

WPLYNEŁO

19-02-2020

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania
Instytut Ekonomii i Finansów
Katedra Finansów i Bankowości

Szczecin, 14.02.2020

OCENA DOROBKU
dr. Waldemara Aspadarca
na potrzeby postępowania habilitacyjnego

1. Wprowadzenie

Niniejsza recenzja została opracowana w związku z postępowaniem habilitacyjnym **dr. Waldemara Aspadarca** wszczętym w dziedzinie nauk ekonomicznych, w dyscyplinie **finanse**.

Zadaniem recenzenta jest:

- (1) ocena osiągnięcia naukowego oraz
- (2) ocena istotnej aktywności naukowej.

Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 r. w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego, kryteria oceny w zakresie osiągnięć naukowo-badawczych habilitanta obejmują:

- 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),
- 2) autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazach lub na liście, o których mowa w punkcie powyżej;
- 3) sumaryczny impact factor publikacji naukowych według listy Journal Citation Reports (JCR), zgodnie z rokiem opublikowania;
- 4) liczbę cytowań publikacji według bazy Web of Science (WoS);
- 5) indeks Hirscha opublikowanych publikacji według bazy Web of Science (WoS);
- 6) kierowanie międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udział w takich



projektach;

- 7) międzynarodowe lub krajowe nagrody za działalność odpowiednio naukową albo artystyczną;
- 8) wygłoszenie referatów na międzynarodowych lub krajowych konferencjach tematycznych.

2. Informacje dotyczące przebiegu kariery Kandydata

Doktor Waldemar Aspadarec ukończył studia magisterskie w 1999 na kierunku Ekonomia o specjalności Finanse i Bankowość na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Po studiach magisterskich rozpoczął pracę jako asystent w Katedrze Finansów na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. W czerwcu 2005 obronił pracę doktorską pt. „Wykorzystanie funkcji prognostycznej kontraktów terminowych na polskim rynku kapitałowym”, napisaną pod kierunkiem prof. dr hab. Waldemara Tarczyńskiego. Od lipca 2005 pracował na stanowisku adiunkta w Katedrze Finansów na tym samym wydziale, a od października 2014 w Katedrze Finansów Instytutu Finansów Wydziału (obecnie Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania).

3. Podstawowe statystyki i ocena dorobku

Dorobek publikacyjny Kandydata po uzyskaniu w 2005 stopnia doktora składa się z 45 prac napisanych samodzielnie lub we współautorstwie. Są to 2 monografie, jedna redakcja monografii, i 42 artykuły naukowe.

Monografie

	samodzielny autor	we współautorstwie
Monografia	2	1
Rozdziały w monografiach	9	0
Redakcja naukowa monografii	1	0

Artykuły

	samodzielny autor	we współautorstwie
Jęz. polski	29	1
Jęz. angielski	3	0

Łączna liczba punktów MNiSW wszystkich opublikowanych prac po doktoracie wynosi 340,23 (lista czasopism punktowanych MNiSW z dnia 9 grudnia 2016 r.). Cytowania w bazie Web of Science (WoS): 0, cytowania w bazie Google Scholar: 24, Indeks Hirscha według WoS: 0; Indeks Hirscha



według Google Scholar wyznaczony za pomocą narzędzia Publish or Perish: 3. Sumaryczny 5-letni współczynnik wpływu (5-year Impact Factor) prac wg listy JCR po doktoracie: 0. Sumaryczny zwykły współczynnik wpływu (Impact Factor) prac według listy JCR po doktoracie: 0.

Jako osiągnięcie naukowe, o którym mowa w art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki, Kandydat przedłożył monografię naukową pt. „*Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie*”.

Licząca 220 stron praca składa się z wprowadzenia, czterech rozdziałów, zakończenia, bibliografii, podsumowania w języku angielskim oraz spisu tabel i rysunków.

