

Poznań, dnia 8 września 2017 r.

Prof. zw. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych

### **Recenzja pracy doktorskiej**

**mgr. Michała Falkowskiego, pt. „Wpływ działalności funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe”, Szczecin 2017, ss. 299, przygotowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Piotra Szczepankowskiego, prof. WSFiZ w Warszawie przy współdziałaniu promotora pomocniczego dr Agaty Sierpińskiej-Sawicz, przedłożonej na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego**

#### **1. Podstawa opracowania recenzji**

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Dziekana Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie, prof. zw. dr. hab. Waldemara Tarczyńskiego, z dnia 28 czerwca 2017 r., w sprawie powierzenia mi obowiązków recenzenta rozprawy doktorskiej mgr. Michała Falkowskiego.

#### **2. Informacja ogólna**

Podjęta w rozprawie doktorskiej przez mgr. Michała Falkowskiego kwestia wpływu funkcjonowania funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe i ocena zagrożeń, jakie one powodują dla stabilności systemu finansowego, jest zagadnieniem ważnym i aktualnym zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki rynku finansowego, ale jednocześnie nie jest prostym zagadnieniem badawczym. Problematyka stabilności finansowej systemu gospodarczego zawsze była przedmiotem zainteresowań polityków i specjalistów rynku finansowego z racji dążenia do równowagi makroekonomicznej, ale nabrała szczególnej aktualności i znaczenia w okresie kryzysu finansowego pierwszej dekady XXI w. wywołując ożywioną dyskusję teoretyczną i podejmowanie prób przeciwdziałania jej zachwianiu - poprzez instytucjonalne regulacje i tworzenie nowego ładu korporacyjnego.

Można zatem stwierdzić, że występują bardzo mocne argumenty podkreślające, iż podjęte przez Doktoranta zagadnienie badawcze jest istotne i ważne – zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia oraz posiada rangę zasługującą w pełni na realizację w pracy awansowej na stopień doktora nauk ekonomicznych.

Recenzowana praca ma charakter teoretyczno-empiryczny, co daje możliwość wykazania się szerokim zakresem wiedzy i umiejętności Doktoranta oraz dowodzi znaczącego spektrum Jego zainteresowań oraz umiejętności warsztatowych. Jednocześnie wspomniany charakter rozprawy sprawia, że praca jest bardzo interesująca w swej warstwie poznawczej. Autor wykazał się dobrą znajomością problematyki i swobodą poruszania się w literaturze przedmiotu, głównie anglojęzycznej. Ponadto w części empirycznej pracy udowodnił swoje umiejętności posługiwania się metodami ilościowymi do oceny zakresu i źródeł ryzyka systemowego generowanego przez działalność funduszy hedgingowych.

Mgr M. Falkowski postawił sobie w realizowanej rozprawie doktorskiej bardzo interesujące cele. Z uwagi na dość nikle w polskim piśmiennictwie rozważania na temat mechanizmu oddziaływania funduszy hedgingowych na kreowanie ryzyka systemowego zdecydował się podjąć tę tematykę, co upoważnia mnie do stwierdzenia, że badania przeprowadzone w Jego rozprawie doktorskiej są oryginalne i nowatorskie. Ponadto w rozprawie analizie poddano związek stóp zwrotu w różnorodnych strategiach funduszy hedgingowych z generowaniem ryzyka systemowego. Tak określony cel dysertacji umożliwia ocenę efektów oddziaływania funduszy hedgingowych na poziom ryzyka systemowego.

W swojej rozprawie Doktorant postanowił zweryfikować następującą główną hipotezę badawczą: **w prowadzonych strategiach inwestycyjnych fundusze hedgingowe uwzględniają ryzyko systemowe.**

W celu potwierdzenia jej zasadności – Autor poddał weryfikacji empirycznej siedem hipotez cząstkowych, dotyczących:

