

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

RECENZJA DOROBKU HABILITACYJNEGO

dr Ewy Feder-Sempach

w związku z postępowaniem o nadanie stopnia doktora habilitowanego
w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse

1. Uwagi wstępne

Przedkładana recenzja została przygotowana w związku z postępowaniem w sprawie nadania dr Ewie Feder-Sempach stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse. Podstawę sporządzenia recenzji stanowi dokumentacja przedłożona w postępowaniu habilitacyjnym, obejmująca w szczególności autoreferat, publikacje wskazane jako osiągnięcie naukowe oraz informacje dotyczące pozostałego dorobku naukowego, działalności dydaktycznej, organizacyjnej i współpracy naukowej.

Przedmiotem oceny jest spełnienie przez Habilitantkę przesłanek określonych w art. 219 ust. 1 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, w szczególności posiadanie stopnia doktora, posiadanie osiągnięcia naukowego stanowiącego znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse oraz wykazywanie się istotną aktywnością naukową realizowaną w więcej niż jednej uczelni lub instytucji naukowej.

Dr Ewa Feder-Sempach uzyskała w 2010 r. stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Jako główne osiągnięcie naukowe, będące podstawą ubiegania się o nadanie stopnia doktora habilitowanego, wskazała cykl jedenastu powiązanych tematycznie publikacji naukowych pod wspólnym tytułem „Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej”, opublikowanych w latach 2016–2026.

2. Sylwetka zawodowa Habilitantki

Dr Ewa Feder-Sempach jest związana zawodowo z Uniwersytetem Łódzkim. Stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii uzyskała w 2010 r. na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego na podstawie rozprawy pt. „Ryzyko inwestycyjne portfela papierów wartościowych – analiza na podstawie akcji spółek z indeksu WIG20”, przygotowanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Wiesława Dębskiego. Wcześniej, w 2004 r., ukończyła studia magisterskie w zakresie stosunków międzynarodowych, ze specjalnością

finanse międzynarodowe. W 2020 r. uzyskała też tytuł magistra filologii angielskiej w dyscyplinie językoznawstwo.

Przebieg kariery naukowej Habilitantki wskazuje na konsekwentne zainteresowanie problematyką finansów międzynarodowych, rynków finansowych oraz ryzyka inwestycyjnego. Po uzyskaniu stopnia doktora kontynuowała pracę naukową na Uniwersytecie Łódzkim, początkowo w Katedrze Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, a obecnie w Katedrze Ekonomii Międzynarodowej. Jej aktywność badawcza koncentruje się przede wszystkim na problematyce pomiaru ryzyka systematycznego, zastosowania modeli CAPM i zmiennego w czasie współczynnika beta, efektywności funduszy ETF, a w ostatnich latach także na identyfikacji aktywów typu *safe haven* i *hedge* na międzynarodowych rynkach finansowych. Kierunek ten pozostaje w wyraźnej ciągłości z tematyką podjętą już w rozprawie doktorskiej.

Obok działalności naukowej Habilitantka jest też bardzo aktywna na polu organizacyjnym i dydaktycznym. Pełniła m.in. funkcję kierownika pracowni Thomson Reuters/Refinitiv na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego oraz Pełnomocnika Dziekana ds. programów mobilnościowych, a obecnie jest Pełnomocniczką Rektora Uniwersytetu Łódzkiego ds. mobilności naukowej, akredytacji międzynarodowych i kierunków w języku angielskim. Uzupełniała także swoje kompetencje zawodowe i dydaktyczne poprzez liczne szkolenia i certyfikaty, m.in. związane z bazami danych Thomson Reuters, zarządzaniem ryzykiem i dydaktyką akademicką.

3. Ocena osiągnięcia naukowego stanowiącego podstawę postępowania habilitacyjnego

3.1. Uwagi ogólne

Jako osiągnięcie naukowe stanowiące podstawę ubiegania się o nadanie stopnia doktora habilitowanego dr Ewa Feder-Sempach wskazała cykl jedenastu powiązanych tematycznie artykułów naukowych pod wspólnym tytułem „Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej”. Publikacje ukazały się w latach 2016–2026 i dotyczą różnych aspektów pomiaru oraz ograniczania ryzyka inwestycyjnego na międzynarodowych rynkach finansowych.