Głównym celem monografii habilitacyjnej jest systematyka dorobku teoretycznego dotyczącego rynku funduszy hedgingowych oraz zakotwiczenie funduszy hedgingowych jako innowacji finansowej w teorii finansów. Celem metodologicznym pracy było 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) (Autoreferat, s. 6).

Dla tak określonych celów Habilitant przyjął następujące hipotezy badawcze: (Autoreferat s. 7)

- 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) umożliwi zbadanie zjawiska persystencji stóp zwrotu quasi-funduszy hedgingowych, zarówno od strony zmian rynkowych jak i oceny fundamentalnego celu funduszy tego typu.

Autor zaproponował „autorską metodykę badania persystencji stóp zwrotu funduszy absolutnej stopy zwrotu z wykorzystaniem Absolute Return Index (ARI)” (s. 168). Opis tej miary i zaprezentowany wzór (s. 169) prowadzą do wniosku, że ta „autorska metodyka” sprowadza się do zastosowania wzoru na średnią ważoną stopę zwrotu dla quasi-funduszy hedgingowych, w którym wagami są udziały aktywów poszczególnych funduszy w aktywach funduszy ogółem. Tak obliczona średnia jest benchmarkiem na potrzeby zidentyfikowania dodatniej i ujemnej persystencji stóp zwrotu liczonej na przestrzeni dwóch i czterech kwartałów. Badanie przeprowadzono oddzielnie dla dwóch grup obejmujących: 1) fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) oraz 2) fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ).

Przeprowadzona przez Kandydata analiza wyników quasi-funduszy hedgingowych w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem zjawiska persystencji stóp zwrotu, jest interesująca, poszerzająca wiedzę, skłaniająca do stawiania pytań i dyskusji. Autor ma dużą wiedzę w zakresie rynku kapitałowego, w tym również quasi-funduszy hedgingowych. Sprawnie prowadzi kolejne obliczenia i analizy, dokonuje interpretacji wyników i wyciąga wnioski. Najbardziej wartościową częścią pracy jest, moim zdaniem, rozdział 3.1., w którym Kandydat dokonał oceny wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych. Od strony ściśle naukowej, monografia budzi jednak poważne wątpliwości.

Podstawowy zarzut do monografii i badań Autora sprowadza się do konstatacji, iż nie do końca wiadomo czemu mają służyć przeprowadzone badania. Zadeklarowanym przez Kandydata głównym celem monografii habilitacyjnej „jest systematyka dorobku teoretycznego dotyczącego rynku funduszy hedgingowych oraz zakotwiczenie funduszy hedgingowych jako innowacji finansowej w teorii finansów”. Przyjmuję, że Autor usystematyzował w stopniu dostatecznym dorobek teoretyczny odnoszący się do rynku funduszy hedgingowych. Aczkolwiek i w tym zakresie można mieć wiele uwag szczegółowych. Przykładowo, najważniejsze bazy danych funduszy hedgingowych zaprezentowane w tabeli 3.13. zaczerpnięto z pracy F. Lhabitanta z 2006 roku – trzynastcie lat przed wydaniem pracy Habilitanta. W omawianej dziedzinie to epoka (nie wymieniono np. bazy Prequin Pro). Nie dostrzegam w pracy realizacji drugiej części określonej jako cel główny, tj. „zakotwiczenia funduszy hedgingowych jako innowacji finansowej w teorii finansów”. Nie wiem w jaki sposób Autor zamierzał ten cel osiągnąć i jak osiągnięcie to pokazać.

Metodologicznym celem pracy było „zapropozowanie 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)”. Jak wskazano wyżej, ta „autorska miara” to średnia ważona stopa zwrotu dla quasi-funduszy hedgingowych, w której wagami są udziały aktywów poszczególnych funduszy w aktywach funduszy ogółem. Ustalenie ARI jako benchmarku do oceny wyników quasi-funduszy hedgingowych trudno uznać za „nową metodykę”. Warto również zauważyć, że mimo podziału funduszy na dwie grupy (1. fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz 2. fundusze inwestycyjne zamknięte), w każdej z nich występują fundusze istotnie różniące się pod względem stosowanej strategii inwestycyjnej, w szczególności pod względem rodzaju kupowanych instrumentów i rynków, z których instrumenty te pochodzą. Zupełnie oczywiste jest więc zjawisko persystencji dodatniej rozumianej jako utrzymanie wyników powyżej benchmarku (jak i ujemnej – przy wynikach poniżej benchmarku) odnoszącej się do niektórych funduszy.



