Zabezpieczenie portfela akcyjnego kontraktami futres na WIG20*, w: *Rynki Kapitałowe*, red. W. Bień, Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza.
- Aspadarec W. (2006), *O zabezpieczeniu agresywnego portfela akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 448. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*”, nr 4.
- Aspadarec W. (2007), *Arbitraż indeksowy z wykorzystaniem kontraktu futures na WIG20*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 462. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*”, nr 6/1.
- Aspadarec W. (2007), *Jak wykorzystać brak efektywności na GPW*, w: *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, red. A. Bogus, M. Wypych, Warszawa: Difin.
- Aspadarec W. (2007), *Baza kontraktów terminowych jako miernik nastroju inwestorów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 461. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*”, nr 5.
- Aspadarec W. (2009), *Istota funkcjonowania inwestycji arbitrażowych, czyli zysk bez ryzyka*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 490. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*”, nr 8.

Do osiągnięć w tym obszarze zaliczono zgłębienie problematyki związanej ze skutecznością stosowania instrumentów pochodnych. Dodatkowo podjęto próbę udowodnienia, że analiza bazy kontraktów terminowych daje możliwość skutecznego prognozowania trendu i punktów zwrotnych na rynku kapitałowym oraz tego, że pomaga alokować zasoby bardziej wydajnie, unikając przy tym nadmiernego ryzyka.

Drugim istotnym obszarem moich zainteresowań naukowo-badawczych była analiza zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. W szczególności badania dotyczyły tematyki z zakresu instrumentów finansowania podmiotów prywatnych i publicznych. Pracami wartymi wskazania w tym przypadku są:

- Aspadarec W. (2005), *Gięda Papierów Wartościowych w Warszawie a mechanizm „walki o wszystko” na rynku kapitałowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 385. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*”, nr 1.

- Aspadarec W. (2005), *Wigometr - miernik nastrojów na giełdzie papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 413. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 3.
- Aspadarec W. (2009), *Analysis of the size and liquidity of the NewConnect market*, w: *20 years after – finance in Poland 1989–2009*, red. T. Lubińska, Szczecin: Economicus.
- Aspadarec W. (2009), *Analiza i ocena wykorzystania instrumentów rynku finansowego*, w: *Źródło finansowania i miary oceny finansowej podmiotów publicznych i prywatnych*, red. J. Iwin-Garzyńska, Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Aspadarec W. (2009), *NewConnect*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 550. Ekonomiczne Problemy Usług”, nr 40.
- Aspadarec W. (2009), *Instrumenty rynku finansowego w finansowaniu działalności podmiotów prywatnych i publicznych*, w: *Finanse podmiotów prywatnych i publicznych w Polsce*, red. J. Iwin-Garzyńska, Szczecin: Economicus.
- Aspadarec W. (2009), *NewConnect – alternatywny system obrotu*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 555. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 22.

Trzecim i najważniejszym obszarem moich zainteresowań naukowo-badawczych było zgłębianie wiedzy na temat funduszy inwestycyjnych ze szczególnym uwzględnieniem problematyki funduszy sovereign wealth i funduszy hedgingowych. W ramach tego obszaru opublikowałem kilkadziesiąt prac naukowych. Z tej grupy w wykazie najważniejszych opublikowanych prac naukowych ująłem 10 publikacji. Prace z tego obszaru badawczego stanowiły przygotowanie koncepcyjne dla zaprezentowanej monografii i można je podzielić na cztery nurty poznawcze.

Pierwszy nurt badawczy dotyka istoty, podobieństw i różnic funduszy hedgingowych i funduszy sovereign wealth. Pozycjami wartymi wskazania w tym przypadku wydają się:

- Aspadarec W. (2015), *Fundusze hedgingowe – definicja i tendencje rozwoju*, „*Ekonomista*”, nr 6.

W artykule, poza analizą *stricte* ilościową odnoszącą się do wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych, skoncentrowano uwagę na trudnościach sprawiających, że interpretacja ich wyników inwestycyjnych nie jest jednoznaczna. Podkreślono istotę mikro- i makroekonomicznych czynników jako tych, które kształtują wielkość i strukturę globalnego rynku funduszy hedgingowych oraz wskazano zmiany zachodzące na tym rynku spowodowane zmianą struktury pochodzenia kapitału napływającego na rynek alternatywnych funduszy.

- Aspadarec W. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne”, nr 106.