Za główny cel przeprowadzonych badań Habilitantka przyjęła “identyfikację możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, w tym wyjaśnienie zachowania się stóp zwrotu z aktywów w różnych warunkach rynkowych, za pomocą współczynnika beta na rynku akcji i aktywów typu *hedge* i *safe-haven* w ramach pozostałych instrumentów finansowych na międzynarodowych rynkach kapitałowych”. Mam do tego celu dwie uwagi:

1. cel ten jest merytorycznie uzasadniony, ale moim zdaniem nie jest precyzyjny. Łączy bowiem w jednym zdaniu cel badawczy, przedmiot analizy oraz zastosowane narzędzia pomiaru, przez co staje się nadmiernie rozbudowany i nie w pełni przejrzysty. Po przeczytaniu autoreferatu i artykułów z cyklu stwierdzam, że **faktycznym celem realizowanym przez Habilitantkę** jest raczej:

identyfikacji sposobów dywersyfikacji i ograniczania ryzyka portfela inwestycyjnego poprzez analizę zmienności ryzyka systematycznego akcji oraz właściwości zabezpieczających aktywów typu hedge i safe-haven na międzynarodowych rynkach finansowych.

Takie sformułowanie lepiej odzwierciedla dwa zasadnicze i najbardziej spójne nurty badań tworzących cykl, tj. badania nad zmiennym w czasie współczynnikiem beta oraz nad właściwościami aktywów *hedge* i *safe-haven*.

2. cel zaproponowany przez Habilitantkę nie obejmuje bezpośrednio tematyki funduszy ETF. Sądzę, że w mojej propozycji publikacje dotyczące funduszy ETF można w tym ujęciu traktować jako uzupełniający element badań nad sposobami dywersyfikowania portfela inwestycyjnego. Wówczas ich dodanie do cyklu ma większy sens. O roli publikacji dot. ETF będę pisać jeszcze dalej.

Realizacji celu głównego podporządkowano jedenaście pytań badawczych odpowiadających poszczególnym publikacjom cyklu. Ich zakres tematyczny jest zgodny z głównymi obszarami badań, jednak sposób ich sformułowania budzi pewne zastrzeżenia. Wszystkie mają zasadniczo charakter pytań zamkniętych, zaczynających się od „czy”, a zatem prowadzących do odpowiedzi typu „tak” lub „nie”, co ogranicza ich problemowy i eksploracyjny charakter. Ponadto ich precyzja jest nierówna: część pytań łączy w jednym sformułowaniu kilka odrębnych problemów badawczych, a niektóre zawierają element założenia lub oczekiwanego wniosku. Na przykład pyt. 4 ma bardziej charakter propozycji koncepcyjnej niż pytania empirycznego, gdyż w istocie zakłada powiązanie właściwości aktywów *hedge* i *safe-haven* z odpowiednio niską lub ujemną wartością współczynnika beta. Podobnie w pytaniach dotyczących ETF-ów pojawia się w zasadzie założenie, że wysoka jakość odwzorowania indeksu przekłada się na skuteczną dywersyfikację ryzyka, choć zależność ta nie jest bezpośrednio przedmiotem pomiaru. W mojej ocenie trafniejsze byłoby sformułowanie pytań w sposób bardziej otwarty, wskazujący na charakter, uwarunkowania i siłę analizowanych zależności, a nie wyłącznie na potwierdzenie lub odrzucenie z góry określonej relacji.

Za mocną stronę osiągnięcia uważam **konsekwentne rozwijanie warsztatu badawczego**. Kolejne publikacje nie ograniczają się do powielania jednego schematu empirycznego na różnych próbach, lecz wykorzystują odmienne podejścia do estymacji i analizy ryzyka, w tym klasyczne modele CAPM, modele ze zmiennym w czasie współczynnikiem beta, filtr Kalmana, podejście bayesowskie, analizę zmian strukturalnych oraz modele wielowymiarowej stochastycznej zmienności. Pozwala to spojrzeć na ten sam ogólny problem badawczy z różnych perspektyw metodologicznych.

