

Dr hab. Katarzyna Perez
prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu
Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych
Instytut Finansów

**Recenzja dorobku naukowego, dydaktycznego i organizacyjnego
dr. Waldemara Aspдаря
w postępowaniu kwalifikacyjnym na stopień doktora habilitowanego nauk ekonomicznych
w dyscyplinie *finanse***

1. Uwagi wstępne

Podstawą mojej recenzji jest pismo Pana prof. zw. dr. hab. Waldemara Tarczyńskiego, Dziekana Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, z dnia 31 lipca 2019 r. informujące o powierzeniu mi przez Centralną Komisję ds. Stopni i Tytułów roli recenzenta w postępowaniu habilitacyjnym dr. Waldemara Aspдаря.

Oświadczam, że otrzymana przeze mnie dokumentacja jest kompletna w myśl Rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19 stycznia 2018 r. w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora (Dz. U. z dnia 30.01.2018, poz. 261).

2. Sylwetka Habilitanta

Dr Waldemar Aspдаря ukończył studia wyższe w 1999 roku. Habilitant obronił pracę doktorską pt. *Wykorzystanie funkcji prognostycznej kontraktów terminowych na polskim rynku kapitałowym* napisaną pod kierunkiem prof. zw. dr. hab. W. Tarczyńskiego w 2005 roku, czyli 14 lat temu. Od tego czasu zawodowo jest związany z Katedrą Finansów z Instytutu Finansów na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Obecnie jest zatrudniony w tej Katedrze na stanowisku adiunkta.

Odebrane wykształcenie oraz podjęcie pracy na uczelni o profilu ekonomicznym, jak sądzę, miało wpływ na ukształtowanie się zainteresowań naukowych Habilitanta. Zainteresowania te koncentrowały się początkowo na problematyce funkcjonowania rynków kapitałowych i instrumentów pochodnych, a w późniejszym czasie na działaniu funduszy inwestycyjnych ze szczególnym uwzględnieniem funduszy sovereign wealth i funduszy hedge.

3. Ocena dorobku naukowego

3.1. Działalność publikacyjna Habilitanta

Jak wynika z dokumentacji (zał. 3) po uzyskaniu stopnia doktora dorobek naukowy Habilitanta obejmuje:

- autorstwo dwóch monografii, w tym monografii wskazanej jako główne osiągnięcie naukowe,
- redakcja 1. monografii naukowej, w wydawnictwie niepunktowanym przez MNiSzW,
- autorstwo 9. rozdziałów w monografiach,
- autorstwo 33 artykułów w czasopismach,
- autorstwo 10 prac niepublikowanych, o charakterze raportów, w tym raportów branżowych lub dotyczących konkretnych przedsiębiorstw, które nie mają charakteru naukowego.

Średniorocznie Habilitant publikował między 2 a 3 prace naukowe. Jest to liczba niska, biorąc pod uwagę rodzaj tych prac. Aż 24 z 33 artykułów było opublikowanych w zeszytach naukowych, z tego aż 19 w rodzimej jednostce naukowej (Uniwersytet Szczeciński); a jedynie pięć poza nią (po jednym artykule w Pracach Naukowych UE we Wrocławiu i ZN UE w Katowicach oraz 1 praca w ZN WSB w Gdańsku oraz 2 prace w ZN WSB w Poznaniu). Pozostałe 9 artykułów opublikowano w czasopismach o zasięgu krajowym. To sprawia, iż ocena miejsc publikacji jest również niska. Zabrakło publikacji w czasopismach z listy JCR. Ta niska ocena nie jest rekompensowana liczbą publikacji zagranicznych. Jedynie trzy z 9 artykułów z czasopism („nie-zeszytów naukowych”) są napisane w języku angielskim, z tego jeden został wydany w macierzystej uczelni, a dwa w czasopismach niskopunktowanych (tj. poza listą czasopism MNiSzW; obecnie 5 pkt.).

3.2. Ocena osiągnięcia naukowego wskazanego przez Habilitanta, o którym mowa w art. 16 ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z 14.03.2003 r. (z późniejszymi zmianami)

W dokumentacji do oceny przedstawiono monografię pt. *Rynek funduszy hedgingowych. Persistencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie (Difin 2019)*. Recenzentem książki był dr hab. Grzegorz Mentel. Tematyka monografii i pozostałych publikacji sytuuje dorobek Waldemara Aspadarca w dyscyplinie finanse.

Monografia liczy 220 stron. Jest podzielona na 4 rozdziały, zawiera wstęp, zakończenie, spis literatury oraz streszczenie w języku angielskim i spis tabel i rysunków. Tematyka książki dotyczy persistencji stóp zwrotu funduszy hedgingowych, która nie jest tematem nowym; wręcz przeciwnie – jest tematem bardzo dobrze rozpoznany w literaturze (prace na ten temat zaczęły się pojawiać od II poł. lat 90. XX w.). Jednakże Autor za cel metodologiczny obrał zaproponowanie nowej metodyki pomiaru tego zjawiska, co daje czytelnikowi nadzieję na nowatorski charakter Jego badań.

