

Gdańsk, 21.09.2026 r.

dr hab. Adam Marszk, prof. PG
Wydział Zarządzania i Ekonomii
Politechnika Gdańska

RECENZJA

dorobku naukowego w postępowaniu habilitacyjnym
dr Ewy Feder-Sempach
w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse

Podstawy opracowania recenzji

Poniższa recenzja została przygotowana na podstawie pisma Przewodniczącej Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, dr hab. Ewy Kusideł, prof. UŁ, z dnia 15.06.2026 (w którym zostałem wymieniony jako recenzent wyznaczony przez Radę Doskonałości Naukowej), oraz kompletu dostarczonej dokumentacji (otrzymanej w lipcu 2026 r.), w szczególności kopii dyplomu doktora, autoreferatu, wykazu osiągnięć naukowych, cyklu publikacji stanowiących główne osiągnięcie naukowe, oświadczeń współautorów publikacji oraz potwierdzenia odbytych wizyt w zagranicznych ośrodkach naukowych (w wersji papierowej); pozostała dokumentacja została przesłana w formie elektronicznej.

Pismo oraz dokumentacja dotyczą wniosku dr Ewy Feder-Sempach (dalej: Habilitantki) z dnia 11 marca 2026 r. złożonego do Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego za pośrednictwem Rady Doskonałości Naukowej o przeprowadzenie postępowania w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Podstawą prawną recenzji jest ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce – recenzja została wykonana na podstawie stanu prawnego z dnia 15.06.2026 r., tj. daty wspomnianego powyżej pisma Przewodniczącej Komisji.

Głównym przedmiotem niniejszej recenzji jest osiągnięcie naukowe w formie cyklu publikacji pt. „Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej”.

Wstęp

Dr Ewa Feder-Sempach uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego w 2010 r. (dostarczono kopię dyplomu), tym samym spełnia pierwsze i podstawowe kryterium wymienione w art. 219 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. W 2004 r. ukończyła studia magisterskie na kierunku stosunki międzynarodowe (specjalność finanse międzynarodowe) a w 2020 r. studia magisterskie na kierunku filologia angielska – w obu przypadkach na Uniwersytecie Łódzkim. Od 2009 r. jest zatrudniona na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego, początkowo jako asystent, następnie jako adiunkt. W trakcie zatrudnienia pełniła liczne funkcje organizacyjne i naukowe oraz brała udział w konferencjach naukowych, projektach badawczych i odbyła staże naukowe. Jej główne obszary badawcze i dydaktyczne to rynki finansowe, analiza portfelowa, finanse międzynarodowe i ekonometria finansowa.

Ocena głównego osiągnięcia naukowego – cyklu powiązanych tematycznie publikacji naukowych

W tej części recenzji ocenione zostanie spełnienie przez Habilitantkę drugiego wymogu wskazanego w art. 219 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, czyli posiadanie w dorobku osiągnięcia naukowego albo artystycznego, stanowiącego znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny (tj. ekonomia i finanse ze względu na obszar wskazany we wniosku). Habilitantka jako wspomniane osiągnięcie podała cykl artykułów naukowych pt. „Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej”.

Wskazany cykl publikacji składa się z 11 artykułów z lat 2016-2026, przygotowanych w języku angielskim. Zgodnie z numeracją użytą w autoreferacie (numeracja ta będzie wykorzystywana też w niniejszej recenzji) artykuły to:

- [1] Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Bogołębska, J. (2026). Can precious metals act as safe-haven or hedge assets in capital markets of China?. *The Chinese Economy*, 59(2), 141-159.
- [2] Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Bogołębska, J. (2025). BRICS currencies as safe havens and hedges: An empirical analysis of their potential for G7 stock markets before and during the COVID-19 pandemic. *Economic and Political Studies*, 13(1), 70-97.
- [3] Szczepocki, P., & Feder-Sempach, E. (2025). The assessment of the COVID-19 pandemic's impact on the level of market risk in European companies on the basis of structural changes in the CAPM model. *Wiadomości Statystyczne. The Polish Statistician*, 70(4), 1-21.
- [4] Feder-Sempach, E. (2024). Portfolio Management in Times of Elevated Risk. Safe-Haven and Hedge Assets in CAPM Setting. *Finanse i Prawo Finansowe, Sp. Issue*, 41-59.
- [5] Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Bogołębska, J. (2024). Global uncertainty and potential shelters: gold, bitcoin, and currencies as weak and strong safe havens for main world stock markets. *Financial Innovation*, 10(1), 67.

[6] Feder-Sempach, E., Szczepocki, P., & Dębski, W. (2023). What if beta is not stable? Applying the Kalman filter to risk estimates of top US companies over the long time horizon. *Bank i Kredyt*, 54(1), 25-44.