Pozytywnie oceniam też szeroki zakres przestrzenny badań. Obejmują one zarówno rynki rozwinięte, jak i rozwijające się, w tym rynek polski, kraje Europy Środkowo-Wschodniej, Stany Zjednoczone, kraje G7, BRICS oraz Chiny. Pozwala to na porównanie zachowania ryzyka i właściwości dywersyfikacyjnych aktywów w odmiennych warunkach instytucjonalnych i rynkowych. Szczególnie wartościowe jest włączenie do analiz rynków rozwijających się, które w

dotychczasowej literaturze dotyczącej CAPM i aktywów *safe-haven* były analizowane rzadziej niż rynki wysoko rozwinięte.

Pewne zastrzeżenie dotyczy stopnia jednorodności całego cyklu. Najsilniej z głównym problemem badawczym związane są publikacje dotyczące współczynnika beta oraz aktywów *hedge* i *safe-haven*. Znacznie słabiej z zasadniczym nurtem cyklu powiązane są dwie prace dotyczące funduszy ETF, których bezpośrednim przedmiotem jest przede wszystkim jakość odwzorowania indeksu referencyjnego. Habilitantka uzasadnia ich obecność w cyklu rolą funduszy ETF jako instrumentów umożliwiających szeroką dywersyfikację portfela i zarządzania ryzykiem. Jednak ich związek z głównym celem cyklu, centralnym problemem pomiaru ryzyka i identyfikacji aktywów zabezpieczających jest mniej bezpośredni niż w przypadku pozostałych publikacji. Mimo to uważam, że **przedstawiony cykl zachowuje wystarczającą spójność problemową**. Elementem łączącym poszczególne publikacje jest analiza relacji między stopą zwrotu a ryzykiem oraz poszukiwanie metod skuteczniejszej dywersyfikacji portfela w zmieniających się warunkach rynkowych.

3.2. Ocena poszczególnych publikacji tworzących cykl

Poniżej prezentuję artykuły według ich numeracji w cyklu oraz prezentacji w dokumentacji, a nie przyporządkowania przez Habilitantkę do danego obszaru tematycznego (notabene, czy nie można było ponumerować artykułów według ich pojawiania się w danym obszarze, tj. 1-4, 5-9, a na końcu 10 i 11 – jaki był cel “skakania” z tą numeracją? Chodziło o datę publikacji? Przecież ona nie ma znaczenia dla oceny).

Na końcu oceny większości z artykułów zadaję pytanie. Niech te pytania będą inspiracją dla Habilitantki do dalszych badań. Na odpowiedź części z nich liczę już na etapie autoprezentacji, część z nich zadam w trakcie kolkwium habilitacyjnego, być może jako pytania łączone.

[Cykl 1] E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, J. Bogolębska, „Can Precious Metals Act as Safe-Haven or Hedge Assets in Capital Markets of China?”

W artykule podjęto problem właściwości złota, srebra, platyny i palladu jako aktywów *hedge* i *safe-haven* na chińskim rynku akcji. Badanie obejmuje lata 2014-2023 i wykorzystuje model regresji ze zmiennymi pozwalającymi uchwycić skrajne zmiany rynku, uzupełniany – w przypadku heteroskedastyczności – modelowaniem GARCH. Najsilniejsze właściwości zabezpieczające wykazuje złoto, podczas gdy wyniki dla pozostałych metali są bardziej zróżnicowane. Wartość publikacji wynika przede wszystkim z koncentracji na rynku chińskim, uwzględnienia perspektywy inwestora lokalnego i międzynarodowego oraz pokazania zmienności właściwości *safe-haven* w czasie. Sama metoda identyfikacji *safe-haven* jest jednak znana w literaturze, dlatego oryginalność artykułu ma przede wszystkim charakter empiryczny.