Powyższy artykuł ma charakter teoretyczny. Analizowano w nim w kompleksowy sposób rosnące znaczenie państwowych funduszy majątkowych w odniesieniu do zagadnienia wolności transferów kapitałowych i wolnego handlu w organizacjach regionalnych. Stwierdzono, że dominują dwa główne sposoby uznania wolności przepływów kapitałowych. Porozumienia dwustronne między państwami oraz porozumienia między organizacjami regionalnymi. Dodano również, że w przyszłości na znaczeniu zyska globalny proces legislacyjny z powodu rosnącego znaczenia instytucji takich jak OECD, MFW. Rosnąć będzie rola rozwiązań liberalizacyjnych tworzonych w formie zaleceń czy dyrektyw, wdrażanych przez banki centralne czy rządy, nawet bez bezpośredniej zwierzchności tych organizacji nad rządami państw.

- Aspadarec W. (2013), *Implementation of hedge fund investment philosophy by sovereign wealth funds*, w: *Key problems of selected economies, regions and industries*, red. J. Dudziński, H. Nakonieczna-Kisiel, J. Narękiwicz, Szczecin: Uniwersytet Szczeciński.

Artykuł to kontynuacja rozważań zapoczątkowanych w opracowaniu *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*. Ma on charakter teoretyczno-empiryczny, a jego podstawowym celem jest wielowymiarowa analiza implementacji filozofii inwestycyjnej funduszy hedgingowych przez państwowe fundusze majątkowe na przykładzie Stabilization Fund of the Russian Federation.

Wkład w rozwój dyscypliny finanse, dla tego obszaru, związany jest zasadniczo z agregacją czynników determinujących rozwój rynku funduszy hedgingowych i funduszy narodowego bogactwa. Ponadto w zwarty sposób przeprowadzono ocenę implementacji filozofii inwestycyjnej funduszy hedgingowych przez państwowe fundusze inwestycyjne.

Drugi nurt poznawczy skoncentrowano na ocenie efektywności funduszy hedgingowych. W ramach tego nurtu badawczego na szczególną uwagę zasługują następujące publikacje:

- Aspadarec W. (2013), *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*, „Finanse”, Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, nr 1.

Artykuł ma charakter teoretyczno-empiryczny, a jego podstawowym celem jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy rzeczywiście inwestycje alternatywne są atrakcyjnym elementem portfela inwestycyjnego? Zaprezentowane w artykule badania dowodzą, że inwestycje alternatywne są atrakcyjnym elementem portfela inwestycyjnego zarówno z

powodu osiąganych stóp zwrotu, jak i dywersyfikacji portfela, tym samym obniżają one ryzyko portfela inwestycyjnego. Dodatkowo stwierdzono, że część funduszy hedgingowych stała się *de facto* klasycznymi funduszami inwestycyjnymi, do czego dochodziło, gdy inwestor płacił stawki za zarządzanie oraz wyniki właściwe dla funduszy hedgingowych, a narażony był na ryzyko i otrzymywał stopy zwrotu właściwe klasycznym funduszom inwestycyjnym.

- Aspadarec W. (2014), *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge po doświadczeniach kryzysu finansowego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 371.

W podobnej problematyce mieści się druga z wymienionych w tym nurcie publikacja, jednak zasadniczo odnosi się do kwestii analizy komparatywnej wyników inwestycyjnych tradycyjnych funduszy inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Przeprowadzone analizy ujęto w skali makro i mikro. W skali makro, stwierdzono, że w pierwszej dekadzie XXI wieku, kiedy to wystąpiły dwa załamania na rynkach kapitałowych znacznie lepsze rezultaty, ze względu na swą elastyczność, osiągały odmiennie regulowane instytucje pośrednictwa finansowego jakim są fundusze hedgingowe. W skali mikro w analizowanym okresie badanie stóp zwrotu wszystkich subindeksów funduszy hedgingowych dowiodło, że jedynym subindeksem z ujemną stopą zwrotu był subindeks strategii Dedicated Short Bias. Ponadto poza analizą ilościową, zwrócono uwagę na to, że rynek funduszy hedgingowych podlegał dynamicznym zmianom, a lista czynników wpływających na interpretacje wyników funduszy hedgingowych, musi być uzupełniana o kolejne czynniki, w tym legislacyjne.

- Aspadarec W., Majewski S. (2016), *Persystencja stop zwrotu quasi-funduszy hedge na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H. Oeconomia”, vol. 50, nr 4. (mój udział wynosi 75%).

Do osiągnięć w tym obszarze zaliczono także zgłębianie problematyki utrzymywania stóp zwrotu. Nie bez znaczenie jest tutaj ostatnia z wymienionych pozycji. Powstała ona w wyniku opracowania zautomatyzowanego narzędzia do analizy utrzymywania stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. Jej weryfikacji dokonano w odniesieniu do funkcjonujących w Polsce funduszy absolutnej stopy zwrotu, zdefiniowanych jako quasi-fundusze hedgingowe. Prezentowana praca ma zatem charakter metodyczno-aplikacyjny dotyczący zastosowania autorskiego indeksu ARI (Absolute Return Index) do oceny zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych w ocenie fundamentalnego celu funduszy tego typu, czyli utrzymywaniu dodatniej stopy zwrotu w każdych warunkach rynkowych.