[7] Feder-Sempach, E., & Miziolek, T. (2023). How precisely European equity ETFs mirror their flagship benchmarks? Evidence from funds replicating performance of Euro Stoxx 50 Index. *Journal of Asset Management*, 24(2), 121.

[8] Feder-Sempach, E., & Szczepocki, P. (2022). The Bayesian method in estimating Polish and German industry betas: A comparative analysis of the risk between the main economic sectors from 2001–2020. *Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe*, 25(2), 45–60.

[9] Dębski, W., Feder-Sempach, E., & Szczepocki, P. (2021). Time-varying beta—the case study of the largest companies from the Polish, Czech, and Hungarian stock exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(13), 3855-3877.

[10] Miziolek, T., & Feder-Sempach, E. (2019). Tracking ability of exchange-traded funds. Evidence from Emerging Markets Equity ETFs. *Bank i Kredyt*, 50(3), 221-248.

[11] Dębski, W., Feder-Sempach, E., & Świdorski, B. (2016). Beta stability over bull and bear market on the Warsaw Stock Exchange. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 16(1), 75-92.

Habilitationka jest pierwszą autorką większości publikacji zgłoszonych w ramach cyklu – te właśnie publikacje wydają się stanowić najważniejszą część zgłoszonego osiągnięcia naukowego. Warto także podkreślić, że większość artykułów ukazało się w czasopismach indeksowanych w czołowych bazach używanych przez badaczy z dyscypliny ekonomia i finanse – niektóre artykuły opublikowano w czasopismach na wysokich pozycjach w rankingach z obszaru finansów, ekonomii i pokrewnych. Wkład Habilitationki został szczegółowo opisany w autoreferacie oraz w oświadczeniach dołączonych do publikacji. Cykl jest zasadniczo spójny, z pewnymi wyjątkami opisanymi w dalszej części recenzji. W ujęciu bibliometrycznym można zauważyć zróżnicowaną liczbę cytowań publikacji (oraz ich punktacji według polskich zasad ministerialnych), ale widoczne jest, że przynajmniej niektóre stały się częścią międzynarodowego dyskursu naukowego i odnoszą się do nich badacze z różnych krajów. Na docenienie zasługuje także widoczny w przedstawionych analizach znaczny wysiłek włożony w przygotowanie poprawnych i kompleksowych baz danych finansowych.

W recenzowanym cyklu można wskazać kilka głównych obszarów tematycznych. Dwa kluczowe tematy badań to analizy za pomocą modelu *capital asset pricing model* (CAPM) oraz ocena zdolności różnych aktywów do pełnienia funkcji tzw. bezpiecznych przystani (*safe haven assets*). Habilitationka wskazała dywersyfikację portfela inwestycyjnego za pomocą rynku *exchange-traded funds* (ETFs) jako trzeci obszar – zostanie on oceniony, ale podanie go jako trzeciego głównego obszaru budzi pewne wątpliwości, co opisano w dalszej części recenzji. Możliwy wkład cyklu w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i finanse zostanie omówiony poniżej w podziale na wymienione obszary badań.

Pierwszy główny nurt badań w cyklu obejmuje różnorodne analizy współczynnika beta, rozumianego w ocenianych publikacjach zgodnie z modelem CAPM jako główna miara poziomu ryzyka systematycznego (rynkowego). Ważną zaletą przedstawionego cyklu w

obszarze pomiaru ryzyka systematycznego jest widoczny rozwój naukowy Habilitantki, gdy cykl zostanie rozpatrzony w ujęciu chronologicznym – w szczególności dotyczy to stosowanej metodologii badawczej. We wcześniejszych publikacjach użyta metodologia była dość prosta (choć wystarczająca do realizacji założonych celów), zaś w najnowszych można zauważyć próby zaproponowania innowacyjnego podejścia do rozwiązania problemów badawczych (istotnych też dla praktyki rynków finansowych) znanych od dziesięcioleci. Na marginesie można stwierdzić, że rozwój naukowy Habilitantki miał miejsce równoległe z intensywnym rozwojem metod badawczych w obszarze finansów w literaturze międzynarodowej – Habilitantka starała się nie tylko podążać za tymi zmianami, ale również proponować własne podejścia do badanych problemów. Poza tym zauważalne jest (dotyczy to całego cyklu) publikowanie w coraz lepiej rozpoznawalnych w skali międzynarodowej czasopiśmie.