Kwestią do dyskusji jest znaczenie niesynchroniczności notowań metali szlachetnych i chińskich indeksów giełdowych. Stąd moje pytanie do Habilitantki:

1. *w jaki sposób różnice stref czasowych i godzin notowań mogą wpływać na identyfikowane zależności między stopami zwrotu i interpretację właściwości safe-haven?*

[Cykl 2] E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, J. Bogołębska, „BRICS currencies as safe havens and hedges: An empirical analysis of their potential for G7 stock markets before and during the COVID-19 pandemic”

Praca rozszerza badania nad aktywami zabezpieczającymi na waluty krajów BRICS i łączy tę problematykę z procesem ich internacjonalizacji. Zastosowanie wielowymiarowego modelu stochastycznej zmienności i analizy ukrytych czynników pozwala uchwycić dynamiczne zależności między walutami BRICS i rynkami akcji państw G7. Wyniki wskazują, że żadna z analizowanych walut nie pełniła funkcji silnego *hedge* lub *safe-haven*, a relatywnie najsilniejsze właściwości zabezpieczające wykazywał juan chiński. Za wartościowe uważam rozszerzenie analizy poza tradycyjne waluty rezerwowe. Większej ostrożności wymaga natomiast traktowanie właściwości *safe-haven* jako miary stopnia internacjonalizacji waluty. Sądzę, że jest to raczej jeden z możliwych przejawów jej międzynarodowego znaczenia niż bezpośrednia miara internacjonalizacji.

Pewnym problemem interpretacyjnym jest również określenie lat 2020–2023 jako okresu pandemii COVID-19, ponieważ okres ten obejmuje także inne silne szoki gospodarcze i geopolityczne. Stąd nasuwa mi się pytanie:

2. *jak Habilitantka interpretuje zmianę właściwości walut BRICS w latach 202-2023 i w jakim zakresie można wiązać ją z pandemią COVID-19, a w jakim z innymi zmianami zachodzącymi w gospodarce światowej.*

[Cykl 3] P. Szczepocki, E. Feder-Sempach, „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”

Artykuł dotyczy zmian ryzyka systematycznego 243 europejskich przedsiębiorstw w latach 2014-2023, a jego istotnym elementem metodologicznym jest zastosowanie testu Andrews do identyfikacji zmian strukturalnych modelu CAPM. Zmiany takie stwierdzono dla 56 spółek, przy czym w 38 przypadkach współczynnik beta wzrósł, a w 18 uległ obniżeniu. Za mocną stronę pracy uznaję połączenie perspektywy przedsiębiorstwa, sektora i kraju oraz odejście od założenia o stałości ryzyka systematycznego. Pewnej ostrożności wymaga natomiast używane w artykule określenie „wpływ pandemii”. Identyfikacja zmiany strukturalnej w pierwszej połowie 2020 r. wskazuje na istotną zmianę relacji rynkowej, nie stanowi jednak sama w sobie identyfikacji związku przyczynowego. I tu nasuwa mi się pytanie,

3. *jak daleko można posunąć się w przyczynowej interpretacji zidentyfikowanych zmian strukturalnych i na jakiej podstawie odróżnić efekt pandemii COVID-19 od innych czynników oddziałujących w tym samym czasie na ryzyko przedsiębiorstw?*

[Cykl 4] E. Feder-Sempach, „Portfolio Management in Times of Elevated Risk. Safe-Haven and Hedge Assets in CAPM Setting”

Jest to jedyna jednoautorska publikacja w cyklu i pełni w nim istotną funkcję koncepcyjną. Habilitantka porządkuje pojęcia *safe-haven*, *hedge* i *diversifier* oraz podejmuje próbę powiązania ich z wartością współczynnika beta i modelem CAPM. Uważam, że właśnie ta próba połączenia dwóch podstawowych nurtów cyklu – badań nad betą i aktywami zabezpieczającymi – stanowi największą wartość artykułu. Należy jednak zauważyć, że same kategorie *safe-haven*, *hedge* i *diversifier* oraz zasadnicze kryteria ich rozróżnienia zostały zaczerpnięte z wcześniejszej literatury, w szczególności z prac Baur i Lucey (2009) oraz Baur i McDermott (2010). Również przedstawiona w artykule klasyfikacja oparta na współczynniku beta została określona jako opracowanie własne na podstawie wcześniejszej literatury i wcześniejszych prac współautorskich Habilitantki. Z tego względu istotne jest precyzyjne rozgraniczenie między syntezą i uporządkowaniem istniejących koncepcji a rzeczywiście autorskim wkładem teoretycznym. W związku z tym mam pytanie (odpowiedź na nie chętnie usłyszę już na etapie autoprezentacji):