W kilku pozycjach poświęconych wskazanej problematyce dokonano oceny efektywności funduszy hedgingowych w długim okresie. Ważne jest również, że badania przeprowadzono zarówno w okresie tzw. prosperity, jak i w latach kryzysu na rynkach finansowych. Ponadto istotne jest poruszenie problematyki utrzymywania wyników inwestycyjnych analizowanych funduszy w różnych okresach.

Trzeci nurt badawczy skoncentrowano wokół związku inwestorów finansowych z rynkiem towarowym. Pozycjami wartymi wskazania w tym przypadku są:

- Aspadarec W. (2013), *Kryzys finansowy a finansyzacja rynków towarowych*, „Management and Business Administration. Central Europe”, vol. 21, no. 2.

Celem artykułu jest analiza przyczyn, powiązań i skutków wpływu inwestorów finansowych na rynki towarowe przed i po kryzysie. Badanie dominującego wpływu sektora finansowego na kształtowanie się cen na rynkach towarowych dowiodło upodabniania się rynku towarowego i finansowego, w szczególności kapitałowego. Stwierdzono, że globalny kryzys finansowy przyczynił się nie tylko do ogromnej zmiany zaangażowania inwestorów finansowych na rynkach towarowych, ale także spowodował strukturalne jego zmiany, którym towarzyszy wiele negatywnych konsekwencji. W wyniku przeprowadzonych badań zwrócono uwagę, że finansyzacja rynków towarowych przejawia się radykalnym zwiększeniem skali wahań cen na tych rynkach, powodując oderwanie ich od wartości godziwej.

- Aspadarec W. (2013), *Ewolucja strategii inwestorów finansowych na rynku towarowym*, w: *Finanse wobec problemów gospodarki światowej*, red. M. Jastrzębska, K. Stańczak-Strumiłło, Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

W podobnej tematyce mieści się wskazana powyżej publikacja, jednak odnosi się ona zasadniczo do kwestii ewolucji strategii inwestorów finansowych na rynku towarowym. Stwierdzono, że kryzys finansowy wpłynął na zmianę form działalności inwestorów finansowych na rynku towarowym. Zróżnicowanie dynamiki angażowania się inwestorów w poszczególne rodzaje instrumentów spowodowało istotne zmiany w strukturze inwestycji w aktywa towarowe. W okresie wychodzenia z kryzysu dominującą pozycję zyskali *money managers*, prowadzący aktywną strategię inwestycyjną, natomiast znacznie spadł udział *index traders*, stosujący pasywną strategię inwestycyjną, traktujący grupę towarów jako homogeniczną kategorię aktywów. Dało to podstawę do stwierdzenia, że inwestorzy finansowi zaczęli wykorzystywać kontrakty terminowe na towary jako nową klasę aktywów finansowych, a wysoka zmienność występująca na rynku towarowym po upadku banku Lehman Brothers, wpłynęła na konieczność aktywnego zarządzania portfelem.

Wkład przedstawionych prac w rozwój dyscypliny finanse polega tym samym na wzbogaceniu krajowej literatury przedmiotu i zwróceniu uwagi na proces skutecznego zarządzania ryzykiem przez zaproponowanie rozwiązań zmierzających do uzyskania większej transparentności działalności inwestorów finansowych na rynku towarowym.

Ostatni czwarty z nurtów badawczych dotyczy zagadnienia ryzyka systemowego w kontekście funkcjonowania funduszy hedgingowych. W tym obszarze wskazano takie publikacje jak:

- Aspadarec W. (2013), *Transparentność funduszy hedgingowych a ryzyko systemowe*, „Bezpieczny Bank”, nr 1.

W powyższej publikacji poświęconej wskazanej problematyce poddano ocenie potencjalny wpływ funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe. Stwierdzono, że istnieje wiele metod na zredukowanie ekspozycji na ryzyko oraz amortyzacje szoków na rynku finansowym, ale środkiem obronnym przeciwko tym wstrząsom na rynku z potencjalnymi konsekwencjami systemowymi jest ustanowienie reguł zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – Counterparty Credit Risk Management – CCRM. Dokonano analizy możliwości zastosowania CCRM dla odmiennie regulowanych funduszy i stwierdzono, że w praktyce narzędzie to jest niezbędne dla banków, które udzielają pożyczek funduszom hedgingowym. Dodano, że konsekwentne stosowanie zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji jest skutecznym sposobem ograniczenia ryzyka negatywnego wpływu funduszy hedgingowych na system finansowy i realną gospodarkę.

