

13-11-2019

Warszawa, dn. 31 października 2019 r.

Dr hab. Izabela Pruchnicka-Grabias, prof. SGH

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Recenzja dorobku naukowego dra Waldemara Aspдаря
w postępowaniu o nadanie stopnia doktora habilitowanego**

Formalną podstawę sporządzenia niniejszej recenzji stanowi pismo Dziekana Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego prof. dra hab. Waldemara Tarczyńskiego z dnia 31 lipca 2019 roku stwierdzające, że Centralna Komisja do Spraw Stopni i Tytułów w dniu 11 czerwca 2019 roku powołała mnie na recenzenta w postępowaniu habilitacyjnym dra Waldemara Aspдаря.

Recenzję sporządzono na podstawie dokumentacji przekazanej przez Habilitanta oraz w oparciu o następujące akty prawne:

- Ustawa z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2017, poz. 1789, z późniejszymi zmianami.).
- Rozporządzenie Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19 stycznia 2018 roku w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora.
- Rozporządzenie Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 roku w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego (Dz. U. Nr 196, poz. 1165).

Ogólne informacje o Kandydacie

Dr Waldemar Aspadarec jest aktualnie zatrudniony na stanowisku adiunkta w Katedrze Finansów Instytutu Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie. Stopień doktora nauk ekonomicznych w specjalności finanse, rynki finansowe, metody ilościowe, uzyskał na podstawie uchwały Rady Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w dniu 9 czerwca 2005 roku.

Po uzyskaniu stopnia doktora habilitant opublikował 45 prac naukowych, w tym:

- 2 monografie autorskie, w tym jedna przedstawiona jako osiągnięcie naukowe w rozumieniu wyżej przywołanej Ustawy,
- 1 monografię naukową, której był współredaktorem naukowym,
- 9 rozdziałów w monografiach,
- 33 artykuły w czasopismach naukowych i branżowych oraz zeszytach naukowych uczelni, w tym 1 napisany we współautorstwie.

Wątpliwości budzi podwójne wykazanie pozycji pt. Współczesne badania w naukach ekonomicznych (2016), tj. najpierw jako redakcji naukowej monografii, następnie w punkcie "Opracowania zbiorowe, katalogi zbiorów...", a kolejnym razem Habilitant wspomina, że był recenzentem kilku artykułów z niniejszej pozycji. Pojawiają się zastrzeżenia co do jednoczesnego pełnienia roli redaktora naukowego i recenzenta dla tych samych opracowań. Wobec powyższego, brak pewności, czy tę publikację można potraktować jako recenzowaną monografię i zaliczyć do dorobku naukowego stanowiącego podstawę nadania stopnia.

Sumaryczna ocena oparta na kryteriach znajdujących się w Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego

W świetle kryteriów zawartych w Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego dorobek naukowo – dydaktyczny kandydata kształtuje się następująco:

1. Autorstwo lub współautorstwo publikacji naukowych w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JCR) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH)

Autor nie posiada tego rodzaju publikacji, stąd ocena w zakresie tego kryterium jest negatywna.

2. Autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazie Journal Citation Reports (JCR) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH)

Dorobek jest wystarczający pod względem ilościowym. Jeśli chodzi o miejsca publikacji, większość artykułów opublikowano w renomowanych ogólnopolskich czasopismach lub zeszytach naukowych zawartych w części B wykazu Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego (m.in. Bank i Kredyt, Ekonomista, Finanse, Bezpieczny Bank) . Brak publikacji zagranicznych poza dosłownie jednym artykułem w lokalnym czasopiśmie zagranicznym nieposiadającym Impact Factor – The Macrotheme Review. Ocena tego kryterium jest umiarkowanie pozytywna, przy czym słabą stroną dorobku kandydata jest niewielka ilość artykułów publikowanych w czasopismach wydawanych poza Polską.

3. Autorstwo lub współautorstwo odpowiednio dla danego obszaru: opracowań zbiorowych, katalogów zbiorów, dokumentacji prac badawczych, ekspertyz

Dr Waldemar Aspadarec jest autorem 12 ekspertyz lub raportów. Ocena w tym punkcie jest pozytywna.

4. Impact factor publikacji naukowych według bazy JCR

Brak publikacji naukowych w bazie JCR. Ocena negatywna.

5. Liczba cytowań publikacji w bazie Web of Science

Brak cytowań w Web of Science. Skłania to do negatywnej oceny w zakresie tego kryterium.