- 4. które elementy przedstawionego powiązania kategorii safe-haven, hedge i diversifier z modelem CAPM oraz współczynnikiem beta Habilitantka uważa za własny wkład koncepcyjny, a które stanowią adaptację lub rozwinięcie wcześniejszych propozycji obecnych w literaturze?*

[Cykl 5] E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, J. Bogołębska, „Global uncertainty and potential shelters: gold, bitcoin, and currencies as weak and strong safe havens for main world stock markets”

Publikację tę oceniam jako jedną z najważniejszych w całym cyklu. Analiza obejmuje złoto, bitcoin, euro, jena japońskiego i franka szwajcarskiego oraz pięć głównych indeksów giełdowych w latach 2014-2022. Zastosowanie wielowymiarowego modelu stochastycznej zmienności umożliwiło analizę dynamicznych zależności w okresie obejmującym kilka epizodów podwyższonej niepewności. Najsilniejsze właściwości *safe-haven* wykazuje jen japoński, natomiast bitcoin nie spełnia kryteriów silnego *safe-haven*. Istotnym elementem publikacji jest zaproponowanie nowego sposobu operacjonalizacji silnych i słabych właściwości *safe-haven*.

Artykuł dobrze pokazuje, że status *safe-haven* nie jest trwałą cechą danego rodzaju aktywa, lecz zależy od rynku i okresu analizy. Myślę, że interesującym kierunkiem dalszych badań byłoby przejście od statystycznej klasyfikacji do bezpośredniej oceny konsekwencji dla portfela inwestycyjnego, np. z wykorzystaniem miar obsunięcia kapitału, VaR/CVaR lub wyników skorygowanych o ryzyko. To jednak pozostawiam na przyszłość Habilitantce. Na dziś po przeczytaniu tego artykułu nasuwa mi się pytanie:

- 5. w jaki sposób klasyfikację rodzaju aktywa jako weak lub strong safe-haven można przełożyć na rzeczywiste decyzje dotyczące konstrukcji portfela oraz ocenę skuteczności ograniczania ryzyka w okresach podwyższonej niepewności?*

[Cykl 6] E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, W. Dębski, „What if beta is not stable? Applying the Kalman filter to risk estimates of top US companies over the long time horizon”

Praca stanowi mocny element nurtu dotyczącego zmienności ryzyka systematycznego. Autorzy analizują spółki amerykańskie w bardzo długim okresie 1990–2021, porównując trzy specyfikacje zmiennej w czasie bety z metodami zakładającymi większą stabilność parametru. Wyniki wskazują na przewagę modeli wykorzystujących filtr Kalmana, szczególnie wariantów *random coefficient* i *mean-reverting*, również pod względem zdolności prognostycznej. Mocną stroną pracy jest właśnie wykorzystanie oceny prognostycznej, a nie wyłącznie dopasowania modelu w próbie.

Ograniczeniem jest konstrukcja próby obejmującej spółki posiadające pełną historię notowań w bardzo długim okresie, co prowadzi do selekcji szczególnie trwałych przedsiębiorstw. Stąd moje pytanie:

6. *w jaki sposób taki dobór próby może wpływać na obserwowaną stabilność lub zmienność bety oraz możliwość uogólnienia uzyskanych wyników na cały rynek?*

[Cykl 7] E. Feder-Sempach, T. Miziolek, „How precisely European equity ETFs mirror their flagship benchmarks? Evidence from funds replicating performance of Euro Stoxx 50 Index”