Wprowadzenie ma pożądaną przez pracę naukową strukturę. Zaprezentowano w nim cel oraz hipotezy badawcze oraz strukturę pracy. Najpierw jednak Habilitant próbuje nakreślić istotę problemu badawczego, wskazując, iż podejście rozważania mikro- i makroekonomiczne. To trudne wyzwanie, chęć jego realizacji należy docenić, jednak uważam, że ostatecznie rozważania podjęte w ocenianej monografii mają charakter jedynie mikroekonomiczny.

Wynika to z tego, że i tytuł ocenianego osiągnięcia naukowego, jak i badania przeprowadzone w pracy, mają właśnie taki charakter.

Stwierdzam ponadto, że w tej części wprowadzenia jest wiele stwierdzeń, które wprowadzają czytelnika w błąd i są nieprawdziwe. Na przykład na s. 8 Autor pisze, że „w literaturze naukowej niewiele uwagi poświęcono problematyce funduszy hedgingowych na świecie, ponieważ badania prowadzone są dopiero od końca XX wieku”. To prawda, że w literaturze problematyka ta jest obecna od 2,5 dekady. Nie jest to jednak „dopiero”, ale „aż” dwie i pół dekady. Wpisując w wyszukiwarce Google Scholar „hedge fund” otrzymujemy 384 000 wyników. Po wpisaniu „hedge fund performance” otrzymujemy 204 000 wyników, a „hedge fund persistence” lub „hedge fund performance persistence” dają odpowiednio 59 100 i 43 700 wyników. Sądzę, że to więcej niż „wystarczająca” liczba na rozpoznanie prawideł, zjawisk i trendów na tym rynku. Podobnie na tej samej stronie Autor pisze: „systematyka podstawowych pojęć w literaturze światowej dotycząca funduszy hedgingowych nie jest jednoznacznie zdefiniowana i napotyka trudności”. Jakie trudności? Przecież o różnym podejściu do definiowania funduszy hedge pisano nawet w literaturze polskiej (!) (por. cytowane przez Autora I. Próchnicka-Grabias czy pisząca te słowa). Jeżeli Autor subiektywnie widzi takie trudności, powinien je nakreślić i obudować literaturą, a tego niestety nie robi. Dalej na s. 9 Autor pisze: „fundusze hedgingowe są integralną częścią rynku finansowego, co uzasadnia próbę adaptacji badań rozwoju rynku tych funduszy na podstawie metod wykorzystywanych do analiz rozwoju rynku finansowego”. Wcześniej wspomina on o badaniu Levine i Zervos (1998) jako wyjściowym do oceny rozwoju rynku finansowego, a w konsekwencji rozwoju rynku funduszy hedge. Moim zdaniem szczególnie dziś nie można uogólniać rozwoju rynku funduszy hedge do rozwoju rynku finansowego. Po pierwsze, wspomniane badania dotyczą publicznego rynku finansowego, a rynek funduszy hedge jest niepubliczny (co prawda pojawiają się publiczne fundusze hedge, np. UCITS-hedge, ale wciąż są to wyjątki). Po drugie zaś, dziś fundusze hedge nie są tak znaczącą częścią rynku finansowego, jak to było w latach 90. XX w., kiedy atakowały one gospodarki rozwijające się (mówię tu o ich roli w kryzysie tygrysów azjatyckich), a upadek jednego z nich mógł zachwiać światowym systemem finansowym (mówię tu o LTCM i załamaniu wartości jego aktywów z jesieni 1998 r.). Fundusze hedge nie mogły wywołać kryzysu finansowego z 2007-2009 r., ponieważ w skali globalnej wartość zarządzanych przez nie aktywów była (i jest do dziś) zbyt mała, o wiele mniejsza niż wielkość aktywów banków inwestycyjnych. W związku z tym jeszcze 8-10 lat temu można było stosować w ich przypadku metody oceny stopnia rozwoju rynku finansowego, jednak dziś (również w związku z wykorzystaniem przez fundusze hedge dobrodziejstw gospodarki 4.0) jest to nieprawidłowe, bo niemerytoryczne.

Lektura wprowadzenia niepokoi Recenzenta, jednak wciąż jest on ciekaw dociekań Habilitanta.