Jednym z kluczowych elementów wkładu w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i finanse publikacji z pierwszego obszaru cyklu (oraz powiązanych) jest zaproponowanie i zastosowanie innowacyjnych (nowych i zmodyfikowanych) metod pomiaru ryzyka systematycznego. Należy wśród nich wymienić: filtr Kalmana (artykuły [6] i [9], analiza bayesowska i model stochastycznej zmienności współczynnika beta (SBETA) (w artykule [8]) oraz *dual beta market model* (DBMM) i procedura bootstrap (artykuł [11]); ponadto *conditional drawdown-at-risk beta* (CDAR beta) i *expected regret of drawdown beta* (EROD beta) (artykuł [4] w drugim nurcie badań). Można więc stwierdzić, że badania te odróżniają się pozytywnie od prac innych autorów z tego nurtu stosujących zazwyczaj dość proste metody obliczania współczynnika beta. Tak szerokie spektrum zastosowanych metod badawczych jest rzadkie w dorobku jednego badacza – jest to jednoznaczny dowód umiejętności rozwijania pozornie klasycznych i powszechnie znanych koncepcji, zdolności do prawidłowego modyfikowania narzędzi badawczych z pogranicza nauk o finansach i statystyki/ekonometrii oraz wskazuje na dobrą znajomość współczesnej ekonomii finansowej. Zastosowanie np. metod bayesowskich i filtru Kalmana w badaniach współczynnika beta stanowi zaproponowaną przez Habilitantkę odpowiedź na potrzebę rozszerzania klasycznych modeli o bardziej realistyczne założenia.

Ważną pracą w pierwszym nurcie jest publikacja [4] (jedyna w zgłaszanym cyklu autorstwa wyłącznie Habilitantki), która zawiera w znacznym stopniu podsumowanie rozważań z wcześniejszych prac. Pewnym problemem (choć zrozumiałym przy umieszczeniu w cyklu prac powstałych w ciągu kilku lat) są różnice w okresach analizy w poszczególnych pracach (np. artykuł [5] odnosi się do okresu 2005-2013, tj. dość różniące się od rozpatrywanych w większości innych prac w cyklu), co nieco ogranicza możliwości porównania uzyskanych konkluzji. Pewnym rozwiązaniem tego problemu mogło być poszerzenie dyskusji teoretycznej, która wydaje się być nieco krótka w niektórych artykułach z pierwszego obszaru. Wyniki analiz z pierwszego nurtu badań mogą być przydatne dla różnych grup odbiorców, m.in. zarządzających aktywami, organów nadzorczych oraz analityków ryzyka – szczególnie ważne wydają się być konkluzje dotyczące stabilności współczynników beta. Istotne praktyczne konkluzje zawiera ponadto artykuł [3], który rozpatruje zmiany współczynników



beta europejskich spółek giełdowych zachodzące w trakcie zaburzeń na rynkach finansowych w 2020 i latach kolejnych, sprawdzając możliwe skutki strukturalne w modelu CAPM dla wyników uzyskanych z wykorzystaniem modelu CAPM.

Drugi kluczowy obszar to aktywa *safe haven*. Zgodnie z podejściem przyjętym w cyklu zostały one zdefiniowane jako aktywa charakteryzujące się ujemną lub zerową wartością współczynnika beta w sytuacji zaburzeń w systemie finansowym (Baur & Lucey, 2010) – poprzez odwołanie do współczynnika beta drugi nurt badań łączy się z pierwszym, co należy ocenić pozytywnie jako dowód na spójność zgłoszonego osiągnięcia naukowego. Badania w drugim obszarze łączą w sobie analizy wywodzące się z narzędzi teorii portfelowej z badaniami zmian na rynkach finansowych w okresach kryzysowych. Ważny wkład autorki (oraz współautorów ocenianych publikacji) do rozwoju nauk o finansach polega na zastosowaniu różnych kategorii i na szczegółowej analizie zachowania podstawowych parametrów różnych klas i indywidualnych aktywów w kontekście ich możliwego zastosowania w portfelach inwestycyjnych. W stosunku do większości dotychczasowych badań istotną nowością prezentowanych badań jest wyraźne oddzielenie różnych kategorii aktywów ze względu na ich potencjalną rolę w portfelu inwestycyjnym: *hedge assets* versus *safe haven assets* i sprawdzenie, które z rozpatrywanych aktywów mogą być zaliczone do tych grup.