Artykuł dotyczy jakości odwzorowania indeksu Euro Stoxx 50 przez 14 europejskich funduszy ETF w latach 2012–2021. Wykorzystanie kilku sposobów wyznaczania *tracking error* oraz różnych częstotliwości stóp zwrotu pozwala na kompleksową ocenę jakości replikacji; wyniki wskazują przy tym na szczególnie niskie błędy odwzorowania funduszy akumulujących dochód. Pomijając małą próbę badawczą (o czym Autorzy wspominają w artykule), publikacja ma wartość praktyczną, jednak – moim zdaniem – jej związek z głównym problemem cyklu jest mniej bezpośredni niż w przypadku prac dotyczących współczynnika beta i aktywów *safe-haven*. Istotne jest zwłaszcza rozróżnienie jakości replikacji benchmarku od skuteczności dywersyfikacji. Niski *tracking error* informuje przede wszystkim o tym, jak wiernie fundusz odwzorowuje indeks, a nie o tym, o ile zmniejsza ryzyko portfela inwestora. Kwestią do dyskusji jest zatem:

7. *w jaki sposób można przejść od wyników dotyczących tracking efficiency do wniosku o korzyściach z dywersyfikacji i jakich dodatkowych miar wymagałoby bezpośrednie zbadanie takiego efektu?*

[Cykl 8] E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, „The Bayesian Method in Estimating Polish and German Industry Betas. A Comparative Analysis of the Risk between the Main Economic Sectors from 2001–2020”

W pracy zastosowano podejście bayesowskie do estymacji zmiennego w czasie ryzyka systematycznego wybranych sektorów gospodarki polskiej i niemieckiej w okresie 2001–2020. Wyniki wskazują na zmienność współczynników beta na obu rynkach, przy czym najwyższym

ryzykiem systematycznym charakteryzował się sektor bankowy. Za wartościowe uważam zarówno długi horyzont badania, jak i porównanie rynku młodego z dojrzałym z sąsiadujących ze sobą państw (Polska vs Niemcy). Pewnym ograniczeniem jest różna liczba i struktura analizowanych sektorów w obu krajach, co ogranicza symetryczność porównania.

Autorzy wskazują jako jeden z celów rozwinięcie zmodyfikowanego podejścia bayesowskiego SBETA. Poproszę zatem o doprecyzowanie (nawet na etapie autoprezentacji):

8. które elementy zastosowanego modelu stanowią jego modyfikację w stosunku do wcześniejszych modeli stochastycznej zmienności współczynnika beta i na czym polega wartość dodana tej modyfikacji?

[Cykl 9] W. Dębski, E. Feder-Sempach, P. Szczepocki, „Time-Varying Beta—The Case Study of the Largest Companies from the Polish, Czech, and Hungarian Stock Exchange”

Publikacja dotyczy estymacji zmiennego w czasie współczynnika beta największych spółek z Polski, Czech i Węgier. Porównanie siedmiu specyfikacji dynamicznego współczynnika beta z klasycznym modelem Sharpe’a wskazuje na lepsze właściwości estymatorów opartych na filtrze Kalmana. Wartość artykułu wynika przede wszystkim z zastosowania tych metod do rynków Europy Środkowo-Wschodniej, dla których literatura była znacznie uboższa niż dla rynków rozwiniętych. Artykuł stanowi ważny etap przejścia od wcześniejszych badań nad stabilnością współczynnika beta do jego jawnego modelowania jako parametru zmiennego w czasie. Oryginalność ma tu jednak przede wszystkim charakter aplikacyjny – filtr Kalmana jest metodą dobrze znaną, natomiast nowy jest zakres jego wykorzystania i porównanie specyfikacji dla badanych rynków.