6. Indeks Hirscha opublikowanych prac

Według bazy Web of Science indeks Hirscha wynosi 0, według Google Scholar (w tym zgodnie z Publish and Perish) indeks Hirscha wynosi 3. Ocena w zakresie tego kryterium jest słaba.

7. Kierowanie międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udział w takich projektach

Habilitant brał udział w charakterze wykonawcy w trzech projektach ogólnopolskich, z których dwa miały charakter badawczy, a jeden naukowo-wdrożeniowy. Zrealizował ponadto kilkanaście projektów w ramach badań statutowych lub własnych. Brak udziału w międzynarodowych programach badawczych. Kandydat nie kierował projektami badawczymi

poza badaniami własnymi stanowiącymi przedsięwzięcia uczelni, na której pracuje. Ocena tego kryterium wypada umiarkowanie pozytywnie.

8. Krajowe lub międzynarodowe nagrody za działalność naukową

Dr Waldemar Aspadarec otrzymał 3 nagrody krajowe, z których wszystkie były nadane przez macierzystą uczelnię. Dwie z nich dotyczą pracy doktorskiej, a trzecia została nadana przez JM Rektora Uniwersytetu Szczecińskiego prof. zw. dr hab. Edwarda Włodarczyka za szczególne osiągnięcia naukowe. Ocena w zakresie tego kryterium jest raczej pozytywna.

9. Wygłaszanie referatów na krajowych lub międzynarodowych konferencjach naukowych

Habilitant wygłosił 6 referatów na konferencjach, które zaklasyfikował jako międzynarodowe, w tym 5 odbyło się w Polsce, a 1 we Włoszech. W przypadku tej ostatniej nie podano organizatora i jednocześnie nasuwają się zastrzeżenia odnośnie naukowego charakteru tej konferencji. Poza tym wspomniana konferencja przy tak sformułowanych parametrach jak w przedstawionym przez Habilitanta autoreferacie, nie pojawia się w wyszukiwarce google, co uniemożliwia rzetelną ocenę jej poziomu oraz domniemanych odbiorców prezentowanego referatu. Ponadto mam zastrzeżenia do międzynarodowości czterech z sześciu przywołanych konferencji, które odbyły się w kraju. Mają one tytuły w języku polskim, co nie świadczy o ich międzynarodowym charakterze (co najwyżej mogli pojawić się pojedynczy uczestnicy z zagranicy, a to samo w sobie nie określa międzynarodowości konferencji). Wprawdzie Habilitant przedstawił referat w języku angielskim, ale to też automatycznie nie definiuje międzynarodowości konferencji. Jedynie jeden referat wygłoszono na konferencji za granicą. Nieco lepiej wypada ocena wystąpień na konferencjach krajowych. Autor podaje, że przedstawił referaty na 12 takich konferencjach, z czego 7 (ponad połowa) zostało zorganizowanych przez Jego macierzystą uczelnię. Mało jest referatów prezentowanych na uznanych konferencjach ogólnopolskich organizowanych poza Uniwersytetem Szczecińskim jak chociażby cykliczna Konferencja Katedr Finansów (2, w tym 1 w Szczecinie). Ocenę w zakresie tego kryterium można uznać za słabą, ale pozytywną.

10. Staże w zagranicznych lub krajowych ośrodkach naukowych lub akademickich

Habilitant odbył zaledwie jeden bardzo krótki staż (5-dniowy) w ramach programu Erasmus+. Posiada wprawdzie zaświadczenie, że w tym czasie pracował badawczo, niemniej jednak zaskakujący jest fakt, że pisano o doktorze Waldemarze Aspadarcu w załączonym dokumencie

jak o kobiecie („her”, „she”), co budzi zastrzeżenia co do faktu rzeczywistej znajomości Habilitanta przez osobę wystawiającą dokument i raczej wskazuje na to, że wszystkim uczestnikom programu Erasmus+ wystawia się identycznie brzmiące zaświadczenia, a Habilitant nie zaangażował się w staż na tyle, by pracownicy uczelni go kojarzyli. Ocena staży zagranicznych jest bardzo słaba ze względu na fakt zrealizowania tylko jednego i do tego bardzo krótkiego programu. Ponadto był to staż w ramach programu Erasmus+, co determinuje jego dydaktyczny charakter.