Rozdział pierwszy książki dotyczy istoty funduszy hedgingowych jako innowacji finansowych. Autor w pierwszej kolejności przytacza znane wątpliwości dotyczące tłumaczenia pojęcia *hedge fund* na język polski, a następnie przedstawia wybrane definicje z literatury i na końcu podaje autorską definicję tego pojęcia. Moim zdaniem ten fragment

rozdziału nie może zostać potraktowany jako wkład w rozwój dyscypliny. Po pierwsze, ponieważ definicja ta nie uzupełnia, nie poprawia i nie krytykuje dotychczasowych definicji, jest jedynie ich powtórzeniem (szkoda, że Autor nie przedstawił definicji funduszy hedge z różnych źródeł, np. instytucji reprezentujących fundusze hedge, instytucji rankingowych, czy instytucji nadzoru, np. SEC, FCA czy nawet KNF, mógłby je zestawić w tabeli z definicjami akademickimi i spojrzeć na nie krytycznym okiem; stwierdzić, które ich części są aktualne, a które należy zmienić ze względu np. na wprowadzone regulacje czy popyt). Po drugie definicja ta jest moim zdaniem nie tylko nieprecyzyjna (dziś należałoby podkreślać fakt konieczności konkurowania z funduszami pasywnymi i w związku z tym obniżania kosztów za zarządzanie i wyniki, co jest pokłosiem coraz większej przewidywalności stóp zwrotu na podstawie analizy czynnikowej – o tym Habilitant w ogóle w swojej definicji nie wspomina), ale i niezrozumiała - bo co oznacza „wysokich stóp zwrotu”? A niskie dodatnie w obliczu ujemnych stóp procentowych nie są zadowalającym wynikiem? Poza tym co oznacza maksimum elastyczności? Czy chodzi o optimum portfela inwestycyjnego czy o elastyczność cenową? Mikroekonomista kompetnie gubi się w tej definicji. A co dopiero czytelnik laik.

W kolejnej części rozdziału Habilitant za innymi autorami (np. Próchnicką-Grabias (2011), której notabene nie cytuje, a której schemat powtarza na rysunku 1.3., traktując go jako własny, co trąca co najmniej o ogromne zaniedbanie) próbuje przenieść genezę innowacji finansowych w teorii finansów na grunt funduszy hedge. Gdyby w tej części pokazał schemat lub mechanizm tworzenia innowacji i wplótł w nią logicznie fundusze hedge, można by doszukiwać się jego wkładu w rozwój dyscypliny. Autor niestety tego nie robi. Na s. 32 pisze, że według Campbella (1988) „wpływ innowacji w tym zakresie na gospodarkę może mieć zarówno charakter pozytywny, jak i negatywny”. Proste i mądre zdanie, słusznie zacytowane. Szkoda jednak, że Autor nie rozwinął myśli, przedstawiając nie tylko literaturowe, ale nawet subiektywne odczucia w tej materii. Pokazałby wtedy, że krytycznie patrzy na fundusze hedge, widząc w nich jako w innowacji dobre i złe strony. Niestety, już w następnym zdaniu przeskakuje do zupełnie innego wątku na temat ustawy o wolności słowa w USA, co zupełnie konfunduje czytelnika.

Następny punkt tego rozdziału traktuje o rodzajach funduszy hedge według różnych kryteriów klasyfikacji. I tu Habilitant powtarza znane już nawet w literaturze polskiej podziały. W związku z tym i tej części rozdziału nie można potraktować jako wkładu Habilitanta w rozwój dyscypliny. Co gorsza, w niektórych omawianych kategoriach Habilitant myli się. Np. na s. 44 w ramach podziału według stopnia płynności rozróżnia w trzeciej kategorii fundusze long/short equity. Są to jedne z najbardziej płynnych funduszy, zatem powinny się znaleźć nie w trzeciej, a w pierwszej kategorii! Wśród najmniej płynnych funduszy powinny się znaleźć np. fundusze distressed securities, a nie long/short equity lokujące aktywa w zasadzie tylko na publicznych rynkach kapitałowych!

Ostatnim punktem tego rozdziału jest elastyczność operacyjna funduszy hedge. I tu Habilitant wypowiada się nieprecyzyjnie, w zasadzie prezentuje strukturę operacyjną funduszy hedge, jednak wydaje się, że do końca jej nie zna (pomijam fakt stosowania przez Habilitanta zarzuconych już dawno w literaturze polskiej kalek językowych, jak np. hazard moralny zamiast

pokusy nadużycia). Na przykład, pisząc o *prime brokers*, stwierdza, że dziś funkcję tę pełnią głównie banki inwestycyjne i biura maklerskie (s. 52). Nie głównie, ale tylko, i to te pierwsze! Te drugie nie są dziś w stanie konkurować z tymi pierwszymi i w zasadzie zostały przez nie wyparte już w latach 90. XX w.

Na koniec tego rozdziału Autor stwierdza m.in., że „podkreślono w nim, że działalność funduszy hedgingowych wpływa na efektywność rynku” (s. 55). Nie odnalazłam takiego wywodu, Autor ani nie przytoczył badań na ten temat, ani nie przeprowadził własnej analizy.