- Aspadarec W. (2013), *Krótką sprzedaż bez pokrycia jako nowe potencjalne źródło ryzyka systemowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia”, vol. XLVII, nr 3.

W powyższym artykule także zwięźlono zagadnienie związku inwestorów finansowych z ryzykiem systemowym. Zwrócono uwagę na to, że dotychczasowy dorobek badawczy niewystarczająco uwzględnia problem krótkiej sprzedaży bez pokrycia. Analizie poddano efekt koncentracji pozycji na rynku. Zaakcentowano także fakt identyfikacji czynników opisujących ryzyko upadłości banku w kontekście posiadania największej w historii wszystkich surowców krótkiej pozycji przez pojedynczego inwestora. Ponadto w artykule zwrócono uwagę na ryzyko braku możliwości fizycznej dostawy surowca, zamiast rozliczeń finansowych, czego konsekwencją może być nawet niewypłacalność giełdy.

W przypadku powyższych publikacji, zwrócono uwagę na redukcję ryzyka i w konsekwencji stwierdzono, że jego ograniczenie możliwe jest wówczas gdy właściwie

rozpoznaje się źródła ryzyka, stosuje się metody umożliwiające jego pomiar, inicjowanie działań ryzykownych warunkowane jest możliwościami zabezpieczenia przed ich negatywnymi skutkami oraz w zarządzaniu ryzykiem stosuje się właściwe metody, a analiza ryzyka jest istotnym elementem w zarządzaniu.

Wkład w rozwój dyscypliny finanse dla tego obszaru związany jest zasadniczo z wzbogaceniem krajowej literatury i zwróceniem uwagi na czynniki determinujące proces skutecznego zarządzania ryzykiem przez odmiennie regulowane instytucje pośrednictwa finansowego jakim są fundusze hedgingowe.

Charakterystyka ilościowa dorobku publikacyjnego – łączna liczba i kategorie publikacji oraz inne wskaźniki dokonań naukowych

Łącznie ze wskazanym i omówionym w punkcie 4 głównym osiągnięciem naukowym, po uzyskaniu stopnia naukowego doktora dorobek publikacyjny obejmuje 45 recenzowanych publikacji naukowych. Są to wyłącznie publikacje mojego autorstwa, z wyjątkiem jednej, w której mój udział wynosi 75%. Wśród zaprezentowanego w tabeli 1 dorobku, 7 publikacji opublikowano w języku angielskim. Jestem również autorem monografii (poza wskazaną w punkcie 4.2 niniejszego autoreferatu),

- Aspadarec W. (2013), *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.

Recenzentami monografii byli:

- prof. dr hab. Leszek Dziawgo – Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu,
- dr hab. prof. UMCS Henryk Mamcarz – Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

W tabeli 1 przedstawiono syntetyczne zestawienie z uwzględnieniem kategorii publikacji oraz momentu powstania.

Tab. 1 Sumaryczne zestawienie dorobku publikacyjnego i innych opracowań

Rodzaj pozycji	Ogółem	W tym	
		przed uzyskaniem stopnia doktora	po uzyskaniu stopnia doktora
Monografie	2	0	2
Rozdziały w monografiach	14	5	9
Redakcja naukowa monografii	1	0	1
Artykuły w czasopismach naukowych i branżowych	41	8	33
Ogółem	58	13	45

Większość moich artykułów została opublikowana w czasopismach ujętych w części B wykazu Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego, w szczególności takich jak: „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H. Oeconomia”, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”.

Opublikowałem też artykuły w czasopismach: „Ekonomista”, „Bank i Kredyt”, „Management and Business Administration Central Europe”, „Bezpieczny Bank”, „Folia Oeconomica Stetinensia”, „Finanse”, „The Macrotheme Review”, „Trends in the World Economy”.

Moje publikacje osiągnęły następujące wskaźniki cytowań: Web of Science (WoS) – 0; Google Scholar – 24; Research Gate – 4; BazEkon – 25. Indeks Hirscha według bazy Web of Science (WoS) – 0; Indeks Hirscha według Google Scholar wyznaczony za pomocą narzędzia Publish or Perish – 3; Indeks Hirscha w Google Scholar – 3. Liczba punktów Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego za moje publikacje w okresie po uzyskaniu stopnia doktora wynosi 340,23.

W 2019 roku zostałem zaproszony do pełnienia funkcji członka redakcji i recenzenta czasopisma „Economics”. W 2018 roku zostałem redaktorem prowadzącym czasopisma „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 2018, nr 521. W 2017 roku zostałem redaktorem naukowym monografii *Współczesne badania w naukach ekonomicznych* Wydawnictwa Naukowego Sophia. W 2017 roku byłem recenzentem artykułów w pracy zbiorowej *Współczesne badania w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwa Naukowego Sophia.