- większej koncentracji w strategiach funduszy hedgingowych na ograniczaniu ryzyka aniżeli na zwiększaniu stóp zwrotu, wskutek zmian w strukturze inwestorów(1);
- osiągnięcia słabszych wyników przez fundusze hedgingowe generujące ponadprzeciętne ryzyko systemowe od funduszy skoncentrowanych na ograniczaniu tego ryzyka, bez względu na warunki koniunkturalne na rynku(2);
- generowania przez fundusze hedgingowe mniejszego poziomu ryzyka po okresie kryzysu lat 2007-2009 (3);
- zmiany priorytetów w zarządzaniu funduszami hedgingowymi, gdyż ryzyko systemowe jest odwrotnie proporcjonalne do poziomu ryzyka indywidualnych podmiotów(4);
- zwiększania przez ryzyko systemowe prawdopodobieństwa upadku funduszu hedgingowego (5);
- wzrostu znaczenia funduszy hedgingowych na rynku ma wpływ na generowanie ryzyka systemowego (6);

- kreowania przez fundusze hedgingowe ryzyka systemowego – w wyniku ich wpływu na zakłócenia zdolności banków do efektywnego dostarczania kredytów sferze realnej gospodarki, co wpływa na stabilność finansową (7).

Przyjęte zadania wymagają bez wątpienia potwierdzenia umiejętności warsztatowych i analityczno-interpretacyjnych, co z całą mocą należy podkreślić, a rezultaty pracy należy uznać za dojrzałe i twórcze. Podjęty problem badawczy wymagał od Doktoranta opanowania wiedzy zarówno z zakresu teorii finansów, rynków finansowych, struktury podmiotowej i przedmiotowej rynku finansowego, makroekonomii i bankowości, a także umiejętności wykorzystania metod ilościowych w ocenie zjawisk ekonomicznych – zarówno z zakresu statystyki i ekonometrii. Tę wiedzę, na dobrym poziomie, w swojej rozprawie doktorskiej mgr Michał Falkowski w pełni udowodnił.

### 3. Charakterystyka struktury pracy doktorskiej

Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów o zróżnicowanej objętości, podsumowania oraz załączników statystycznych. Każdy rozdział zamyka podsumowanie.

Z uwag ogólniejszej natury z racji funkcji recenzenta pragnę wskazać, że brak jest w rozprawie (albo we wstępie lub w stosownym rozdziale analitycznym lub rozpoczynającym badanie empiryczne) **syntetycznej prezentacji przyjętej procedury badawczej i etapów jej realizacji oraz powiązania powyższych kwestii z weryfikacją przyjętych hipotez**. Szczególnie ważne jest uporządkowanie i systematyzacja zastosowanych metod badawczych i miar oraz ich odniesienie do weryfikacji hipotez badawczych; jest to ważne ze względu na wielość stosowanych metod w niniejszej rozprawie na różnych etapach jej realizacji. **Przydałby się tutaj we wstępie (lub w innym miejscu rozprawy) schemat procedury badawczej, co ułatwiłoby percepcję wątku empirycznego i dowodowego dysertacji**.

Jeśli natomiast chodzi o strukturę i przyjętą kolejność rozdziałów, uważam, że jest ona nieco dyskusyjna. Uzasadnienie mojego poglądu wywodzę z analizy tytułu rozprawy, gdzie kluczowym problemem i jej przedmiotem badawczym, według mnie, jest ryzyko systemowe i jego uwarunkowania, natomiast fundusze hedgingowe są tylko podmiotami poddanymi ocenie w kontekście szerszego zjawiska, jakim jest ryzyko systemowe. Stąd na pierwszy plan w rozprawie powinna być wyeksponowana kwestia istoty i źródeł ryzyka systemowego, a dopiero potem miejsca i znaczenia oraz pomiaru wpływu funduszy hedgingowych w jego kreowaniu. W kontekście moich uwag logicznie i merytorycznie rozdział czwarty winien inicjować rozprawę. Oczywiście zdaję sobie sprawę, że zarówno Autor i Promotorzy mogli

przyjąć inną konwencję i perspektywę ontologiczną, dlatego przyjęta kolejność rozdziałów jest inna niż wskazana przez recenzentkę. Pomimo tych zastrzeżeń uważam, że przedłożona rozprawa dowodzi umiejętności stawiania i rozwiązywania problemów badawczych przez Doktoranta.