Rozdział drugi ma na celu przedstawienie „jakościowej ewolucji rozwoju rynku funduszy hedgingowych” (pomijam, choć zauważam błąd stylistyczny, jakim jest zlepek słów „ewolucja rozwoju”; poza tym dlaczego „jakościowej”, skoro przedstawiono dynamikę rozwoju rynku za pomocą wartości liczbowych? Nie mówimy też „regulatorzy”, tylko „instytucje regulujące”). Wywód w punkcie 2.1. jest przeprowadzony w oparciu o wyodrębnione etapy rozwoju funduszy hedge. Etapy te kończą się na regulacjach prawnych po upadku Lehman Brothers, a opis tego etapu dotyczy jedynie rynku amerykańskiego. Zastanawia, dlaczego w tym punkcie Autor nie prezentuje europejskich regulacji prawnych, tj. dyrektywy ZAFI, zaimplementowanej już nawet do rynku polskiego, przeciwko której w bardzo wyraźny sposób przeciwstawiali się zarządzający funduszami hedge z UK (ich lobbing w tej sprawie był nagłaśniany medialnie) i która w sposób istotny wpłynęła na ich decyzje o realokacji centrum zarządzania do Azji. Ubolewam też, że Habilitant nie zaproponował kolejnych etapów rozwoju, np. uwzględniających referendum dot. Brexit (mimo że pisze o nim w punkcie 2.3. dot. Polski), które przecież diametralnie zmienia oblicze europejskiego rynku funduszy hedge, bo może się okazać, że ta realokacja z perspektywy długiego terminu nie była potrzebna. Gdyby Autor pokusił się o ocenę zaproponowanego (choć oczywistego i nie jedyne) etapu rozwoju rynku i jego porównanie do etapów wcześniejszych, zrobił choćby jego analizę SWOT, można by doszukiwać się jego wkładu do nauki. Jednakże tego nie zrobił, co powoduje, że i ta część rozdziału drugiego (wraz z dynamiką rozwoju rynku funduszy hedge na świecie w pkt. 2.2.) ma charakter co najwyżej poznawczy i nie stanowi wkładu o charakterze naukowym.

Trzecia część rozdziału drugiego dotyczy determinant rozwoju rynku funduszy hedge w Polsce. Autor słusznie zauważa na początku, że fundusze te w Polsce „mają właściwości, które nie odpowiadają przyjętej w monografii (i – dodam – w literaturze) definicji”. Stąd czytelnik zastanawia się: po co pisać o tym rynku, skoro nie jest to rynek funduszy hedge, o czym przecież pisze sam Autor? O tym, że istniejące w Polsce „fundusze absolutnej stopy zwrotu nie są klasycznymi funduszami hedge”, wiadomo nie od dziś. Ten fragment tekstu powiela znane już w literaturze prawidłowości, dlatego nie stanowi wkładu o charakterze naukowym.

Rozdział trzeci dotyczy wyników inwestycyjnych funduszy hedge.

W punkcie 3.1. Autor dokonuje oceny wyników różnych strategii na podstawie danych z publicznie dostępnej bazy Barkley Hedge. Nie podaje żadnego wzoru, na podstawie którego obliczył stopy zwrotu, ale czytelnik może się domyślić, że chodzi o zwykłą arytmetyczną stopę zwrotu (sugerują to tytuły tabel z wynikami). Następnie koreluje indeks Barkley Hedge Fund Index z indeksami S&P500 i MSCI World Index. Należy podkreślić tu dwie kwestie. Po pierwsze, fundusze hedge to portfele inwestycyjne. Zgodnie z teorią portfela Markowitza wyniki

inwestycyjne portfela należy analizować ze względu na relację średnia-wariancja. Zatem porównywanie różnych strategii funduszy hedge w oparciu tylko o średnią stopę zwrotu jest kardynalnym i niedopuszczalnym w nauce błędem merytorycznym. Po drugie, Autor koreluje indeksy BH z indeksami rynku kapitałowego za pomocą testu parametrycznego Pearsona, a nie jakiegokolwiek testu nieparametrycznego, który byłby bardziej wskazany. To również jest błąd merytoryczny. Z tych względów ten fragment rozdziału nie może być uznany za mający wkład w dyscyplinę, ale wręcz musi być uznany za niepoprawny i niedopuszczalny na tym poziomie naukowym błąd merytoryczny.

Kolejny punkt 3.2. dotyczy finansyzacji rynków towarowych i działalności na tych rynkach funduszy manager futures. I ten fragment nie może być potraktowany jako wkład do literatury, ponieważ ma charakter jedynie poznawczy, i raczej odtwórczy, biorąc pod uwagę choćby to, że literatura cytowana przez Habilitanta pochodzi co najwyżej z 2013 roku. Czytelnik ma wręcz wrażenie, że Autor cytuje tu swoje poprzednie prace (szczególnie monografię pt. *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wyd. US, która nie została przedstawiona do oceny). I tu Autor dokonuje analizy zwykłych, a nie ważonych ryzykiem stóp zwrotu, popełniając fundamentalny błąd merytoryczny.