W połowie 2018 roku zgodnie z uchwałą Rady Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego z 7 czerwca 2018 roku powierzono mi obowiązki promotora pomocniczego rozprawy doktorskiej mgr Ilony Żelazowskiej *Anomalie sezonowe funduszy inwestycyjnych w świetle hipotezy efektywności rynku kapitałowego*, której promotorem jest dr hab. prof. US Sebastian Majewski.

W 2017 roku byłem promotorem pracy dyplomowej Daniela Krysztofiaka *Podłoże i fazy rozwoju globalnego kryzysu finansowego* na studiach Master of Business Administration Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego.

W 2014 roku uzyskałem nagrodę indywidualną Rektora Uniwersytetu Szczecińskiego – II stopnia za osiągnięcia naukowe.

Granty i projekty badawcze

- W latach 2012–2015 wykonawca w projekcie badawczym finansowanym przez Narodowe Centrum Nauki: Od rodziny do rynku? – dylematy finansowania opieki nad osobami niepełnosprawnymi jako element koncepcji kosztów niepełnosprawności (projekt badawczy nr 505-2000-250862). Tematyka dotyczyła włoskiej polityki społecznej oraz funkcjonowania rynku finansowego w Europie.
- W latach 2009–2011 wykonawca w projekcie naukowo-wdrożeniowym „Budżet zadaniowy i planowanie finansowe” w projekcie „Wdrażanie usprawnień zarządczych w JST na obszarze województwa zachodniopomorskiego”. Projekt badawczy realizowany w ramach Priorytetu V Poddziałanie 5.2.1, Dobre rządzenie Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki.. Projekt współfinansowany przez Unię Europejską, oraz Ministerstwo Administracji i Cyfryzacji. Kierownik projektu prof. T. Lubińska.
- W latach 2009–2011, wykonawca w projekcie „Kierunki modernizacji zarządzania w administracji samorządowej”. Projekt pod kierunkiem prof. T. Lubińskiej był współfinansowany ze środków UE Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki realizowanego w ramach Priorytetu V – DOBRE ZARZĄDZANIE. Mój wkład polegał na wyborze i ocenie zmiennych społeczno-gospodarczych, które diagnozowały potencjał jst.
- W latach 2005–2007 wykonawca w rządowym projekcie „Wędką technologiczną”. Projekt realizowany był w Kancelarii Prezesa Rady Ministrów, jako program Międzyresortowy, zbudowany w oparciu o metodykę budżetu zadaniowego. Projektem kierowała prof. T. Lubińska. Mój wkład polegał na diagnozie i analizie ograniczeń systemowych do wdrażania nowych technologii do sfery biznesu. Projekt był przygotowany przez Międzyresortowy Zespół ds. Rozwoju Sektorów Wysokozaawansowanych Technologii. Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka.

Oprócz wymienionych projektów badawczych, od 2005 roku aktywnie uczestniczyłem w badaniach statutowych prowadzonych przez Katedrę Finansów pod kierunkiem prof. dr hab. T. Lubińskiej.

Czynny udział w konferencjach naukowych

Wyniki prac badawczych prowadzonych w ramach wszystkich wymienionych powyżej nurtów badawczych prezentowałem systematycznie na konferencjach naukowych. Od momentu uzyskania stopnia doktora nauk ekonomicznych uczestniczyłem w 36 konferencjach naukowych, 6 z nich miało charakter międzynarodowy. Na 18 konferencjach wygłaszałem referaty. Ponadto na dwóch konferencjach wyniki przeprowadzonych badań były prezentowane podczas sesji posterowych. Dwukrotnie uczestniczyłem w panelach dyskusyjnych.

Wielokrotnie byłem członkiem komitetów organizacyjnych poniższych konferencji naukowych:

- Planowanie wieloletnie – efektywność wydatków publicznych – benchmarking.
- Rynek Kapitałowy. Skuteczne inwestowanie.

Na V Konferencji „Planowanie wieloletnie – efektywność wydatków publicznych – benchmarking” pełniłem funkcję sekretarza. Konferencja była organizowana jako wspólne przedsięwzięcie Katedry Finansów i Katedry Zarządzania Finansami Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego oraz Katedry Finansów i Rachunkowości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Członkostwo w organizacjach naukowych

- Polskie Towarzystwo Ekonomiczne
- Towarzystwo Wiedzy Powszechnej
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Staże zagraniczne

We wrześniu 2017 roku odbyłem staż w Università degli Studi di Messina, Dipartimento di Economia (Włochy). W trakcie pobytu uczestniczyłem w zajęciach na tym wydziale oraz uczestniczyłem w pracach naukowo-badawczych prowadzonych przez jego pracowników. Wygłosiłem również wykład *Development of alternative investments in Poland* dla pracowników i studentów tego wydziału. Staż odbywał się pod opieką prof. Maurizio Lanfranchi i zaowocował nawiązaniem kontaktów z włoskimi firmami działającymi w Polsce, którym przedstawiono korzyści wynikające ze stosowania instrumentów pochodnych w celu zarządzania ryzykiem.