Podsumowując, ocena dla większości podanych wyżej kryteriów zawartych w Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego jest bardzo niska bądź negatywna. Słabe strony Habilitanta to m.in.: brak artykułów z listy JCR, brak kierowania programami badawczymi finansowanymi w drodze postępowań konkursowych, brak udziału w projektach międzynarodowych oraz znikomy dorobek o charakterze międzynarodowym (poza jedną publikacją i jednym wystąpieniem na zagranicznej konferencji), brak dłuższych staży naukowych.

DZIAŁALNOŚĆ NAUKOWO-BADAWCZA

Ocena osiągnięcia naukowego

Jako osiągnięcie naukowe wynikające z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2017 r., poz. 1789 ze zm.) Kandydat wskazał monografię pt. Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badania, wydaną przez Wydawnictwo Difin w Warszawie w 2019 roku.

Wybór tematyki osiągnięcia naukowego uważam za właściwy, gdyż fundusze hedgingowe są branżą podlegającą nieustannej ewolucji na skutek chociażby wiążących ich zmian prawnych, ale i zmian w zakresie funkcjonowania rynków finansowych. Podkreślić należy, że na polskim rynku badania dotyczące persystencji funduszy akcyjnych i hybrydowych były prowadzone kilka lat wcześniej (np. K. Jackowicz, D. Filip, Powtarzalność wyników funduszy inwestycyjnych w Polsce, NBP, Materiały i Studia, nr 236, 2009; K. Perez, Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne, Difin, Warszawa 2012). Chociaż fundusze hedgingowe doczekały się już przynajmniej trzech monografii, które ukazały się na polskim rynku wydawniczym, persystencja polskich funduszy

absolutnej stopy zwrotu nie stanowiła dotychczas szerszego przedmiotu badań. Analizy zawarte w omawianej monografii mogłyby stanowić wkład w rozwój dyscypliny naukowej, gdyby nie pewne mankamenty, o których mowa w dalszej części recenzji.

Autor sformułował cel ogólny pracy oraz cel metodologiczny. Celem recenzowanej monografii jest usystematyzowanie dorobku naukowego odnoszącego się do rynku funduszy hedgingowych, jak również osadzenie ich w teorii finansów jako kategorii innowacji finansowych. Oba cele zostały już wcześniej zrealizowane przez innych autorów. Autor nie wniósł nowej wiedzy do systematyzowania dorobku, a przedstawiane treści czerpie z innych pozycji dostępnej literatury, w tym polskiej. Jeśli chodzi o systematykę dorobku, cel mógłby być adekwatny na gruncie polskiej literatury, gdyby na przykład Autor realizując go pracował głównie na literaturze z ostatnich pięciu, sześciu lat, gdyż w tym czasie na polskim rynku nie ukazała się żadna obszerna monografia z tej tematyki, a branża funduszy hedgingowych przeszła znaczne przeobrażenia. Co do osadzenia funduszy w teorii finansów jako innowacji, tematyka ta już była przedmiotem analiz prowadzonych nie tylko w zagranicznej, ale i w polskiej literaturze przedmiotu (I. Pruchnicka-Grabias, Fundusze hedgingowe. Teoria i praktyka, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2013) i w tym obszarze monografia nie wnosi niczego nowego do teorii finansów, a Autor raczej kompiluje treści niż tworzy własny wkład do nauki. Jako cel metodologiczny rozprawy Autor przyjął stworzenie własnej metodyki pomiaru persystencji stóp zwrotu funduszy quasi-hedgingowych obecnych na polskim rynku finansowym, którą określa jako ARI (Absolute Rate Index). Te elementy monografii można potraktować jako pewien wkład do nauki. Należy jednak podkreślić, że miara ta sama w sobie nie mierzy persystencji, lecz fakt wystąpienia ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Ponadto miara nie została szczegółowo osadzona w literaturze przedmiotu oraz nie wskazano jej mocnych stron oraz mankamentów w stosunku do tych już istniejących. Zwracam dodatkowo uwagę, że wspomniana miara została już wcześniej zaproponowana przez Habilitanta we współautorstwie (75% udziału) w innej publikacji (W. Aspadarec, S. Majewski, Persystencja stóp zwrotu quasi-funduszy hedge na polskim rynku kapitałowym, *Annales Oeconomia SECTIO H*, 50(4), 2016). Podsumowując, zarówno cel główny, jak i cel metodologiczny zostały zrealizowane w sposób, który nie pozwala na stwierdzenie, że wywody stanowią istotny wkład w nauki ekonomiczne, a konkretnie w dyscyplinę finansów.