Rozdział pierwszy, pt. *Istota działalności funduszy hedgingowych*, charakteryzuje istotę hedgingu i funkcjonowanie funduszy hedgingowych. Usystematyzowano w nim różnorodne, wybrane definicje funduszy hedgingowych, których jest bardzo dużo, eksponując trzy podejścia ich definiowania, tj. - generowanie absolutnych stóp zwrotu jako ich wyróżnik, lub kładąc nacisk na rodzaje potencjalnych transakcji lub wykorzystywanych instrumentów, jak i stosowanie dźwigni finansowej lub inne – akcentujące inne cechy funduszy hedgingowych. Następnie przedstawiono genezę i historię ich rozwoju w latach 1949-2015. Ponadto rozdział ten zawiera rozważania Autora na temat klasyfikacji funduszy hedgingowych i wskazuje na czynniki odróżniające fundusze hedgingowe wśród instytucji zbiorowego inwestowania. Dalszą część rozdziału poświęcono prawnym i organizacyjnym formom prowadzenia przez nie działalności oraz cechom funduszy hedgingowych. Końcowa część rozdziału przedstawia poświęcone regulacjom dotyczącym funduszy hedgingowych oraz perspektywom rozwoju ich rynku.

Rozdział drugi poświęcony został *Strategiom inwestycyjnym funduszy hedgingowych*. Zawarto w nim komentarze poświęcone ogólnym cechom polityki inwestycyjnej funduszy hedgingowych. Następnie przedstawiono charakterystykę i ocenę strategii inwestycyjnych stosowanych przez fundusze hedgingowe. Autor zaprezentował tu też własną klasyfikację strategii inwestycyjnych, zastosowaną w Jego późniejszych badaniach. Celem było usystematyzowanie najczęściej rozpoznawanych strategii. Rozdział zamyka analiza rodzajów ryzyka wynikających ze stosowanych przez fundusze strategii, pozwalająca na identyfikację potencjalnych zagrożeń dla rynku finansowego, a będących konsekwencją realizacji określonych strategii inwestycyjnych funduszy hedgingowych.

W rozdziale trzecim, zatytułowanym *Efektywność działalności funduszy hedgingowych*, podniesiono wszystkie istotne kwestie dotyczące oceny efektywności funduszy hedgingowych i sposoby jej pomiaru. W dalszej kolejności rozważano dylemat, czy mogą one wypracować dodatnia stopę zwrotu wyższą od inwestycji uznawanej za wolną od ryzyka, bez względu na sytuację koniunkturalną. By móc udzielić odpowiedzi na to pytanie – przeprowadzono analizę wyników działalności funduszy hedgingowych na przykładzie najczęściej stosowanych strategii inwestycyjnych w latach 1997-2015. Rozpatrywano również

szczególnie starannie wyniki funduszy w okresie kryzysu finansowego u schyłku pierwszej dekady XXI wieku.

W rozdziale czwartym, zatytułowanym *Fundusze hedgingowe a ryzyko systemowe*, poświęconym ich relacjom, przeprowadzono jakościową ocenę oddziaływania funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe. Rozważania zawarte w tym rozdziale posłużyły Autorowi do analizy cząstkowych hipotez badawczych dotyczących priorytetów strategii inwestycyjnych funduszy hedgingowych oraz ich oddziaływania na stabilność finansową. Oddziaływanie funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe może być rozpatrywane w kontekście wpływu na stabilność finansową lub z perspektywy inwestora. Stąd ważne było przedstawienie w nim definicji ryzyka systemowego – z punktu widzenia makro i mikroekonomicznego oraz ukazanie sposobów jego pomiaru – w czterech grupach wskaźników.

Fundusze hedgingowe wpływają na ryzyko w sposób bezpośredni i pośredni, poprzez oddziaływanie na: płynność rynku, wycenę instrumentów finansowych, asymetrię informacji, wykorzystanie instrumentów pochodnych, generowanie nadmiernej zmienności oraz korelacji z rynkiem. W dalszej części rozdziału rozpatrywano klasyfikację metod rozpraszania ryzyka systemowego oraz perspektywy zarządzania ryzykiem

Rozdział piąty, zatytułowany *Ocena poziomu ryzyka systemowego generowanego przez fundusze hedgingowe*, jest kluczowym fragmentem rozprawy, ponieważ w nim ogniskują się badania empiryczne umożliwiające weryfikację przyjętych w rozprawie hipotez.

W tym rozdziale przedstawiono mierniki ryzyka systemowego w postaci rozmaitych formuł wartości narażonej na ryzyko i uzasadniono jej wybór w rozprawie doktorskiej oraz scharakteryzowano bazę wyników funduszy hedgingowych BarclayHedge – z 4764 podmiotów z okresu od stycznia 1994 do trzeciego kwartału 2015 r., usystematyzowanych wg stosowanych przez nie strategii. Ocenę ryzyka systemowego przeprowadzono w ujęciu miesięcznym, a za systemową podstawę odniesienia przyjęto indeks S&P500.