[Cykl 10] T. Miziolek, E. Feder-Sempach, „Tracking ability of exchange-traded funds. Evidence from Emerging Markets Equity ETFs”

Praca analizuje jakość odwzorowania indeksu MSCI Emerging Markets przez 14 funduszy ETF notowanych na giełdach europejskich w latach 2012–2017. Autorzy wykorzystują *tracking error* i *tracking difference* oraz różne częstotliwości stóp zwrotu. Wyniki wskazują, że analizowane fundusze ETF relatywnie dobrze odwzorowywały benchmark, choć błędy replikacji były większe niż w przypadku funduszy opartych na indeksach rynków rozwiniętych. Artykuł ma wartość aplikacyjną i jest interesujący ze względu na koncentrację na rynkach wschodzących. Podobnie jednak jak w przypadku [Cykl 7], związek jakości odwzorowania indeksu ze skutecznością dywersyfikacji ma – moim zdaniem – charakter pośredni. Obie publikacje nt. funduszy ETF traktuję zatem raczej jako uzupełniający niż centralny element osiągnięcia. Naturalnie jednak Habilitantka może bronić tych elementów cyklu w trakcie kolokwium habilitacyjnego. W zasadzie bardzo na to liczę.

[Cykl 11] W. Dębski, E. Feder-Sempach, B. Świdorski, „Beta Stability Over Bull and Bear Market on the Warsaw Stock Exchange”

Najstarsza publikacja cyklu analizuje stabilność współczynnika beta dla 134 spółek GPW w okresach hossy i bessy. Wyniki nie dają jednoznacznej odpowiedzi co do stabilności parametru: w zależności od zastosowanej metody beta pozostawała stabilna dla około 60–70% przedsiębiorstw, natomiast dla pozostałych 30–40% różniła się między fazami rynku. Na wyniki wpływa przy tym sposób definiowania hossy i bessy, co dobrze pokazuje wrażliwość oceny ryzyka na przyjęte założenia. Publikację traktuję przede wszystkim jako punkt wyjścia programu badawczego rozwijanego następnie w kolejnych pracach poprzez wykorzystanie bardziej zaawansowanych modeli zmiennej w czasie bety. Z tego punktu widzenia jej miejsce w cyklu jest dobrze uzasadnione, mimo że zastosowany warsztat jest prostszy niż w późniejszych publikacjach.

3.3. Podsumowanie oceny cyklu

Podsumowując ocenę cyklu, za jego zasadniczą wartość uważam **podjęcie problemu warunkowego i zmiennego w czasie charakteru ryzyka inwestycyjnego oraz skuteczności dywersyfikacji portfela**. Luka badawcza, do której odnoszą się przedstawione prace, nie wynika z braku badań nad współczynnikiem beta czy rodzajami aktywów *hedge* i *safe-haven*, lecz z faktu, że oba podejścia do zarządzania ryzykiem rozwijane były w literaturze w znacznym stopniu odrębnie. Pierwsze koncentruje się na pomiarze ryzyka systematycznego, najczęściej w dłuższym horyzoncie, drugie natomiast na zachowaniu różnych rodzajów aktywów przede wszystkim w warunkach silnych zaburzeń rynkowych. Istotnym problemem pozostaje przy tym brak jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, jak zmieniające się warunki rynkowe wpływają na skuteczność dywersyfikacji oraz brak jednolitego sposobu identyfikowania właściwości *hedge* i *safe-haven*.

Wkład Habilitantki widzę przede wszystkim w rozwinięciu tych dwóch nurtów i próbie ich powiązania w ramach problematyki zarządzania ryzykiem portfela inwestycyjnego. W odniesieniu do ryzyka systematycznego kolejne badania pokazują ograniczenia założenia o stabilności współczynnika beta oraz wskazują na zasadność stosowania modeli pozwalających na jego zmienność w czasie, w tym filtru Kalmana, podejścia bayesowskiego i analizy zmian strukturalnych. W nurcie dotyczącym *hedge* i *safe-haven* szczególnie istotne jest zastosowanie wielowymiarowego czynnikowego modelu stochastycznej zmienności oraz zaproponowanie operacjonalizacji silnych i słabych właściwości *safe-haven* na podstawie rozkładu a posteriori warunkowej korelacji. Ważnym elementem jest również próba powiązania koncepcji *safe-haven* ze współczynnikiem beta, stanowiąca koncepcyjny pomost pomiędzy dwoma głównymi obszarami badań w cyklu.