Analizy objęły przede wszystkim aktywa najczęściej wskazywane w dotychczasowej literaturze jako pełniące funkcje zabezpieczenia portfeli inwestycyjnych w okresach zaburzeń na rynkach finansowych, w tym metale (szlachetne – głównie złoto (przede wszystkim artykuł [1]), częściowo także srebro, oraz przemysłowe np. platyna (należy mieć na uwadze pewne nachodzenie się obu klasyfikacji)), waluty kluczowych gospodarek w skali świata i pewne nowe typy aktywów np. kryptowaluty. Można więc zauważyć, że badania łączą aktywa konwencjonalne z niedawno powstałymi klasami. Wyniki zaprezentowane w artykułach świadczą o niekiedy istotnych różnicach w zdolności badanych aktywów do wypełnienia funkcji *safe haven* lub *hedge assets*, są więc sprzeczne w niektórych przypadkach z podejściami dominującymi wśród inwestorów opierających się często na analizach nieaktualnych lub dotyczących wąsko definiowanych kategorii rynków.

Inny istotny element wkładu tego nurtu badań w rozwój dyscypliny to wykonanie analiz aktywów *safe haven* w odniesieniu do rzadko dotychczas rozpatrywanych w tym kontekście rynków wschodzących, zwłaszcza Chin – badania te zostały przedstawione w artykułach [1] i [2]. Co ważne, artykuły te prezentują dwie odmienne, ale uzupełniające się bardzo dobrze perspektywy. Publikacja [1] omawia znaczenie przede wszystkim złota jako potencjalnego aktywów *safe haven* lub *hedge* w odniesieniu do chińskiego rynku kapitałowego, zaś publikacja [2] sprawdza możliwość pełnienia takiej roli przez waluty z krajów BRICS, w tym chińską. Jedną z najbardziej wartościowych publikacji w obszarze drugim jest artykuł [5] – nie tylko ze względu na treść (szczegółowa, ale też mająca szeroki zakres analiza możliwości pełnienia roli *safe haven assets* przez wybrane aktywa w odniesieniu do czołowych rynków akcji), ale także czasopismo publikacji zamieszczające liczne teksty pokazujące nowatorskie podejście

do kluczowych problemów nauk o finansach. Poza znaczeniem akademickim uzyskane wyniki mogą być też użyte przez liczne grono praktyków zarządzających portfelami inwestycyjnymi oraz organy odpowiedzialne za realizację polityki gospodarczej i nadzór nad systemem finansowym.

Trzecim głównym tematem badań, podjętym przede wszystkim w artykułach [7] i [10], była ocena zdolności wybranych funduszy ETF do naśladowania wyników założonych benchmarków (efektywności tych instrumentów pasywnego inwestowania), tj. przede wszystkim parametrów *tracking difference* i *tracking error*. W zestawieniu z dwoma wcześniej ocenionymi nurtami badań Habilitantki te dwa artykuły, choć całkowicie poprawne metodologicznie i prowadzące do sformułowania interesujących i wartościowych wniosków, wydają się stanowić mniej istotny wkład do rozwoju dyscypliny ze względu na podjęcie znanego i niezwykle często analizowanego tematu (ocena jakości replikacji indeksów przez instrumenty inwestowania pasywnego). Jednym z ważniejszych wniosków, stanowiących wkład w rozwój dyscypliny w tym obszarze, jest zestawienie wyników uzyskanych w artykułach [7] (badanie dla rynków rozwiniętych, opublikowane w czasopiśmie dobrze znanym wśród badaczy i praktyków zajmujących się zarządzaniem aktywami) i [10], pokazujące różnice w poziomie ryzyka specyficznego (niesystematycznego) funduszy z ekspozycją na daną kategorię rynków.

Zaletą zgłoszonego cyklu jest jednoznaczne wykazanie się przez Habilitantkę umiejętnością konsekwentnego łączenia analiz ilościowych z interpretacją ekonomiczną, co powinno być standardem w wysokiej jakości publikacjach z zakresu rynków finansowych. W wielu artykułach Habilitantka nie ogranicza się do prezentacji uzyskanych wyników, lecz podejmuje próbę ich osadzenia w szerszym kontekście funkcjonowania rynków finansowych, zmian strukturalnych systemów finansowych i gospodarczych oraz zachowania inwestorów. Zgłoszony cykl publikacji stanowi dojrzały, wieloaspektowy i metodologicznie zaawansowany wkład w rozwój badań nad ryzykiem inwestycyjnym, współczynnikiem beta oraz rolą aktywów pełniących funkcję *safe haven assets*. Osiągnięcie naukowe Habilitantki wyróżnia się zarówno szerokością ujęcia, jak i umiejętnością pogłębionej analizy zidentyfikowanych szczegółowych problemów badawczych.