Na końcu tego rozdziału Autor prezentuje efekty behawioralne związane z przejrzystością prezentacji wyników inwestycyjnych funduszy hedge. Problematyka ta jest bardzo dobrze znana i rozpoznana w literaturze, stąd zaprezentowane treści nie mogą być uznane za mające wkład do literatury.

Integralną częścią pracy jest **rozdział czwarty**, którego elementem fundamentalnym jest „przedstawienie autorskiej metodyki badania persystencji stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu” (s. 146). W punkcie 4.1. zatytułowanym „Istota i miary persystencji stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych” Autor przedstawia miary samych stóp zwrotu, a nie badania persystencji. I to te znane od lat 90. XX w., a nie najnowsze, jak np. pięcioczynnikowy model Famy i Frencha (2015). Nie dość, że odtwórczy i niekrytyczny, punkt ten jest źle zatytułowany. Recenzentka po przeczytaniu 3. poprzednich rozdziałów zaczęła nabierać wątpliwości, czy aby Habilitant rozróżnia pojęcia wyniku inwestycyjnego i persystencji (trwania lub utrzymywania) tego wyniku.

Kolejny punkt daje czytelnikowi nadzieję, ma bowiem dotyczyć przeglądu badań utrzymywania stóp zwrotu tych funduszy. Na ten punkt najbardziej czekałam, bowiem gorliwie poszukuję najnowszej literatury z tej materii. Niestety ogromna część literatury jest mi znana z mojej książki o funduszach hedge. Oprócz niej Autor przytoczył tylko około 10 pozycji nowszych, z lat 2012-2019. To bardzo mało jak na temat, który ma go doprowadzić do metody obliczania persystencji mającej wkład w naukę.

Najważniejszy w tym rozdziale jest punkt 4.3., w którym Autor proponuje indeks ARI, czyli „średnią stopę zwrotu dla funduszy hedge ważoną udziałami aktywów poszczególnych funduszy w ogólnej (globalnej to chyba nie to słowo, które chciał przytoczyć Autor) liczbie aktywów tego typu w Polsce”. Muszę przyznać, że długo myślałam, **czy zaproponowanie tego wskaźnika jest wystarczającym argumentem za uznanie monografii za mającej wkład do**

dyscypliny. Po bardzo długich przemyśleniach, uważam, że nie. Argumenty przeciw są następujące:

- po pierwsze, wskaźnik ten jest zwykłą średnią ważoną aktywami. Takie podejście (czyli ważenie zwykłej średniej arytmetycznej aktywami funduszy) nie jest przydatne w nauce (nie bierze bowiem pod uwagę ryzyka inwestycyjnego). Jest jednak dość powszechnie stosowane w praktyce przez spółki inwestycyjne (lub w Polsce przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych) do określenia swojej pozycji rynkowej. Zwykła średnia arytmetyczna pozwala zbadać, ile z jednego złotego pozyska inwestor; a średnia ważona aktywami, ile z jednego złotego pozyska TFI. Podsumowując, jest to pewna korekta średniej arytmetycznej dla przypadków, gdy wielkość aktywów z jakiś powodów jest dla nas ważna (tak jest w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych, których przychody to procent od aktywów); miara ta nie wskazuje jednak, czy i jak długo występuje zjawisko utrzymywania wyników inwestycyjnych, nawet jeśli bada się je w kolejnych okresach;
- zwykła średnia (nawet jeśli ważona) nie może być miarą pozycjonowania funduszy w rankingu, ponieważ nie daje prawidłowego obrazu co do jakości zarządzania. Pomija fundamentalny element analizy portfela inwestycyjnego, jakim jest ryzyko inwestycyjne (nieważne jak mierzone, ale jednak uwzględniane w analizie). Bez takiej analizy nie można stworzyć merytorycznie poprawnego rankingu funduszy inwestycyjnych w różnych okresach i wnioskować o ich persystencji.

We wprowadzeniu Habilitant stawia trzy hipotezy: o tym, że 1) „fundusze hede nie osiągają zysków niezależnie od sytuacji rynkowej; o tym, że 2) napływ kapitału do tego rynku i nowe regulacje prawne wpływają na osiąganie przez nie niższych stóp zwrotu, oraz o tym, że 3) zastosowanie indeksu ARI umożliwia zbadanie zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedge, zarówno od strony zmian rynkowych, jak i oceny fundamentalnego celu funduszy tego typu” (s. 10).