W rozdziale skomentowano wyniki badań empirycznych, a uzyskane wyniki umożliwiły wyznaczenie poziomu ryzyka generowanego przez poszczególne fundusze hedgingowe oraz przeprowadzenie analizy z punktu widzenia indywidualnych miar ich ryzyka. Jednocześnie podjęto próbę określenia wpływu funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe w różnych warunkach inwestycyjnych ( z punktu widzenia koniunktury gospodarczej), by móc zweryfikować hipotezy badawcze.

W podsumowaniu rozprawy przedstawiono syntezę wnioskową, wynikającą z przeprowadzonych badań empirycznych. Załączony aneks zawiera w tabelach szczegółowe wyniki analiz i dodatkowe wykresy wspomagające wywód Autora.

#### **4. Zalety rozprawy doktorskiej**

Praca mgr. Michała Falkowskiego wnosi nowe, twórcze wątki z zakresu badań nad funkcjonowaniem rynków finansowych w kontekście ich struktury podmiotowej i przedmiotowej oraz wykorzystania metod ilościowych w jej ocenie. Jej wkład polega na próbie oceny znaczenia funduszy hedgingowych w kształtowaniu ryzyka systemowego.

Tym samym rozważania Autora przyczyniają się do pogłębienia wiedzy w dyscyplinie finanse i są niewątpliwym wartościowym elementem dorobku naukowego Doktoranta. Rozprawa poświęcona podjętej problematyce jest niewątpliwie wyzwaniem badawczym, wymagającym od mgr. M. Falkowskiego bardzo dobrego poznania, rozeznania i odczytania z zakresu funkcjonowania globalnych rynków finansowych i funduszy hedgingowych, co wskazałam w pierwszej części recenzji; wymaga poza tym umiejętności analitycznych i interpretacyjnych w odniesieniu do niezbędnego materiału empirycznego. W swojej rozprawie doktorskiej umiejętności te Autor w pełni udowodnił.

Poza tym z kart pracy przebija bardzo dobra znajomość najnowszej literatury dotyczącej teorii i praktyki funkcjonowania funduszy hedgingowych na świecie. Mgr M. Falkowski wykorzystał w swej rozprawie głównie literatura zagraniczną, anglojęzyczną i wspomagając się niewielkim zakresem polskim piśmiennictwem.

Wśród innych, bardzo ważnych walorów recenzowanej rozprawy należy podkreślić przeprowadzone autorskie, modelowe badanie empiryczne dotyczące oceny oddziaływania funduszy hedgingowych i prowadzonych przez nie strategii na ryzyko systemowe. We wspomnianych badaniach wykorzystano miernik CoVaR, zaproponowany przez Adriana i Brunnermeiera będący warunkową wielkością narażoną na ryzyko pojedynczej instytucji finansowej(lub systemu) zależnej od pewnego zdarzenia kryzysowego, które negatywnie wpływa na wartość aktywów tej instytucji. Zaletą tego miernika jest uwzględnianie negatywnych efektów zewnętrznych wynikających z powiązań między funduszami hedgingowymi i instytucjami finansowymi.

Powyższa analiza ilościowa stanowi wartość dodaną rozprawy i jest jej twórczym elementem. O wartości rozprawy przesądza jakość empirycznych badań w rozdziale piątym.

Metodyka przeprowadzonych analiz empirycznych dowodzi posiadania przez Doktoranta umiejętności instrumentalizacji teoretycznych zagadnień funkcjonowania funduszy hedgingowych i świadczy o opanowaniu warsztatu naukowego, ponieważ Autor swobodnie porusza się wśród metod ilościowych zastosowanych do generowania ryzyka systemowego przez badane podmioty w recenzowanej pracy. Na podkreślenie zasługuje też duża ostrożność wnioskowa przy interpretacji wyników badań ekonometrycznych.