Poza publikacjami zgłoszonymi w ramach cyklu, jak wskazuje Habilitantka w autoreferacie, do powyższych nurtów badań można zaliczyć również kilka innych publikacji, nieuwzględnionych jako główne osiągnięcie ze względów formalnych. Jako główne Habilitantka opisała trzy monografie – po jednej związanej z każdym z trzech podstawowych nurtów analiz. Choć nie mogą one zostać ocenione jako główne osiągnięcie, to należy podkreślić, że dobrze uzupełniają badania z cyklu publikacji i pozwalają lepiej zrozumieć zaprezentowane analizy. Podobnie pozytywnie można ocenić dwa artykuły dołączone do wniosku, przyjęte do druku, ale jeszcze nieopublikowane w momencie przygotowania dokumentacji – jeden z nurtu *safe haven/hedge assets* a drugi dotyczący współczynników beta zgodnie z koncepcjami CDAR i EROD.

Można jednak wskazać kilka słabszych stron ocenianego osiągnięcia naukowego. Pierwsze zastrzeżenie dotyczy pewnego braku spójności przedstawionego cyklu artykułów (niezależnie od wysokiej jakości większości publikacji ocenianych pojedynczo). Zastrzeżenie to dotyczy zwłaszcza włączonych do cyklu artykułów na temat funduszy ETFs. Choć mają one w zdecydowanej większości charakter pasywny (ich wyniki należy odnosić m.in. do wartości współczynników beta posiadanych portfeli aktywów, w tym akcji – łączy to silnie opisywane nurty), a tym samym w pewnym stopniu są powiązane z pozostałymi opisywanymi tematami badań, to zostały one potraktowane jako odrębny obszar. Co więcej, mogą one oferować (choć akurat takie fundusze nie były przedmiotem analiz) ekspozycję na klasy aktywów identyczne lub zbliżone do tych badanych jako potencjalne aktywa *safe haven* a tym samym być traktowane (z pewnymi zastrzeżeniami) jako równoważne z bezpośrednimi inwestycjami w te aktywa – przykładem fundusze naśladowujące ceny metali szlachetnych lub z ekspozycją na rynki walutowe. Drugie zastrzeżenie, związane z pierwszym głównym nurtem analiz, to niedostateczne odwołanie się do bogatego dorobku w światowej literaturze w obszarze badań nad współczynnikiem beta w różnych ujęciach. W publikacjach w ramach cyklu niemal brak odniesień np. do rozszerzeń zastosowania beta w stosunku do niefinansowych czynników ryzyka. W ostatnich latach pojawiły się kolejne rozszerzenia i nowe zastosowania już kilkudziesięcioletniej koncepcji np. *(climate) policy uncertainty beta* (Huang et al., 2022, 2025), a wśród najnowszych można wskazać np. *carbon beta* (Görger et al., 2021; Huij et al., 2021, 2026). Ze starszych prac można wymienić koncepcje opracowane np. przez Martina L. Leibowitza (zwłaszcza β -plus (Leibowitz, 2004)). Nieco nieobecna w badaniach wydaje się też być istotna kwestia możliwości stosowania dźwigni lub krótkiej sprzedaży w procesie budowy portfeli inwestycyjnych, mogąca wpływać zwłaszcza na aplikacyjny wymiar uzyskanych wyników. Trzecia uwaga dotyczy drugiego obszaru badań – nie negując wagi uzyskanych wniosków, ich szersze znaczenie i stopień wkładu do rozwoju dyscypliny ekonomia i finanse zależą m.in. od możliwości uogólnienia i wykorzystania uzyskanych wyników nie tylko jako opisu zależności zanotowanych w przeszłości, ale także w kolejnych latach (dotyczy to też użyteczności dla praktyków na rynkach finansowych). Mam w związku z tym wątpliwość, czy wyniki odnoszące się do pewnych, jednak dość krótkich i specyficznych badanych okresów, będą miały znaczenie w perspektywie kilkunastu lub nawet kilkudziesięciu lat. Dodatkowe uwagi krytyczne dotyczą niektórych publikacji w ramach cyklu i zostały krótko wskazane poniżej (numeracja zgodna z użytą w autoreferacie).

[1] Uwaga dotycząca także innych tekstów z cyklu – dość słabo obecna jest ważna z perspektywy praktycznej kwestia kosztów transakcyjnych i ich wpływu na formułowane wnioski.

[2] Wątpliwości budzi (mimo zaprezentowanego uzasadnienia ich potencjału i przeprowadzonej weryfikacji) użycie określenia pieniądź światowy w stosunku do walut krajów z grupy BRICS. Ponadto niezwykle istotna dla całej koncepcji aktywów *safe haven* jest analiza ich wyników finansowych w trakcie kryzysów na rynkach finansowych – są jednak

różne podejścia do identyfikacji wystąpienia i długości wspomnianych kryzysów, co w niedostatecznym stopniu uwzględniono w analizie. Problem ten mógłby zostać rozwiązany w przyszłych badaniach np. poprzez zastosowanie dodatkowych metod identyfikacji kryzysów finansowych.