Autor sformułował następujące hipotezy badawcze:

1. „Fundusze hedgingowe nie osiągają zysków niezależnie od sytuacji rynkowej.”

2. „Napływ kapitału do rynku funduszy hedgingowych i nowe regulacje prawne rynku tych funduszy wpływają na osiąganie przez nie niższych stóp zwrotu.”
3. „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.”

Pierwsza z hipotez poza tym, że jest stwierdzeniem oczywistym i zbadanym (czyli nie jest hipotezą z metodologicznego punktu widzenia), została potwierdzona bardzo prostymi metodami badawczymi i nie jest nowym osiągnięciem Autora, gdyż na istnienie korelacji pomiędzy stopami zwrotu z funduszy hedge a stopami zwrotu z indeksów rynkowych w literaturze wskazywano już wielokrotnie. Poza tym w hipotezie Autor używa pojęcia „zyski”, a analizuje stopy zwrotu. W monografii pojęć tych używa zamiennie, co jest niewłaściwe. Dowodząc drugiej hipotezy, Habilitant zauważa, że zmiany na tym rynku wynikają z zachodzących zmian prawnych, co jest faktem oczywistym. Brak natomiast wykazanej zależności pomiędzy napływem kapitału a osiąganiem niższych stóp zwrotu. Co do trzeciej z postawionych hipotez, nie została w pełni udowodniona, gdyż indeks ARI mierzy raczej fakt zrealizowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, a dopiero w kolejnych krokach można ewentualnie próbować dane zinterpretować w kontekście persystencji. Brakuje także osadzenia autorskiej miary ARI w teorii pozostałych miar persystencji funduszy i pokazania jej wyższości lub komplementarności w stosunku do tych drugich. Brak też założeń, na jakich ją oparto.

Podsumowując, jedna z hipotez jest oczywista i została już wcześniej potwierdzona w literaturze. Druga nie jest dostatecznie udowodniona. Jedyne trzecią z nich można zaakceptować, chociaż nie bez zastrzeżeń. Autor słabo wykazał jej prawdziwość w pracy. Nie wyjaśnił, jaki jest mechanizm uchwycenia zmian rynkowych, a jaki fundamentalnych. W zasadzie ograniczył się do podania wzoru, którego ani nie wyprowadził ani nie opisał założeń. Na przykład, jeśli wartość aktywów i -tego funduszu w okresie t spadnie do zera (czego nie można wykluczyć), wzór nie może funkcjonować. Niestety nie podano tego w wywodzie, co oznacza, że z matematycznego punktu widzenia wzór powinien zostać dopracowany. Autor raczej skupił się na aplikacji wzoru aniżeli na jego zasadności i poprawności.

Rozdział 1 osadza fundusze hedgingowe w teorii finansów. Ma charakter wprowadzający i prezentuje pośrednictwo finansowe jako element współczesnej gospodarki. Autor zwraca uwagę na mnogość definicji tych podmiotów dostępnych w literaturze i bardzo dobrze, że podaje własne rozumienie tego pojęcia dla potrzeb przygotowanej monografii. Poza tym, dokonana analiza funduszy jako innowacji finansowych nie wnosi niczego nowego do

teorii finansów i stanowi powtórzenie analiz prowadzonych przez innych autorów, o czym już wspomniano we wcześniejszej części recenzji. Dla przykładu, na stronie 28 Autor zamieszcza wykres 1.3 stanowiący powtórzenie wykresu ze strony 35 monografii I. Pruchnickiej Grabias, Fundusze hedgingowe. Teoria i praktyka, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2013, niestety niefortunnie opatrując go podtytułem „Opracowanie własne”. Co więcej, 4 pozycje literaturowe cytowane na stronie 26 podano w takiej samej kolejności jak w przywoływanej monografii na stronach 33 – 34 i cytowane są identyczne fragmenty z tych samych stron, bez podania, skąd rzeczywiście zaczerpnięto te wywody. Tak prowadzonego wywodu zdecydowanie nie można potraktować jako wkładu do nauki. Kolejny podrozdział dotyczący taksonomii funduszy hedgingowych również nie wnosi nowej wiedzy w teorię finansów, lecz stanowi jedynie kompilację wcześniejszych badań zawartych w polskiej i zagranicznej literaturze przedmiotu. Tabela 1.1. ze strony 37 stanowi powtórzenie identycznych kryteriów taksonomii przedstawionych na schemacie 2.2. (s. 59) w przywoływanej monografii I. Pruchnickiej-Grabias, a opisano ją niezręcznym podtytułem „Opracowanie własne”. Stwierdzenia zawarte w podsumowaniu tego rozdziału stanowią ogólnie znane z literatury polskiej i zagranicznej fakty. Poza próbą zaproponowania definicji funduszu hedgingowego na potrzeby pracy, rozdział ten ma charakter odtwórczy i nie stanowi naukowego wkładu w teorię finansów, a wnioski z niego wynikające znajdują się już w innych publikacjach, w tym także wydanych na rynku polskim.