Poniżej wskazałabym na mocne strony rozprawy:

1. W polskim piśmiennictwie ekonomicznym brak było dotąd badań poświęconych ocenie wpływu funduszy hedgingowych na ryzyko systemowe. Recenzowana rozprawa jest pierwszą tego rodzaju publikacją, co ma walory nowości i oryginalności.
2. Nie było w polskiej literaturze przedmiotu badań funduszy hedgingowych w tak długim okresie i w odniesieniu do tak bogatej bazy empirycznej.
3. Autor stara się formułować jak najwięcej wniosków z przedstawionych analiz. Próbuje opisać wpływ funduszy hedgingowych w różnych uwarunkowaniach koniunkturalnych. (rozdział V). Trudno nie doceniać walorów otrzymanych w pracy rezultatów analiz.
4. Podsumowanie i wnioski w rozdziale piątym są sformułowane profesjonalnie i można je zaakceptować jako ważne osiągnięcie Autora.
5. Ze względu na oryginalność rozprawy i nowatorską problematykę sugerowałabym przygotowanie jej do publikacji książkowej.

## **5. Słabości merytoryczne pracy doktorskiej**

Recenzowana rozprawa doktorska, skądinąd bardzo interesująca w swej warstwie teoretycznej i empirycznej, posiada, jak każda praca, pewne niedostatki czy elementy dyskusyjne, które z racji funkcji recenzenta jestem zobowiązana wskazać.

1. Jak już wspomniałam wcześniej – brakuje we wstępie lub innym stosownym rozdziale, według mnie – zarysowania własnej koncepcji badawczej Autora w rozprawie. W tymże miejscu dobrze byłoby zawrzeć schemat przyjętej autorskiej procedury badawczej, z układem kolejnych etapów rozważań, prowadzących do weryfikacji hipotez badawczych. Byłby to „swoisty przewodnik” po zawilościach rozwijanych wątków merytorycznych dysertacji. Przy całym szacunku dla Autora za przeprowadzone badanie empiryczne, które bardzo wysoko cenię, wskazane byłoby objaśnienie na schemacie, pokazującym kolejne kroki analizy merytorycznej i ekonometrycznej. W toku rozważań – taki schemat objaśniający tok postępowania i wnioskowania ułatwiłby percepcję rozważań i czyniłby

wywody jaśniejszymi i bardziej wymownymi. Jego brak zubaża i utrudnia docenienie walorów rozprawy oraz jest wyrazem jej słabości warsztatowej. Radziłabym wykorzystać tę uwagę w przyszłości. Schemat pozwala na uporządkowanie i systematyzację rozważań, a jednocześnie dyscyplinuje samego badacza.

2. Uwagę merytoryczną mam także do wstępu, gdzie w ostatnim akapicie Autor stwierdza, że **...badania wykazały, że fundusze hedgingowe mają wpływ na ryzyko systemowe, ale nie uwzględniają go w strategiach inwestycyjnych (s.14)**. Zapytuję uprzejmie, jak można wnioski z rozprawy, wynikające dopiero z badania w rozdziale piątym, wpisać już do wstępu? Przecież to miał dopiero Autor dowieść! To – po co ta rozprawa, skoro Autor już wie, jak będzie! Tego rodzaju zapis w treści wstępu jest błędny logicznie.
3. Wskazałam wcześniej uwagę co do konstrukcji rozprawy – kwestionując umieszczenie rozdziału o ryzyku na czwartej pozycji w rozprawie. Moim zdaniem, od niego powinna zaczynać się rozprawa. Argumenty na ten temat wskazałam wyżej (s.3).
4. Dyskusyjne jest, iż Autor powtarza w różnych miejscach niektóre stwierdzenia wcześniej zawarte w rozprawie, np. na s.156...iż fundusze hedgingowe były jednymi z najszybciej rozwijających się podmiotów sektora finansowego. Sczytując starannie tekst – należałoby je wyeliminować, by poprawić czytelność i spójność tekstu, zważywszy na mój wniosek publikacji rozprawy. Podobnie jest na s.216 - powtórzenia dotyczą stwierdzenia, że ...coraz większy udział w aktywach funduszy hedgingowych mają inwestorzy instytucjonalni.
5. s.174 – brak jest analizy strategii funduszy hedgingowych w krótkim okresie (jest ranking, ale brak komentarza jak przy długim okresie).
6. s.186 –pkt.4.2. *Istota ryzyka systemowego* powinien znaleźć się na początku rozdziału czwartego inicjując go, przed pkt.4.1. *Ryzyka kreowane przez fundusze hedgingowe*. Wynika to z logiki wyводу i prowadzenia rozważań.
7. Zakończenie rozprawy budzi moje wątpliwości, ponieważ część jego stanowi „streszczenie” działań podjętych w pracy doktorskiej, a tak być nie powinno. Uważam, że do publikacji powinno ono zostać skorygowane poprzez usunięcie elementów „streszczenia”.