[4] Uwzględnienie kolejnej kategorii poza *safe haven* i *hedge*, tj. *diversifier*, wydaje się niepotrzebnie wprowadzać dodatkowy obszar analizy.

[7] Interesujące byłoby poszerzenie analizy poprzez dodanie porównań efektywności śledzenia indeksów dla różnych podmiotów zarządzających funduszami.

[8] Wyjaśnienia zidentyfikowanych różnic, w szczególności pomiędzy sektorami, są dość ogólnikowe i mało przekonujące, co osłabia ogólnie wysoki poziom artykułu, zwłaszcza bazowej analizy.

Dodatkowa uwaga dotyczy tytułu zgłaszanego cyklu, który wydaje się w ograniczonym stopniu pokrywać z rzeczywistą zawartością zgłoszonych artykułów – dotyczy to w szczególności odniesień do nowoczesnej teorii portfelowej, które w niektórych publikacjach pojawiają się w bardzo ograniczonym stopniu, oraz zagadnienia międzynarodowych rynków finansowych, podczas gdy część badań dotyczyła np. wyłącznie polskiego rynku akcji. Druga ogólna uwaga związana jest ze zdecydowaną przewagą (10 na 11) publikacji współautorskich – świadczy to pozytywnie o umiejętności współpracy naukowej Habilitantki, ale w jakimś stopniu utrudnia (mimo szczegółowych oświadczeń autorskich) pełną weryfikację samodzielnych umiejętności badawczych.

Niezależnie od powyższych uwag krytycznych, nie wpływających istotnie na ogólną ocenę przedstawionego osiągnięcia naukowego, jednoznacznie stwierdzam, że Habilitantka posiada w swoim dorobku publikacje stanowiące znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse, zgodnie z art. 219 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Zgłoszony cykl 11 artykułów jest spójny tematycznie, oparty na badaniach o wysokim poziomie metodologicznym, prawidłowo wpisuje się w dyskusje prowadzone w literaturze międzynarodowej, a dodatkowo ma istotny wymiar aplikacyjny dla zróżnicowanych grup odbiorców.

Ocena pozostałej aktywności naukowej, w tym realizowanej w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej

Kolejna część recenzji zawiera ocenę trzeciego kryterium wymienionego w art. 219 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce – wykazywanie się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej. Istotna aktywność naukowa, tu rozumiana jako pozostała aktywność naukowa (czyli nieuwzględniona w głównym osiągnięciu naukowym) Habilitantki, zostanie oceniona w następującym układzie: ocena publikacji spoza głównego cyklu, udział w projektach naukowych, wyjazdy o charakterze badawczym, uczestnictwo w konferencjach oraz inna działalność powiązana z tym kryterium oceny.

W ciągu kilkunastu lat od uzyskania stopnia doktora Habilitantka opublikowała ponad 30 artykułów naukowych, rozdziałów w redagowanych monografiach oraz monografi. W zdecydowanej większości są to publikacje dotyczące różnych aspektów rynków finansowych – kluczowe podejmowane tematy to badania nad współczynnikiem beta i szerzej ryzykiem systematycznym i *safe (haven) assets*, uzupełniające te wskazane w ramach głównego osiągnięcia, stabilność rynków finansowych, inne aspekty rynków i systemów finansowych oraz wybrane elementy polityki gospodarczej. Poziom naukowy publikacji spoza cyklu jest zróżnicowany, co nie jest zarzutem przy kilkudziesięciu pracach w tej kategorii, ale, co ważne, podobnie jak przy artykułach zaliczonych do głównego osiągnięcia naukowego, widoczny jest rozwój naukowy Habilitantki w trakcie kariery akademickiej. W badaniach stanowiących podstawy nowszych publikacji zauważalne jest wykorzystywanie coraz bardziej zaawansowanych ilościowych metod badawczych a podejmowane tematy mają coraz szerszy zakres geograficzny, co może wiązać się z rozszerzeniem potencjalnego grona ich czytelników i zwiększeniem liczby cytowań, tym w czołowych czasopismach finansowych i ekonomicznych. Powiązaniem z powyższym elementem aktywności Habilitantki było pełnienie funkcji redaktora oraz recenzenta w czasopismach naukowych. Według przedstawionych informacji kluczowe osiągnięcia w tym obszarze to funkcja redaktora wydania specjalnego czasopisma „Finanse i Prawo Finansowe” (2024 r.), redaktora czasopisma „Comparative Economic Research. Central European and Eastern Europe” (od 2024 r.) i recenzje dla czasopism rozpoznawalnych w skali międzynarodowej np. „Financial Innovation” lub „Applied Economics”.