Staże krajowe

W okresie od 15 października 2017 roku do 25 czerwca 2018 roku odbyłem staż we włoskiej firmie działającej w Polsce Akala Faraone sp. z o.o. (30 godzin) na podstawie umowy zawartej pomiędzy Uniwersytetem Szczecińskim a Università degli Studi di Bari Aldo Moro. W zakresie moich obowiązków były zagadnienia związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych w zarządzaniu różnymi rodzajami ryzyka, dodatkowo uwzględniając możliwość ich wykorzystania w zarządzaniu kapitałem ludzkim. W wymiarze zewnętrznym wskazane zostały możliwości wykorzystania instrumentów pochodnych jako narzędzi pozwalających na elastyczne zarządzanie przepływami pieniężnymi wrażliwymi na ryzyko rynkowe, kredytowe i walutowe. W odniesieniu do wnętrza korporacji wskazane zostały możliwości wykorzystania instrumentów pochodnych, jako elementu motywacyjnego, który związany jest z ograniczeniem ryzyka zasobów kadrowych. Efektem współpracy był również prace niepublikowane np.

- Aspadarec W. (2018), *Analiza możliwości wykorzystania instrumentów pochodnych przez przedsiębiorstwo Akala Faraone sp. z o.o.*

6. Omówienie przebiegu i osiągnięć w pracy dydaktycznej oraz działalności popularyzatorskiej i organizacyjnej

Działalność dydaktyczna

Od momentu podjęcia pracy, czyli od 1 października 1999 roku jestem zatrudniony w Uniwersytecie Szczecińskim na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania. Będąc pracownikiem Katedry Finansów, w ramach działalności dydaktycznej, prowadziłem zajęcia (wykłady, ćwiczenia i seminaria) na studiach licencjackich, magisterskich oraz podyplomowych w Szczecinie i w zamiejscowych ośrodkach dydaktycznych w Gorzowie Wielkopolskim, Koszalinie, Pile, Wałczu i Choszcznie.

Przygotowywałem sylabusy i prowadziłem zajęcia z następujących przedmiotów na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego: *rynek finansowy, rynek kapitałowy, doradztwo inwestycyjne, bankowość inwestycyjna i asset management, fundusze inwestycyjne, fundusze hedgingowe, niemonetarne instytucje finansowe, instrumenty finansowe, przedsiębiorstwo na rynku finansowym, ubezpieczenia, finanse publiczne, rynki finansowe oraz instytucje finansowe w Polsce, i zarządzanie ryzykiem finansowym*. Na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług prowadziłem ponadto zajęcia z przedmiotu *bezpieczeństwo publiczne*. Od 2009 roku prowadziłem również

seminaria licencjackie. Wypromowałem 14 dyplomantów. Zrecenzowałem ponad 150 prac licencjackich i magisterskich na kierunku Finanse i Rachunkowość. Na studiach podyplomowych samofinansujących prowadziłem zajęcia z przedmiotów: *rynki finansowe* oraz *podstawy finansów*.

W roku 2007 i 2009 otrzymywałem wyróżnienia w konkursie „Złota Kreda” organizowanym przez Samorząd Studencki WNEiZ, w kategorii przygotowanie merytoryczne.

Od wielu lat jestem wykładowcą w programie Szkoła Giełdowa prowadzonym przez Fundację GPW pod honorowym patronatem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, we współpracy z ośrodkami akademickimi w całym kraju, gdzie prowadzę wykłady na poziomie podstawowym *Podstawy inwestowania: Wpływ otoczenia gospodarczego na giełdę, Funkcjonowanie giełdy* oraz *Rynek kapitałowy i instrumenty finansowe*.

Jestem również wykładowcą kursów Szkoły Giełdowej, dla osób mających już podstawową wiedzę i dla praktykujących inwestorów Giełda dla średniozaawansowanych. Prowadzę wykłady: *Funkcjonowanie giełdy* oraz *Instrumenty pochodne i certyfikaty Turbo*.

Byłem opiekunem naukowym i mentorem studentów, którzy w ogólnopolskim konkursie zajęli pierwsze i trzecie miejsce w konkursie wiedzy finansowej *Milion na Bank – Edycja 2018*. Konkurs organizowany przez Fundację Warszawski Instytut Bankowości oraz Fundację Rozwoju Społeczeństw Wiedzy THINK!