W pierwszej części **rozdziału 2** pojawia się geneza rynku funduszy hedgingowych z podziałem na okresy ich działalności, która jest zrobiona w oparciu o istniejącą już literaturę, w tym polską (K. Perez, Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011). Dobrze się stało, że Autor w porównaniu do K. Perez uzupełnia wskazaną klasyfikację o erę regulacji prawnych wprowadzonych po upadku Lehman Brothers, niemniej jednak nigdzie nie zaznacza, co jest dodatkowym uzupełnieniem, a co pochodzi z przywołanej książki. Dodam tylko, że amerykańska prasa często przywołuje wyniki funduszy hedgingowych odnosząc się do upadku Lehman Brothers, traktując ten okres niejako jako nowy czas w historii rozwoju tej grupy podmiotów rynku finansowego. Poza tym mam zastrzeżenia do samego tytułu rozdziału, który brzmi „Rynek funduszy hedgingowych na świecie i w Polsce”. W Polsce funduszy hedgingowych nie ma, jedynie fundusze absolutnej stopy zwrotu posiadające niektóre z ich cech. Zatem z merytorycznego punktu widzenia tytuł został sformułowany niepoprawnie, podobnie zresztą jak tytuł podrozdziału 2.3 („Czynniki determinujące rozwój rynku funduszy hedgingowych w Polsce”). Jeśli chodzi o czynniki

determinujące rozwój rynku funduszy omawiane w dalszej części rozdziału, Autor nie wskazał na wyodrębnienie nowych w porównaniu do tych przedstawionych już wcześniej w przywołanej wyżej publikacji K. Perez. Nie może zatem przypisywać sobie ich autorstwa jako wkładu do teorii finansów. Podsumowując, poza wspomnianym elementem bardzo niewielkiego wkładu w teorię finansów, rozdział ten stanowi kompilację literatury (często bez podania stosownych odnośników do pozycji, z których korzystano) oraz komentarz o charakterze raczej „dziennikarskim” niż naukowym do danych opublikowanych przez kilka instytucji.

W **rozdziale 3** pojawiają się wyniki badań przeprowadzonych przez Autora przy zastosowaniu najprostszych miar statystycznych (m.in. średnia, mediana, odchylenie standardowe, skośność). Tego rodzaju metodologia przy obecnym poziomie literatury przedmiotu stała się niewystarczająca i nie wnosi niczego nowego do obszaru badań. Wyłącznie niewielkie rozszerzenie okresu badawczego w stosunku do badań już prowadzonych na polskim rynku to za mało, by uznać to za istotny wkład w rozwój dyscypliny. Dokonano analizy stóp zwrotu funduszy hedgingowych w formule indeksowej (Barclay Hedge Fund Index) w porównaniu do indeksu S&P500 oraz MSCI World Index w okresie 1997 – 2017 w ujęciu miesięcznym w podziale na podokresy. Habilitant prowadzi badanie na bazie 9 strategii inwestycyjnych stosowanych przez fundusze, przy czym nie precyzuje, jakie było kryterium wyboru dla tych strategii. Dodatkowo, nie opisuje sposobu konstrukcji indeksu czy ilości funduszy go tworzących. Nie można zatem ocenić reprezentatywności badania. Wyznaczono podstawowe miary statystyczne. Komentarz do danych także budzi pewien niedosyt. Wyciągnięty wniosek mówiący o dużym stopniu zróżnicowania badanych zmiennych nie wnosi niczego nowego do przedmiotu badań i jest już obecny w literaturze. Badania dotyczące zmian korelacji pomiędzy indeksami funduszy hedge oraz indeksami akcyjnymi w poszczególnych horyzontach czasowych stanowią ewentualnie pewien niewielki wkład do nauki (ze względu na inny okres badawczy oraz inną bazę danych), chociaż tego rodzaju metodologia przy analizie funduszy hedgingowych była już stosowana w literaturze przedmiotu w tego rodzaju porównaniach, także w publikacjach na rynku polskim. Należało przynajmniej wskazać te publikacje i określić wartość dodaną badań Habilitanta, czego nie zrobiono. Autor wskazuje w tym rozdziale na fakt, że włączenie funduszy hedgingowych do portfela aktywów powoduje obniżenie ryzyka portfela oraz stopy zwrotu, ale nie przedstawia badań w tym zakresie i nie wiadomo, na jakiej podstawie wysuwa tego rodzaju wniosek, stanowiący jednocześnie podsumowanie tego rozdziału. W końcowej jego części przedstawiono ogólnie