Zgodnie z informacjami przedstawionymi w autoreferacie oraz wykazie osiągnięć naukowych Habilitantka brała udział w kilku projektach naukowych w roli kierownika. Szczególnie istotne wydaje się być kierowanie projektem badawczym finansowanym przez Narodowe Centrum Nauki (NCN) w ramach konkursu Miniatura (pozostałe główne wskazane projekty finansowane były ze środków w dyspozycji Uniwersytetu Łódzkiego). Co dodatkowo ważne, wyniki tego projektu znalazły odzwierciedlenie w artykule [3] w ramach cyklu; został także sfinansowany pobyt na uczelni w Wielkiej Brytanii. Pozytywnym aspektem było zdobycie przez Habilitantkę doświadczenia międzynarodowego poprzez udział w projektach realizowanych nie tylko w Polsce, poprzez finansowane w ramach tych projektów pobyty zagraniczne (jak powyżej) lub współpracę z zagranicznymi badaczami. Pewnym mankamentem w tym kryterium oceny jest brak większego doświadczenia Habilitantki w kierowaniu zespołami badawczymi – najistotniejszy wymieniony we wniosku projekt finansowany przez NCN był projektem przeważająco jednoosobowym.

Jednym z najważniejszych elementów pozostałej aktywności badawczej Habilitantki były wyjazdy zagraniczne o charakterze badawczym oraz zbliżone. Zgodnie z informacjami podanymi w autoreferacie do tego rodzaju wyjazdów można zaliczyć staże w następujących uczelniach zagranicznych: Stony Brook University, University of Liverpool Management School, University of Illinois Chicago oraz Bayes (Cass) Business School – warto zauważyć, że, poza rozwijaniem współpracy naukowej, ważnym celem tych wyjazdów było rozwijanie

warsztatu badawczego. W autoreferacie zostały szczegółowo opisane wszystkie aktywności podczas pobytów zagranicznych, świadczące o bardzo dobrym wykorzystaniu tych wyjazdów. Można więc stwierdzić, że Habilitantka poprzez wysoką mobilność naukową spełnia ustawowy wymóg wykazywania się istotną aktywnością naukową realizowaną w więcej niż jednej uczelni, zwłaszcza zagranicznej. Dodatkowym argumentem na poparcie tego stwierdzenia jest stała współpraca naukowa z krajowymi oraz zagranicznymi badaczami także poza wyjazdami.

W trakcie swojej kariery naukowej Habilitantka uczestniczyła w licznych konferencjach, także międzynarodowych. Wygłosiła referaty po polsku i angielsku podczas kilkudziesięciu konferencji, w tym podczas wydarzeń rozpoznawalnych w skali międzynarodowej np. „Modern Finance Conference” (Warszawa, wrzesień 2024 i 2025 r.) lub jednej z edycji „World Finance Banking Symposium” (ZEA, grudzień 2024 r.). Habilitantka ma w swoim dorobku także wystąpienia podczas seminariów naukowych, organizowanych m.in. przez Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie (styczeń 2026 r.) i Polskie Stowarzyszenie Finansów i Bankowości (marzec 2025 r.). Potwierdza to umiejętność przedstawiania wyników swoich badań w krajowym i międzynarodowym środowisku akademickim. Ocena tego aspektu pracy naukowej jest więc także pozytywna i stanowi kolejny dowód na wykazywanie się przez Habilitantkę aktywnością naukową wykraczającą poza macierzystą uczelnię. Dodatkowo Habilitantka brała aktywny udział w organizacji kilku konferencji naukowych.

Poza powyżej ocenionymi elementami aktywności naukowej inne istotne dla łącznej oceny wniosku obszary to m.in. udział w szkoleniach i warsztatach naukowych, działalność organizacyjna i dydaktyczna, pełnienie funkcji promotora prac dyplomowych oraz w postępowaniach o nadanie stopnia doktora, aktywność popularyzatorska, współpraca z otoczeniem gospodarczym i społecznym.