W latach 2013–2015 trzykrotnie realizowałem projekt *Giełdy w strukturze nowoczesnej gospodarki*, skierowany do uczniów szczecińskich liceów i finansowany ze środków NBP.

W latach 2005-2008 przeprowadziłem *Kurs Maklerski* w ramach współpracy z Kołem Naukowym Rynków Kapitałowych Pro-invest. Współpraca ta skutkowała między innymi wieloma wygłoszonymi wykładami i szkoleniami z zakresu funkcjonowania rynku finansowego.

Działalność popularyzatorska

Wielokrotnie prowadziłem różnorodne kursy dla menedżerów, studentów i przedstawicieli pozostałych środowisk z dziedziny rynku finansowego i finansów, odpowiadając na społeczną potrzebę inicjowania i wspierania działań edukacyjnych, promujących rynek kapitałowy i giełdę jako element nowoczesnej gospodarki.

Aktywnie współpracuję z organizacjami popularyzującymi wiedzę dotyczącą funkcjonowania rynku finansowego. W ramach działalności popularyzatorskiej i eksperckiej uczestniczyłem/uczestniczę w następujących projektach:

- Program *Zachodniopomorski Festiwal Nauki* organizowany przez Szczecińskie Towarzystwo Naukowe. Wykłady związane z funkcjonowaniem rynku finansowego, ze szczególnym naciskiem na funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (2014–2019).
- Program promujący inwestowanie *Nie stój – inwestuj*, organizowany przez Fundację Giełdy Papierów Wartościowych i Warszawski Instytut Bankowości, (2016–2019).
- Projekt *Aktywizacja zawodowa i badawcza członków Uniwersytetu Trzeciego Wieku* finansowany przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego (2018–2019).
- Projekt *Nowoczesne Zarządzanie Biznesem*, organizowany z inicjatywy Związku Banków Polskich oraz Biura Informacji Kredytowej. Misją tego programu jest podnoszenie poziomu wiedzy o rynku finansowym, przedsiębiorczości oraz zarządzaniu poprzez rozwój współpracy biznesu ze szkołami wyższymi w Polsce (2016–2019).
- Projekt *Bezpieczne finanse gospodarstw domowych seniorów* organizowany przez Ekonomiczną Akademię Seniora, która funkcjonuje w ramach Stowarzyszenia Absolwentów i Przyjaciół Nauk Ekonomicznych (SAiPNE) na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Głównym celem EAS jest poprawa jakości życia seniorów poprzez rozwój ich wiedzy ekonomicznej i umiejętności praktycznych oraz odkrywanie nowych pasji (2017–2019).
- Organizator debaty na WNEiZ – *OFE czy ZUS?* (2014).
- Ekspert fundacji Forum Gryf, której działalność wspomaga rozwój gospodarczy, naukowy i kulturalny Euroregionu Pomerania (2005–2013).
- Projekt *Edukacja ekonomiczna*, PWSZ w Wałczu we współpracy z Narodowym Bankiem Polskim oraz Związkiem Banków Polskich. Projekt adresowany do mieszkańców Wałcza i okolicznych powiatów (2010–2013).
- Program *Akademia Młodych*, moduł „Rynki Finansowe” (2005–2012).
- Współorganizator projektu *Debata Budżetowa* na WNEiZ (1999–2012).
- Projekt edukacyjny *Podstawy Przedsiębiorczości dla Nauczycieli*, finansowany ze środków NBP (2010).

- Prelegent w debatach organizowanych przez Niezależne Zrzeszenie Studentów, których tematyka dotyczyła szans i zagrożeń przyjęcia Euro przez Polskę (2006 i 2009).

Oprócz publikacji w czasopismach naukowych publikowałem również artykuły w dziennikach: „Rzeczpospolita”, „Gazeta Wyborcza” i „Parkiet”. Mój wkład w działalność popularyzacji wiedzy ekonomicznej, znajduje potwierdzenie w niezwykle aktywnej współpracy z mediami. Od 2012 roku jest stałym komentatorem zagadnień ekonomiczno-finansowych na antenie Polskiego Radia Szczecin (ponad 150 wystąpień eksperckich na tematy ekonomiczno-finansowe). Współpracuję również z wydawnictwem Bauer udzielając wywiadów prasowych na tematy ekonomiczno-finansowe.

Od 2013 roku jestem stałym ekspertem Grupy TIME obejmującej radio: VOX, Eska, WAWA, Eska ROCK i telewizję NOWA w zakresie zagadnień ekonomicznych. Dotychczasowa współpraca polegała na wykonywaniu ekspertyz i na udziale w wielu audycjach radiowych i telewizyjnych, które realizowane były w czasie rzeczywistym (tzn. na żywo). Byłem także komentatorem bieżących wydarzeń ekonomiczno-społecznych w formie wywiadów. Współpraca dotyczyła również udziału w reportażach dotyczących zagadnień świata finansów.