znane z literatury zagranicznej i polskiej kontrowersje związane z analizą funduszy hedge. W podsumowaniu również podano fakty oczywiste. Podsumowując, rozdział 3 wnosi bardzo niewielki wkład do nauki finansów.

W pierwszej części **Rozdziału 4** przedstawiono kilka znanych z literatury koncepcji pomiaru wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych z uwzględnieniem generowanego przez nie ryzyka. W dalszej jego części pojawia się przegląd badań prowadzonych w zakresie persystencji stóp zwrotu funduszy hedgingowych prowadzonych przez innych autorów. Między innymi w związku z brakiem osadzenia w literaturze wprowadzonej miary, trudno uznać ją za znaczący wkład w teorię finansów. Autor powinien był przytoczyć miary stworzone przez innych naukowców i podać, co nowego wnosi jego miara. Brakuje porównania wskaźnika ARI z dotychczas stosowanymi (przykładowe miary jedynie wymieniono) i podkreślenia, w czym jest od nich lepszy. Jeśli we wzorze jedną z wielkości jest „wartość aktywów i-tego funduszu w okresie t ”, nasuwa się pytanie, czym jest tutaj „okres”. Jeśli na przykład jest to kwartał, przecież wartość aktywów w ciągu przedziału czasu może się zmieniać. Ze wzoru nie wynika, czy Autorowi chodziło o średnią wartość z okresu, czy może o wartość na koniec danego okresu, czy może o wprowadzenie założenia dotyczącego stałej wartości aktywów poszczególnych funduszy w badanym okresie czasu. Wprowadzenie wzoru bez podania do niego założeń nie ma sensu, gdyż uniemożliwia powtórzenie badań przez inne osoby. W dalszej części rozdziału przedstawiono badania własne przy użyciu stworzonej metodologii i tę część monografii można uznać za niewielki wkład w dziedzinę nauk ekonomicznych i dyscyplinę finanse.

Praca jest w pewnym zakresie osadzona w literaturze zarówno krajowej, jak i zagranicznej. Niemniej jednak, często Autor przytacza oczywiste stwierdzenia jako własne „odkrycia” bez opatrywania ich przypisami (np. s. 131 – 132 tylko w punkcie 7 pojawia się jakiegokolwiek odniesienie do literatury). Słabo wypada ocena przytoczonej literatury pod kątem jej aktualności. Autor dokonał jej analizy przede wszystkim do roku 2014. Nieliczne są pozycje z ostatnich lat. Przy tak szybko zmieniających się rynkach finansowych niewielki udział literatury z ostatnich lat obniża jakość merytoryczną książki. Konkludując, do jej słabych stron zaliczam m.in.:

- Stosowanie jedynie prostych metod statystyki opisowej stosowanych już w polskiej literaturze przedmiotu z tego zakresu, co dziwi ze względu na posiadanie przez Habilitanta przygotowania matematycznego i ekonometrycznego.

- Powtarzanie treści zawartych już we wcześniejszych publikacjach własnych lub innych autorów bez zaznaczenia tego faktu, czyli niesłuszne przypisywanie sobie ich autorstwa jako wkładu do nauki.
- Powtarzanie ogólnie już znanych faktów z literatury przedmiotu bez przedstawienia odniesień własnych do problemu.
- Brak osadzenia własnej koncepcji pomiaru persystencji w istniejącej już teorii i wskazania, jakie zalety i wady wiążą się z jej zastosowaniem w porównaniu do metod już istniejących.
- Brak podania założeń do podanego wzoru służącego do obliczania persystencji, jak i niejasności w interpretacji niektórych jego elementów.
- Nieliczne cytowania literatury przedmiotu po roku 2014, a co za tym idzie, archaiczne i oczywiste wnioski

Niewątpliwą zaletą książki jest ważna i aktualna tematyka istotna zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Branża funduszy hedgingowych cały czas się rozwija i zmienia, a co za tym idzie, nie ustaje potrzeba prowadzenia badań w tym zakresie.