Na podstawie dostarczonej dokumentacji można stwierdzić, że we wszystkich wskazanych powyżej obszarach Habilitantka wykazała się przynajmniej dostateczną aktywnością, m.in. poprzez pełnienie funkcji promotora pomocniczego w przewodzie doktorskim i zróżnicowaną działalność organizacyjną (w tym sprawowanie funkcji przyczyniających się do rozwoju międzynarodowej współpracy naukowej, zwłaszcza pełnomocnika rektora i dziekana). W ramach pracy dydaktycznej Habilitantka prowadziła zróżnicowane zajęcia z obszaru rynków finansowych, portfela inwestycyjnego, ekonomii międzynarodowej, finansów przedsiębiorstwa (ponadto była promotorem i recenzentem licznych prac licencjackich i magisterskich); kwalifikacje dydaktyczne Habilitantka podnosiła poprzez udział w różnych kursach i projektach dydaktycznych a także wyjazdy w ramach programu Erasmus+ m.in. na uczelnie w RPA, Wielkiej Brytanii i Włoszech. Bardzo istotnym elementem aktywności Habilitantki były działania związane z udziałem w kursach i warsztatach (w szczególności powiązane z obsługą bazy danych należącej obecnie do korporacji LSEG, która jest jednym z najważniejszych źródeł informacji finansowych) oraz powiązane wyjazdy międzynarodowe, dzięki którym zdobyta wiedza była później upowszechniana w środowisku akademickim podczas prowadzonych zajęć i szkoleń. Aktywność tego typu łączyła współpracę z



otoczeniem ze sferą organizacyjno-dydaktyczną. W ramach działalności popularyzującej naukę kluczowym osiągnięciem jest w mojej opinii uruchomienie strony internetowej zapewniającej dostęp do wartości współczynników beta obliczonych zgodnie z metodologią zaproponowaną przez Habilitantkę i współautorów. Wspomniana strona jest także elementem współpracy z otoczeniem gospodarczym i społecznym – według Habilitantki dane przygotowane w oparciu o zastosowaną metodologię mogą w przyszłości być użyte przez instytucję finansową, z którą nawiązano współpracę. Poza tym nie wymieniono jednak innych dotychczasowych przejawów współpracy z sektorem gospodarczym, co nieco zmniejsza ogólną ocenę dorobku. Aktywność naukowa Habilitantki była nagradzana, także w konkursach pozauczelnianych – otrzymała ona wspólnie ze współautorami m.in. nagrodę prezesa Narodowego Banku Polskiego (druga nagroda za artykuł naukowy w 2023 r.) oraz nominację do nagrody Beta (za książkę wskazaną jako powiązaną z głównym osiągnięciem naukowym w 2021 r.). O stałym rozwijaniu umiejętności przydatnych w pracy naukowej świadczy także ukończenie drugich studiów magisterskich na kierunku filologia angielska w 2020 r.

Słabą stroną dorobku w tym kryterium oceny są nieliczne wspólne publikacje z autorami z innych uczelni – według autoreferatu wyjątkiem wśród już opublikowanych prac jest tekst ze współautorem z University of Montenegro. Jednak zgodnie z informacjami zamieszczonymi w autoreferacie do druku w czasopiśmie „Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation” (JEMI) został w 2026 r. przyjęty artykuł przygotowany wspólnie m.in. z prof. Stanem Uryasevem ze Stone Brook University (USA). Biorąc pod uwagę intensywną współpracę nawiązaną w ostatnich latach, można przewidzieć tego rodzaju współautorskie publikacje także w przyszłości. Poza tym Habilitantka w trakcie swojej kariery naukowej współpracowała z licznymi uczelniami i innymi instytucjami naukowymi krajowymi i zagranicznymi w innych formach, niekoniecznie skutkujących wspólnymi pracami naukowymi.

Na podstawie szczegółowej oceny przedstawionej powyżej uznaję jednoznacznie, że Habilitantka wykazała się istotną aktywnością naukową realizowaną w więcej niż jednej uczelni lub instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej, spełniając tym samym kryterium zawarte w art. 219 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

Konkluzje

Oceniane osiągnięcia naukowo-badawcze dr Ewy Feder-Sempach spełniają w mojej opinii wymogi określone w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, która wymienia warunki dla osób ubiegających się o nadanie stopnia doktora habilitowanego. Podstawowym powodem jest wysoki poziom przeprowadzonych badań naukowych dotyczących innowacyjnych sposobów pomiaru wybranych elementów poziomu ryzyka inwestycyjnego, które stanowią znaczny wkład w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i

finanse. Oceniany dorobek Habilitantki jest obszerny, dobrze osadzony w literaturze międzynarodowej z obszaru rynków i inwestycji finansowych, a uzyskane wyniki mają znaczenie zarówno teoretyczne, jak i praktyczne. Spełnione zostały także pozostałe wymogi ustawowe. W związku z powyższymi uznaję za zasadny i opiniuję jednoznacznie pozytywnie wniosek dr Ewy Feder-Sempach o nadanie stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Adam Maruś