Kolejny problem dotyczy tego co w rzeczywistości Autor bada. Utożsamia fundusze hedgingowe (określając je jako quasi-hedgingowe) z funduszami absolutnej stopy zwrotu. Hedging w sensie inwestycyjnym należy rozumieć jako wszelkiego rodzaju strategię polegającą na próbach osiągnięcia zysków niezależnie od zmian rynkowych. Do strategii hedgingowych należą np. arbitraż (m.in. kupowanie tych samych akcji w jednym miejscu, gdzie są minimalnie tańsze i jednocześnie sprzedawanie ich na innej giełdzie, gdzie są minimalnie droższe) i carry trade (czyli pożyczanie waluty kraju o niskiej stopie procentowej oraz lokowaniu środków w walutę kraju o wysokiej stopie procentowej). Badane przez Autora fundusze nie są klasycznymi funduszami hedgingowymi.

W Polsce fundusze absolutnej stopy zwrotu stosują najczęściej tradycyjne strategie inwestycyjne. Przykładowo, uwzględniony w przeprowadzonym w monografii badaniu Fundusz Quercus Stabilny (Parasolowy SFIO) deklaruje na swojej stronie internetowej:

„Fundusz dąży do osiągnięcia wzrostu wartości jednostki uczestnictwa w ujęciu nominalnym (polityka absolute return). Fundusz realizuje założony cel poprzez inwestowanie aktywów w instrumenty akcyjne (od 0% do 50%) oraz instrumenty dłużne (od 0% do 100%), z przewagą instrumentów dłużnych. Większość aktywów funduszu lokowana jest na rynkach krajowych” (<https://www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne/profil-funduszu/QRS19/QUERCUS-Stabilny-%28Parasolowy-SFIO%29.html>). W rzeczywistości Autor badał działające w Polsce i reprezentujące różne strategie fundusze absolutnej stopy zwrotu (zarówno FIO, SFIO jak i FIZ), a nie klasyczne fundusze hedgingowe.

Na podstawie własnych wyliczeń zaprezentowanych w tabeli 4.1. Autor stwierdza, że „na polskim rynku quasi-funduszy hedgingowych wśród FIO i SFIO można wskazać fundusze, które charakteryzują się powtarzalnością dodatnich, ponadprzeciętnych stóp zwrotu, oraz takie, które systematycznie przegrywają z rynkiem” (s. 173). Wśród pierwszej grupy Autor wymienia fundusze: Skarbiec Market Opportunities, Skarbiec Market Neutral, Opera Alfa-plus.pl. (s. 173). Z niewiadomych powodów nie wymienia natomiast funduszu Quercus Stabilny wykazującego lepsze wyniki niż Opera Alfa-plus.pl (tabela 4.1. na s. 172).

Na s. 183 Autor wymienia „fundusze przegrane”, czyli takie, które uzyskują regularnie ujemne stopy zwrotu i utrzymują niskie miejsca w rankingach funduszy inwestycyjnych, konkludując, że „wyniki tej grupy funduszy z całą pewnością pozwalają na stwierdzenie, że nie realizują one strategii funduszy absolutnej stopy” (s. 183). Konkluzja Autora jest zupełnie niezrozumiała i nieuprawniona. Nie jest również spójna przedstawioną na s. 170-171 definicją funduszu absolutnej stopy zwrotu, która nie zawiera warunku uzyskiwania w określonym okresie dodatnich stóp zwrotu. Zrealizowanie się ryzyka inwestycyjnego i wykazanie ujemnych stóp zwrotu w określonym czasie nie może być podstawą oceny o prowadzeniu bądź nieprowadzeniu strategii funduszy absolutnej stopy zwrotu.