Ogólna ocena monografii nie pozwala na stwierdzenie, że wnosi ona istotny wkład do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Ocena pozostałej działalności naukowo-badawczej

Poza monografią wskazaną jako dzieło naukowe Autor zawarł w dokumentacji 10 artykułów.

1. *Fundusze hedgingowe – definicja i tendencje rozwoju.*

Artykuł o charakterze kompilacji opartej o badania przeprowadzone przez innych autorów oraz dostępne w bazach danych. Nie stanowi wkładu w nauki ekonomiczne w dyscyplinę finanse, o którym mowa w Ustawie.

2. *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych.*

Artykuł o charakterze dydaktycznym, który nie wnosi nowego wkładu do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

3. *Key problems of selected economies, regions and industries.*

Niniejsza praca ma charakter odtwórczy i nie stanowi wkładu w dyscyplinę Finanse. Zaprezentowano w niej znane fakty dyskutowane już wcześniej w literaturze przedmiotu. Brak nowego wkładu w dyscyplinę finanse.

4. *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych.*

W artykule zbadano stopy zwrotu i ryzyko funduszy hedgingowych. Artykuł, w którym zastosowano bardzo prostą i już stosowaną do funduszy hedge przez innych polskich autorów metodologię do badań. Stanowi on bardzo niewielki wkład w dyscyplinę finanse.

5. *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge po doświadczeniach kryzysu finansowego.*

W pracy przedstawiono analizę porównawczą wyników generowanych przez fundusze hedgingowe z wybranym benchmarkiem. Stanowi to pewien minimalny wkład w dyscyplinę finanse, chociaż brak tu jakiegokolwiek nowatorstwa.

6. *Persystencja stóp zwrotu quasi-funduszy hedge na polskim rynku kapitałowym.*

Artykuł napisany we współautorstwie. Udział Autora to 75%. Ze względu na zaproponowanie koncepcji pomiaru persystencji i przeprowadzenie badań własnych przy jej użyciu stanowi pewien niewielki wkład w dyscyplinę finanse. Podkreślić jednak należy, że jest to ta sama koncepcja, która znajduje się w monografii. Jej mankamenty opisano we wcześniejszej części recenzji. Natomiast dobrze, że badania dotyczą innego okresu badawczego i te można uznać za niewielki wkład w naukę.

7. *Kryzys finansowy a finansyzacja rynków towarowych.*

Analiza wybranych zmiennych ekonomicznych powiązanych z rynkami towarowymi. Artykuł stanowiący niewielki wkład do dyscypliny finanse, chociaż w wielu miejscach wątpliwości budzi jego mało naukowy charakter.

8. *Ewolucja strategii inwestorów finansowych na rynku towarowym.*

Kompilacja literatury. Brak wkładu do nauki.

9. *Transparantność funduszy hedgingowych a ryzyko systemowe.*

Opracowanie odtwórcze. Brak wkładu do nauki.

10. *Krótką sprzedaż bez pokrycia jako nowe potencjalne źródło ryzyka systemowego.*

Rozdział o zdecydowanie dydaktycznym i odtwórczym charakterze.

Ogólna ocena wybranych przez Autora artykułów jako istotnej działalności naukowej jest niezbyt wysoka i nie pozwala na stwierdzenie wniesienia przez dra Waldemara Aspadarca istotnego wkładu do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Międzynarodowa działalność naukowa

Prawie nieistniejącą międzynarodową działalność naukową uznaję za istotną słabą stronę Habilitanta. Brak udziału w badaniach międzynarodowych sformalizowanych w postaci grantów. Odbyto zaledwie jeden krótki staż zagraniczny w Università degli Studi di Messina, w czasie którego został wygłoszony jeden wykład. Kandydat podaje, że uczestniczył w pracach naukowo – badawczych prowadzonych przez pracowników tej uczelni, jednakże po pierwsze, trudno mówić o takich działaniach na przestrzeni jednego tygodnia, a po drugie, brak jakichkolwiek publikacji wydanych we Włoszech, bądź pisanych we współautorstwie z włoskimi profesorami potwierdzających tę konstatację w dorobku Habilitanta lub przynajmniej zaświadczenia o fakcie zaprezentowania prowadzonych badań przed kadrami akademicką uczelni przyjmującej.