Podsumowując tę część recenzji, uważam, że hipoteza 1 ma charakter tautologiczny i – podobnie jak hipoteza 2 – nie została przez Habilitanta zweryfikowana empirycznie. Również ze względu na to, że indeks ARI jest metodologicznie błędny, Autorowi nie udało się zweryfikować hipotezy 3. W związku z tym, oraz w związku z zaprezentowanymi uwagami, moja **ogólna ocena monografii pt. Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie wskazanej przez dra Wademara Aspдаря na podstawie art. 16 ust. 2 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. (Dz. U. nr 65, poz. 595 z późn. zm.) o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki, jako główne osiągnięcie, naukowe, jest negatywna.**

W dokumentacji oprócz przedstawionej książki zaliczonej przez Habilitanta do osiągnięcia naukowego do oceny przedstawiono **10 pozycji z trzech nurtów badawczych**. Są to artykuły w czasopismach, z tego jedna napisana we współautorstwie. W dokumentacji znajduje się oświadczenie współautora tej pracy, pozwalające na określenie udziału Habilitanta.

W ramach pierwszego nurtu badawczego, tj. istoty, podobieństw i różnic funduszy hedgingowych i funduszy sovereign wealth, Autor przedstawił trzy prace:

1. pierwsza została opublikowana w czasopiśmie *Ekonomista* (niestety nie w dziale artykułów, a w ramach działu poświęconego notatkom z różnych obszarów tematycznych) i dotyczy „definicji i tendencji rozwoju funduszy hedge”. Tekst ten ma charakter przeglądowy, z resztą jest on powtórzony w książce (choć z wydłużonym szeregiem czasowym danych z rynku). **Praca ta nie zawiera badań stanowiących wkład naukowy w dyscyplinę finanse;**
2. druga, opublikowana w ZN UE w Katowicach w 2012 r., ma na celu ukazanie znaczenia funduszy *sovereign wealth* dla liberalizacji przepływów kapitałowych. Tekst ma charakter popularyzatorski, do tego nie wspomina o ich bezpośrednim związku z liberalizacją przepływów kapitałowych - Autor nie pokazuje żadnych danych na ten temat i nie dokonuje żadnego badania empirycznego wpływu przepływów kapitałowych z funduszy SW do gospodarki; z resztą nie przedstawia żadnych danych nt. dynamiki rozwoju tych funduszy. **Z tego powodu praca ta nie może być uznana za stanowiąca wkład naukowy w dyscyplinę finanse;**
3. trzecia, opublikowana w języku angielskim w ZN Uniwersytetu Szczecińskiego, ma bardzo obiecujący tytuł, bowiem ma odnosić się do implementacji filozofii funduszy hedge do państwowych funduszy majątkowych. Problem badawczy jest bardzo interesujący, dobrze nakreślony, jednak jego rozwiązanie jest niesatysfakcjonujące. Autor jedynie opisowo porównuje oba rodzaje funduszy, a przecież mógł dokonać analizy empirycznej wskazującej na ich znaczenie dla gospodarki czy rynków kapitałowych, nawet najprostszej. **I ta praca zatem nie może być uznana za mająca wkład w naukę;**

W ramach drugiego nurtu badawczego dotyczącego oceny efektywności funduszy hedgingowych Habilitant przedstawił do oceny trzy prace:

1. pierwsza, wydana w czasopiśmie *Finanse*, Komitetu Nauk o Finansach PAN, pt. *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*. Pomijam drugorzędną kwestię nietrafionego tytułu, tzn. nie tylko jest on zlepkiem słów typu „masło maślane”, do tego nie traktuje o wszystkich inwestycjach alternatywnych, ale o funduszach hedge. Podkreślę i doceniam to, że jest to jeden z nielicznych artykułów Habilitanta o charakterze empirycznym. Jednakże Autor popełnia w badaniu fundamentalny błąd, dotyczący nieuwzględniania ryzyka inwestycyjnego w ocenie wyników inwestycyjnych tych funduszy. To samo powtarza w przedłożonej do oceny dorobku monografii (w zasadzie badanie w monografii jest powtórzeniem badania z tego artykułu, tylko ma rozszerzony horyzont badania). Artykuł jest zatem błędny merytorycznie, dlatego **nie może być zaliczony do dorobku mającego wkład w naukę;**
2. druga, opublikowana w ZN UE we Wrocławiu, ma na celu analizę wyników inwestycyjnych funduszy hedge. W tekście Autor opisuje różne miary tych wyników (w tym alfę Jensena), o dziwo jednak nie prezentuje wzorów tych miar. Szkoda, że nie poddaje ich krytyce, nie pokazuje ich zalet i wad. Na końcu prezentuje analizę zwykłych stóp zwrotu i wskaźnika

Sharpe'a, który jest wykorzystywany powszechnie w praktyce, a nie w nauce ze względu na swoją ograniczoną wartość prognostyczną. Mimo mankamentów to **wartościowe badanie empiryczne, które może być zaliczone jako mające wkład w dyscyplinę finanse.**