W podsumowaniu rozdziału 4 Autor stwierdza: „Odnosząc się do wyników badań zawartych w literaturze zachodniej, można stwierdzić, że podobnie jak na rynkach rozwiniętych, również w Polsce persystencja stóp zwrotu funduszy występuje jedynie w krótkim okresie i zanika wraz z jego wydłużaniem” (s. 188), konkludując dalej, że „(...) mimo wielu badań nie występuje jednomyślność co do tego, czy wyniki funduszy hedgingowych utrzymują się czy nie” (s.188).

Reasumując, mimo wartościowych, interesujących i inspirujących treści znajdujących się w omawianej monografii, nie zawiera ona, moim zdaniem, koncepcji, propozycji i wyników badań, które można uznać za znaczące osiągnięcie naukowe stanowiące wkład do dyscypliny finansów.

Uwzględniając powyższe, całościowa ocena przedłożonej przez Kandydata monografii habilitacyjnej jest negatywna.

4. Ocena innych osiągnięć naukowo-badawczych Habilitanta

Dorobek naukowy Kandydata poza omówioną wcześniej monografią można określić jako satysfakcjonujący. Są to badania związane z osiągnięciem podjętym w monografii habilitacyjnej zarówno bezpośrednio (dalsze prace metodyczne i wyniki badań), jak i pośrednio, jak również niezwiązane z nią, a wynikające z innych zainteresowań badawczych Habilitanta.

Po uzyskaniu w 2005 roku stopnia doktora nauk ekonomicznych Kandydat opublikował samodzielnie lub we współautorstwie 2 monografie (w tym habilitacyjną) oraz 42 artykuły naukowe, jest również redaktorem 1 monografii. Kandydat nie posiada publikacji w znaczących czasopismach znajdujących w bazie Journal Citation Reports (JCR) z Impact Factor (IF) (z tzw. listy filadelfijskiej).

Do oceny Kandydat przedłożył 10 prac reprezentujących trzy główne nurty Jego zainteresowań naukowych.

I. Fundusze hedgingowe i fundusze sovereign wealth - istota, podobieństwa i różnice

1. Aspadarec W. (2015), *Fundusze hedgingowe - definicja i tendencje rozwoju*, „*Ekonomista*”, nr 6, s. 892-909.
2. Aspadarec W. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*, „*Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne*”, nr 106, s. 34-43.
3. 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, s. 7-24.

II. Ocena efektywności funduszy hedgingowych



4. Aspadarec W. (2013), *Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych*, „Finanse”, Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, nr 1, s. 9-26.
5. Aspadarec W. (2014), *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge po doświadczeniach kryzysu finansowego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 371, s. 11-22.
6. 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, s. 11-24. Wkład Habilitanta wynosi 75%.

III. Związek inwestorów finansowych z rynkiem towarowym

7. Aspadarec W. (2013), *Kryzys finansowy a finansyzacja rynków towarowych*, „Management and Business Administration. Central Europe”, vol. 21, no. 2, s. 23-37.
8. 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, s. 343-355.
9. Aspadarec W. (2013), *Transparentność funduszy hedgingowych a ryzyko systemowe*, „Bezpieczny Bank”, nr 1, s. 54-76.
10. 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, s. 19-30.

Po zapoznaniu się z przedłożonymi publikacjami stwierdzam, że są to wartościowe i interesujące opracowania naukowe. Zostały one opublikowane w znanych i renomowanych czasopismach („Economista”, „Finanse”, „Bezpieczny Bank”) i wydawnictwach (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Uniwersytet Szczeciński). Prace te poszerzają wiedzę i wnoszą wkład do nauki w dyscyplinie finansów. Z uwagi na pozytywną ocenę tej części dorobku Kandydata, odstępuję od szczegółowego omawiania poszczególnych artykułów.