Podsumowanie działalności naukowo-badawczej

Do atutów działalności naukowej Habilitanta należą: regularne publikowanie artykułów w zeszytach naukowych i czasopismach ogólnopolskich, aktywny udział w krajowych konferencjach naukowych (choć minusem jest, że głównie organizowanych przez macierzystą uczelnię). Słabą stroną jest prawie nieistniejąca współpraca międzynarodowa oraz praktycznie brak publikacji zagranicznych (poza jedną w mało znaczącym czasopiśmie nieposiadającym Impact Factor), tym bardziej znajdujących się na tzw. liście filadelfijskiej. Wadą jest także brak udziału w grantach przyznawanych w ramach międzynarodowych postępowań konkursowych czy brak dłuższych staży naukowych oraz powtarzanie treści znanych z innych pozycji literaturowych bez wskazania, co zaczerpnięto z innych pozycji, a co stanowi wkład Autora. Jednocześnie poziom merytoryczny większości przedstawionych do oceny prac (w tym przede wszystkim Monografii stanowiącej osiągnięcie naukowe w rozumieniu wyżej przytoczonej Ustawy) oceniam jako słaby i niepozwalający na stwierdzenie wniesienia istotnego wkładu w nauki ekonomiczne w dyscyplinę finanse.

DZIAŁALNOŚĆ DYDAKTYCZNA

Pisząc w przedstawionym autoreferacie o działalności o charakterze dydaktycznym, Habilitant nie dokonał podziału na okres przed i po uzyskaniu stopnia doktora i tym samym nie podał, ile dokładnie zajęć prowadził w okresie podlegającym ocenie, czy ilu wypromował

seminarzystów. Podaje, że prowadził zajęcia z kilkunastu przedmiotów z zakresu rynków finansowych oraz że od 2009 roku wypromował 14 dyplomantów i zrecenzował ponad 150 prac licencjackich i magisterskich. Jest także wykładowcą na poziomie podstawowym w Szkole Giełdowej prowadzonej pod patronatem Fundacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Prowadził także inne wykłady z zakresu rynku finansowego. Dwukrotnie otrzymał wyróżnienie Samorządu Studenckiego WNEiZ US w kategorii „przygotowanie merytoryczne”. Jeden raz pełnił funkcję promotora pomocniczego w przewodzie doktorskim. Nie mam zastrzeżeń do tego obszaru działalności Habilitanta i uważam, że ma on potencjał w zakresie rozwoju dydaktycznego. Ocena zdecydowanie pozytywna.

DZIAŁALNOŚĆ ORGANIZACYJNA I POPULARYZATORSKA

Habilitant podejmuje liczną współpracę z podmiotami zajmującymi się promowaniem wiedzy z zakresu rynków finansowych. Pełnił także funkcje w radach nadzorczych spółek. Angażuje się w działalność organizacyjną na macierzystej uczelni (m.in. członek Wydziałowej Komisji Rekrutacyjnej, koordynator przedmiotu, opiekun studentów, członek Zespołu ds. Przygotowania Dokumentacji dla PKA). Habilitant także udziela się aktywnie występując jako ekspert w radiu i telewizji. Jest członkiem Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego. Nie mam zastrzeżeń do pracy organizacyjnej i popularyzatorskiej dra Waldemara Aspдаря. Ocena pozytywna.

Podsumowując, ogólna ocena działalności organizacyjnej i popularyzatorskiej jest pozytywna.

Ocena ogólna

Podsumowując, ocena końcowa powinna stanowić sumaryczne podsumowanie dorobku Habilitanta w zakresie naukowo - badawczym, dydaktycznym i organizacyjnym, przy czym pozytywnej oceny nie można wystawić w przypadku negatywnej oceny działalności naukowej, gdyż to przede wszystkim wkład do nauki decyduje o nadaniu bądź odmowie nadania stopnia. Biorąc pod uwagę nieliczne mocne strony dorobku naukowego, jak i wskazane niedociągnięcia i liczne słabe jego punkty (opisane we wcześniejszej części recenzji), chociaż moja ocena aktywności Habilitanta w obszarze działalności dydaktycznej oraz organizacyjnej jest pozytywna, to w związku z brakiem

wniesienia istotnego wkładu w nauki ekonomiczne w dyscyplinę finanse i tym samym negatywną oceną działalności naukowo – badawczej, ocena całościowa jest negatywna.

W związku z tym nie popieram wniosku o nadanie doktorowi Waldemarowi Aspadarcowi stopnia doktora habilitowanego nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Izabela Truchniebska-Grochalis