3. trzecia, we współautorstwie z drem hab. Sebastianem Majewskim, wydana w Annales UMCS w Lublinie dotycząca indeksu persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedge w Polsce (notabene, dlaczego quasi-funduszy? Czy to nie są fundusze? Są! Tylko że quasi-hedge, jeśli już!). W dokumentacji Habilitant stwierdza, iż jest Autorem tego tekstu w 75%, a jego Współautor przygotował algorytm do obliczeń w arkuszu kalkulacyjnym Excel. Zatem można domniemywać, iż Habilitant jest faktycznym pomysłodawcą tego indeksu. Jednakże i tu podtrzymuję uwagi dotyczące indeksu zawarte w części recenzji dotyczącej oceny monografii. Poza tym muszę jeszcze podać w wątpliwość, czy wkład w naukę, jakim miało być „stworzenie nowej metodyki badania persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych z wykorzystaniem autorskiej miary ARI”, wskazane na 14 stronie książki habilitacyjnej, jest wkładem tej książki, czy właśnie omawianego artykułu. Uważam, że tego artykułu, a w monografii Autor jedynie powiela wcześniejszą pracę, co dodatkowo przemawia za tym, że monografia nie ma wkładu do nauki. Z powodów merytorycznych wzmiankowanych na s. 6-7 tej recenzji podobnie sytuacja ma się do artykułu, **nie może być on uznany za mający wkład do nauki.**

W **trzecim nurcie badawczym** dotyczącym związku inwestorów finansowych z rynkiem towarowym Habilitant przedstawił do oceny cztery artykuły. Mają one charakter popularyzatorski, poza tym nie wszystkie dotyczą tematyki nurtu (tj. praca nr. 9 nt. transparentności funduszy hedge i jej związku z ryzykiem systemowym). Zawierają pewne dane ilościowe, ale **brak w nich badań empirycznych lub teoretycznych, które pozwoliłyby na wskazanie ich jako mających wkład do dyscypliny finanse.**

Podsumowując ocenę pozostałego dorobku naukowego przedstawionego do oceny, muszę stwierdzić, iż w dużej mierze ma on charakter przeglądowy, popularyzatorski, momentami błędny merytorycznie, a nie badawczy, dlatego jego **ogólna ocena jest negatywna.**

3.4. Ocena pozostałego dorobku naukowego (kierowanie projektami badawczymi i udział w tych projektach, nagrody za działalność naukową, referaty na konferencjach, cytowania)

Zgodnie z ustawą osoba ubiegająca się o stopień doktora habilitowanego powinna mieć osiągnięcia stanowiące znaczny wkład w rozwój dyscypliny naukowej (po uzyskaniu stopnia doktora). Kryteria oceny przedstawione są w rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Zgodnie z tym rozporządzeniem przy ocenie dorobku naukowo-badawczego należy brać pod uwagę dziewięć kryteriów. Analizę poszczególnych elementów przedstawiono poniżej.

1. Autorstwo lub współautorstwo publikacji naukowych w czasopiśmie znajdujących się w bazie Journal of Citation Reports.

- Habilitant nie ma artykułu w czasopiśmie z listy JCR, co wymusza w tym zakresie ocenę negatywną.
2. Autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazach.
Moja ocena w tym zakresie została przedstawiona w opinii w poprzedniej sekcji. Z punktu widzenia znacznego wkładu w rozwój dyscypliny naukowej ocena ta jest negatywna.
 3. Autorstwo lub współautorstwo odpowiednio dla danego obszaru: opracowań zbiorowych, katalogów zbiorów, dokumentacji prac badawczych, ekspertyz.
W dokumentacji nie ma informacji o ekspertyzach na potrzeby różnych instytucji prywatnych i publicznych. Są analizy finansowe, ale to nie ekspertyzy. Moja ocena jest negatywna.
 4. Impact factor publikacji naukowych wg listy JCR.
Nie ma publikacji o dodatnim IF, co wymusza w tym zakresie ocenę negatywną.
 5. Liczba cytowań publikacji według bazy Web of Science
Liczba cytowani, jak wskazuje dokumentacja dla bazy WoS, wynosi 0.
 6. Indeks Hirscha opublikowanych prac.
Indeks Hirscha według bazy Web of Science wynosi 0, według bazy Google Scholar i Publish or Perish – jak wskazuje dokumentacja – wynosi 3. Moja ocena w tym zakresie jest niska.
 7. Kierowanie międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udział w takich projektach.
Trudno uznać badania statutowe Katedry Finansów z US za udział w krajowych projektach badawczych. Zatem Habilitant brał udział w projekcie badawczym nt. finansowania opieki nad osobami niepełnosprawnymi we Włoszech (uważam, że ten temat nie mieści się w dyscyplinie finanse) oraz w trzech projektach wdrożeniowych. Moja ocena tego kryterium jest niska.
 8. Międzynarodowe lub krajowe nagrody za działalność naukową
Moja ocena tego kryterium jest pozytywna, chociaż otrzymane nagrody otrzymano w macierzystej Uczelni (za wyróżniającą się rozprawę doktorską i za książkę z 2013 r.).
 9. Wygłaszanie referatów na międzynarodowych lub krajowych konferencjach
Jak wskazuje dokumentacja, Habilitant wygłosił referaty na 17 konferencjach w kraju i na 1 za granicą. Podkreślę, iż do konferencji międzynarodowych zaliczył konferencje krajowe, które miały lub nie w nazwie słowo „międzynarodowe”. Moja ocena jest bardzo niska.