Dr Waldemar Aspadarec brał regularnie udział w badaniach finansowanych ze środków przeznaczonych na działalność statutową. Był wykonawcą w jednym projekcie badawczym finansowanym z Narodowego Centrum Nauki. Uczestniczył także w trzech innych projektach (Autoreferat, s. 26) współfinansowanych ze środków UE. Niestety żaden z tych czterech projektów nie był związany z tematyką monografii (osiągnięcia naukowego). Ocena tego obszaru aktywności Kandydata jest niska, ale pozytywna.



Kandydat uczestniczył w 18 międzynarodowych i krajowych konferencjach naukowych, na których prezentował referaty. Pełni rolę promotora pomocniczego w otwartym przewodzie doktorskim. Od 2019 jest członkiem redakcji czasopisma „Economics”, w 2018 był redaktorem prowadzącym czasopisma naukowego Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Nr 521.

Reasumując, aktywność i osiągnięcia w zakresie publikacyjnym (poza ocenioną wcześniej monografią) i badawczym (granty) są satysfakcjonujące.

5. Ocena w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego, działalności organizacyjnej oraz współpracy z zagranicą

Działalność dydaktyczna Kandydata jest w pełni zgodna z wymogami stawianymi przed pracownikami naukowo-dydaktycznymi na uczelniach wyższych (Autoreferat, s. 28-29). Dodatkowo Habilitant jest wykładowcą w programie Szkoła Giełdowa, prowadzonym przez Fundację Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) pod honorowym patronatem GPW. Prowadzi wykłady gościnne w ramach cyklicznych przedsięwzięć popularyzatorskich, m.in. na Akademii Seniora, Festiwalu Nauki. Jest członkiem Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, Towarzystwa Wiedzy Powszechnej i Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Publikował artykuły popularyzujące wiedzę m.in. „Rzeczpospolitej”, „Gazecie Wyborczej” i „Parkiecie”. Od 2012 regularnie występuje w Radio Szczecin jako komentator zagadnień ekonomicznych. Jest również aktywnym wykonawcą projektów na rzecz praktyki gospodarczej. Aktywność dr. Waldemara Aspadarca w popularyzowaniu wiedzy jest zdecydowanie ponadprzeciętna.

Współpraca z zagranicą jest niestety zaledwie śladowa i sprowadza się do krótkiego stażu odbytego we wrześniu 2017 roku na Uniwersytecie w Messynie (prawdopodobnie w ramach programu Erasmus) oraz udziału w jednej konferencji w Mediolanie. Ocena w tym zakresie jest jednoznacznie negatywna.

Po zapoznaniu się z przedstawioną w autoreferacie aktywnością Kandydata w zakresie dydaktyki, działalności organizacyjnej i popularyzatorskiej stwierdzam, że we wszystkich tych obszarach Habilitant wykazuje się odpowiednim, a w przypadku działalności popularyzatorskiej zdecydowanie wyróżniającym się, dorobkiem i dlatego ocena w tym zakresie jest pozytywna. Negatywnie natomiast należy ocenić aktywność Habilitanta w obszarze współpracy z zagranicą.



6. Podsumowanie dorobku naukowego i ocena końcowa

Sumaryczna ocena dorobku opiera się w decydującej mierze na ocenie przedłożonego osiągnięcia naukowego. Ocena przedstawionej przez Habilitanta jako osiągnięcie naukowe monografii pt. „*Rynek funduszy hedgingowych. Persystencja stóp zwrotu. Metodologia i badanie*” jest negatywna. Niesatysfakcjonująca jest również aktywność Habilitanta w obszarze współpracy międzynarodowej. Dlatego mimo pozytywnej oceny przedłożonych przez Kandydata pozostałych publikacji naukowych oraz satysfakcjonującej oceny aktywności w zakresie kierowania międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udziału w takich projektach, a także pozytywnej oceny w zakresie dorobku dydaktycznego, organizacyjnego i popularyzatorskiego, ostateczna ocena jest negatywna, co oznacza odmowę poparcia wniosku dr. Waldemara Aspadarca o nadanie stopnia naukowego doktora habilitowanego nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