## 6. Uwagi szczegółowe

Choć praca napisana jest poprawnym językiem i czyta się ją ze zrozumieniem i przyjemnością (mimo podjęcia poważnych zagadnień), to dostrzegłam w niej niewielkie usterki edytorskie.



Jest w rozprawie trochę literówek ( s.90, s.164, s.193, s.214) i sporo błędów interpunkcyjnych. Tych niedostatków pracy nie będę szczegółowo wskazywała, bo do publikacji powinna być zrobiona staranna korekta redakcyjna, więc mam nadzieję, że te błędy zostaną wyeliminowane.

s.8 – błąd ortograficzny: słowo „cechuje” piszemy przez „ch”.

s.29 – w tabeli 1.2. na jej szóstym poziomie brak określenia 1999r.- wzrosty **czego??**

w tej samej tabeli tytuł na poziomie siódmym jest niefortunnie sformułowany - **„Okres po kryzysie finansowym w latach 2007-2009”**. Sugeruje on brak ograniczenia czasowego, tym bardziej, że w pracy dalej analizowane są zdarzenia do 2015r.

s.35 – nie można pisać o likwidacji funduszu LCTM w 2000 r. i powoływać się na publikację z 1999 r. Endlicha i Sachsa.

s.37 – w tabeli 1.5. brak precyzji w określeniu „stopa procentowa”. Banki mają różne stopy procentowe, więc trzeba je wyraźnie nazwać! referencyjna ? podstawowych operacji banku centralnego? itp.

s.38 – w pierwszym akapicie nie określono, gdzie środki zgromadzone przez FH osiągnęły rekordową kwotę? W USA, na świecie?

s.68 – rysunek 1.9. nie jest jasny mimo komentarzy.

s.93 – pierwsze zdanie pkt.2.1. jest niejasne.

s.155 – słowo „ryzyko” występuje tylko w liczbie pojedynczej a nie mnogiej.

- dla jakiego okresu sporządzony jest rys.3.8.

s.205 – błąd ortograficzny: „w skutek”, prawidłowo powinno być razem „wskutek”.

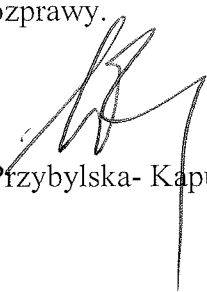
## 7. **Konkluzja**

Mgr Michał Falkowski w przedłożonej rozprawie udowodnił posiadane predyspozycje do prowadzenia samodzielnej pracy badawczej i w sposób oryginalny rozwiązał postawione zadanie badawcze. Jednocześnie Autor wykazał się ogólną wiedzą teoretyczną w dyscyplinie finanse i bardzo dobrą znajomością analizowanej problematyki rynków finansowych i funduszy hedgingowych w kontekście teoretycznym i empirycznym. Dowiódł dużej erudycji, znajomości przedmiotowej literatury oraz umiejętnościami krytycznej oceny prezentowanych i analizowanych zagadnień.

Mgr Michał Falkowski w swej pracy doktorskiej podjął niełatwy merytorycznie i instrumentalnie problem badawczy; wykazał się wiedzą teoretyczną, jak również umiejętnościami z zakresu operacjonalizacji zagadnień dotyczących globalnych rynków

finansowych i funduszy hedgingowych. Z racji podjęcia nowatorskiej i oryginalnej tematyki uważam, że należałoby opublikować Jego rozprawę, po wniesieniu sugerowanych przez recenzentkę korekt.

W świetle powyższych opinii, stwierdzam niniejszym że rozprawa mgr. Michała Falkowskiego spełnia w satysfakcjonującym stopniu wymogi merytoryczne i formalne stawiane pracom doktorskim w Ustawie o stopniach naukowych i tytule naukowym z dnia 14 marca 2003 r. (Dz. U., nr 65, poz. 595, art. 13.1). Wnoszę zatem o przyjęcie rozprawy i dopuszczenie Doktoranta do publicznej obrony przedłożonej rozprawy.



Wiesława Przybylska- Kapuścińska