Podsumowując, muszę stwierdzić, że analiza wymienionych w rozporządzeniu Ministra NiSW obszarów działalności naukowej prowadzi do **oceny negatywnej**.

4. Ocena działalności dydaktycznej, organizacyjnej, współpracy z instytucjami oraz popularyzatorskiej

Ocena działalności dydaktycznej Habilitanta jest pozytywna. Habilitant prowadził i prowadzi zajęcia z przedmiotów z obszaru finansów, tak na studiach I i II stopnia, jak i na studiach podyplomowych oraz w ramach Kursu Maklerskiego i Szkoły Giełdowej. Wypromował 14 prac dyplomowych, recenzował ponad 150 prac licencjackich i magisterskich. Był też promotorem pomocniczym w ukończonym przewodzie doktorskim. Odbył też staż dydaktyczny (który mógłby być również oceniony jako staż biznesowy, dający korzyści konkretnemu przedsiębiorstwu). Za osiągnięcia dydaktyczne otrzymywał wyróżnienia na macierzystej uczelni (dwukrotnie Złota Kreda i wyróżnienie za najlepszy wykład wygłoszony na Ekonomicznej Akademii Seniora).

Podobnie pozytywnie oceniam działalność popularyzatorską Habilitanta. Przygotowywał liczne analizy ekonomiczno-finansowe o charakterze mikroekonomicznym, dla konkretnych przedsiębiorstw. Aktywnie uczestniczy jako wykładowca w Zachodniopomorskim Festiwalu Nauki.

Habilitant nie unika też prac organizacyjnych na macierzystej uczelni, w tym głównie organizacji różnych konferencji, ale i np. uczestnictwie w Wydziałowej Komisji Rekrutacyjnej czy tworzeniu podstawy programowej do kierunku ekonomiczno-prawnego WNEiZ US.

Współpraca z otoczeniem gospodarczym polegała na zasiadaniu w radzie nadzorczej dwóch spółek i opracowywaniu raportów i analiz mikroekonomicznych. Dr Waldemar Aspadarec często wypowiada się w radio, a jego wypowiedzi są cytowane przez Polskie Radio Szczecin.

Podsumowując, moja ocena dorobku dydaktycznego i organizacyjno-popularyzatorskiego dra Waldemara Aspadarce jest pozytywna.

5. Podsumowanie - ocena końcowa

Zapoznawszy się z dostarczonymi dokumentami i mając na uwadze kryteria oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego (Rozporządzenie Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z 19.01.2018, Dz. U. 261), stwierdzam, że dorobek naukowy, dydaktyczny i organizacyjny **nie daje podstaw dr. Waldemarowi Aspadarcowi do wystąpienia z wnioskiem o nadanie mu stopnia doktora habilitowanego w dyscyplinie finanse**. Moja opinia odnośnie dorobku naukowego oparta została na następujących przesłankach:

1. Monografia pt. *Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie* nie zasługuje na pozytywną ocenę ze względu na fundamentalne błędy merytoryczne świadczące o bardzo słabym warsztacie badawczym.

2. Pozostały dorobek naukowy w formie publikacji przedstawiony do oceny przez Habilitanta nie daje również podstaw do stwierdzenia, że Habilitant opanował warsztat badawczy w takim zakresie, jakiego wymaga się od samodzielnego pracownika nauki.
3. Pozytywnie oceniony dorobek dydaktyczny oraz doświadczenie praktyczne są brane pod uwagę przy ocenie całokształtu dorobku osoby starającej się o uzyskanie stopnia doktora habilitowanego. Jednak te czynniki nie odgrywają decydującej roli.

Konkludując, po zapoznaniu się z dorobkiem naukowym, dydaktycznym i organizacyjnym dra Waldemara Aspдаря stwierdzam, że nie zostały spełnione wymagania Ustawy o stopniach naukowych i tytułach naukowych oraz stopniach i tytułach w zakresie sztuki (Dz. U. 2003 nr 65 poz. 595 z późn. zm.). **W związku z powyższym wnoszę o nienadanie dr. Waldemarowi Aspдарowi stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'W. Aspдар', written over a horizontal line.

Poznań, 15.12.2019