Działalność organizacyjna

Obok działalności naukowej, dydaktycznej i popularyzatorskiej byłem i jestem również zaangażowany w obowiązki organizacyjne na rzecz uczelni, wydziału i katedry, co polegało na:

- wielokrotnym pełnieniu funkcji członka Wydziałowej Komisji Rekrutacyjnej na studia stacjonarne i niestacjonarne,
- odpowiedzialności za tworzenie podstawy programowej na uruchomionym w roku 2013/2014 kierunku Ekonomiczno-Prawnym,
- pełnieniu funkcji koordynatora na przedmiocie kierunkowym *rynki finansowe*, na kierunku Ekonomiczno-Prawnym,
- pełnieniu funkcji opiekuna roku studentów studiów stacjonarnych i niestacjonarnych kierunku Finanse i Rachunkowość (od 2014 r.),
- pełnieniu funkcji członka Zespołu ds. Promocji WNEiZ w latach 2004–2008 oraz 2014–2017,

- pełnieniu funkcji członka Zespołu ds. 70-lecia Edukacji Ekonomicznej na Pomorzu Zachodnim w 2015 roku,
- oddelegowaniu przez Uniwersytet Szczeciński do Okręgowej Komisji Egzaminacyjnej w Poznaniu w celu obserwacji egzaminów maturalnych od 2017 roku,
- pełnieniu funkcji członka Zespołu ds. Przygotowania Dokumentacji dla Państwowej Komisji Akredytacyjnej w 2015 roku,
- odpowiedzialności za koordynację sylabusów w Katedrze Finansów w latach 2007–2011.

Poza macierzystą uczelnią głównie zajmuję się pracami doradczymi w obszarze rynku finansowego, a także opracowaniami z zakresu analizy finansowej. Jestem autorem i współautorem kilkunastu opracowań o charakterze praktycznym i aplikacyjnym. Pracowałem na zlecenie Ministerstwa Przekształceń Własnościowych, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i wielu innych podmiotów, np. prowadząc szkolenia dla pracowników podmiotów zewnętrznych, jak chociażby Recto sp. z o. o., Akala Faraone sp. z o.o., z zakresu wyceny instrumentów pochodnych bądź też analizy finansowej.

Współpracuję z Funduszem Pomerania, który zajmuje się obsługą i finansowaniem firm w województwie zachodniopomorskim. Fundusz jest instytucją otoczenia biznesu realizującą zapisy strategii rozwoju województwa.

Poza działalnością *stricte* naukową czy też dydaktyczną w latach 2006–2008 byłem członkiem i przewodniczącym Rady Nadzorczej PROReM sp. z o.o. w Tarnowie Mościcach, Grupa ZAT SA (obecnie AZOTY Tarnów SA), a od lutego 2007 roku pełniłem funkcję przewodniczącego RN jako reprezentant Skarbu Państwa. Dodatkowo w latach 2006–2008 na zlecenie Ministerstwa Skarbu Państwa odpowiedzialny byłem za przygotowanie ekspertyzy nt. szacunkowej wartości rynkowej spółek zależnych Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach SA oraz opracowanie analizy ekonomiczno-finansowej spółek zależnych ZAT SA.

W okresie od 19 lutego 2015 do 1 lipca 2016 roku byłem członkiem Rady Nadzorczej Tonat Holding SA. W 2009 roku opracowałem, na zlecenie szczecińskiej spółki, ekspertyzę dotyczącą debiutu na rynku alternatywnym NewConnect. W 2008 roku opracowałem analizę ekonomiczno-finansową spółki „Recto” sp. z o.o.

Podsumowując pragnę podkreślić, że w autoreferacie zaprezentowałem samoocenę mojej aktywności naukowo-badawczej. Skoncentrowałem w nim uwagę na ukazaniu najważniejszych, w mojej opinii, osiągnięć z podziałem na okres przed i po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych. W ostatnich latach fundamentalne miejsce w mojej działalności

naukowo-badawczej zajmowało zagadnienie teorii funduszy hedgingowych. Monografia *Rynek funduszy hedgingowych. Persistencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie*, którą wskazuję w niniejszym autoreferacie jako główne osiągnięcie naukowe, stanowi wynik wieloletniej pracy poświęconej tej problematyce. Zamierzam ją także kontynuować w dalszej pracy naukowej. Istotne dla oceny całokształtu mojego dorobku uważam także zaangażowanie w działalność dydaktyczną, organizacyjną, współpracę naukową i popularyzację nauki.

Szczecin, dnia 29.03.2019 r.

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, cursive letters that appear to be 'H' and 'K'.