Istotny jest także **wkład empiryczny**. Badania rozszerzają literaturę dotyczącą ryzyka i dywersyfikacji na rynki dotychczas słabiej reprezentowane w tego rodzaju analizach, zwłaszcza kraje Europy Środkowo-Wschodniej, Chiny i kraje BRICS, oraz pokazują, że właściwości dywersyfikacyjne poszczególnych rodzajów aktywów nie mają charakteru uniwersalnego, lecz

zależą od rynku, okresu i rodzaju występującego szoku. Szczególnie wartościowe są w tym zakresie analizy dotyczące rynku chińskiego i walut BRICS oraz wyniki wskazujące na czasową zmienność właściwości *safe-haven*.

Nie wszystkie zastosowane w cyklu metody są autorskie – w wielu przypadkach wkład polega na ich zastosowaniu do nowych problemów, rynków i warunków oraz na integracji dotychczas rozproszonych podejść badawczych. Nie zmienia to jednak mojej oceny znaczenia całego osiągnięcia. Za najważniejszy rezultat cyklu uważam pokazanie, że **skuteczna dywersyfikacja portfela nie może być oceniana przy założeniu stałości parametrów ryzyka ani trwałości właściwości zabezpieczających określonych rodzajów aktywów**. Ryzyko systematyczne oraz właściwości *hedge* i *safe-haven* mają charakter dynamiczny i powinny być oceniane w zależności od warunków rynkowych. Dwie publikacje dotyczące funduszy ETF pozostają słabiej powiązane z tym zasadniczym nurtem i traktuję je jako jego uzupełnienie.

W rezultacie **przedstawiony cykl poszerza wiedzę o sposobach pomiaru i ograniczania ryzyka portfela w zmieniających się warunkach rynkowych**, zarówno od strony metodologicznej i koncepcyjnej, jak i poprzez nowe wyniki empiryczne dla zróżnicowanych rynków międzynarodowych. W mojej ocenie tak określony wkład należy uznać za **znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse**, w szczególności w obszarze teorii portfela, pomiaru ryzyka systematycznego oraz badań nad właściwościami *hedge* i *safe-haven* różnych instrumentów finansowych.

4. Ocena pozostałego dorobku naukowego i aktywności naukowej

Pozostały dorobek naukowy dr Ewy Feder-Sempach jest obszerny i w dużej części pozostaje tematycznie związany z głównym osiągnięciem habilitacyjnym. Łącznie Habilitantka wykazuje 56 publikacji naukowych, w tym 43 artykuły, 6 monografii, 3 rozdziały w monografiach i 4 publikacje pod redakcją. Po uzyskaniu stopnia doktora opublikowała 50 pozycji, a 26 publikacji w jej dorobku ukazało się w języku angielskim. Do ważniejszych prac niewłączonych do cyklu należą m.in. współautorskie monografie *International Equity Exchange-Traded Funds. Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks* (Palgrave Macmillan), *Ryzyko akcji notowanych na GPW. Parametr beta i jego zastosowanie* (PWN) oraz *Safe Assets in the Global Economy: Supply, Demand and Financial Stability* (Routledge). Dorobek ten potwierdza dużą ciągłość zainteresowań badawczych Habilitantki, koncentrujących się wokół problematyki ryzyka inwestycyjnego, międzynarodowej dywersyfikacji portfela, współczynnika beta, funduszy ETF oraz aktywów bezpiecznych.

Widoczność dorobku potwierdzają również wskaźniki bibliometryczne. Według danych przedstawionych w autoreferacie na dzień 24 lutego 2026 r. publikacje Habilitantki odnotowały 37 cytowań w Web of Science, w tym 25 bez autocytowań, oraz 58 cytowań w Scopus, w tym 35 bez autocytowań. Indeks Hirscha wynosi odpowiednio 4 i 5, natomiast według Google Scholar odnotowano 287 cytowań i indeks Hirscha równy 10. Wskaźniki te oceniam pozytywnie, zwłaszcza biorąc pod uwagę wyraźny wzrost umiędzynarodowienia publikacji w ostatnich latach.

Pozytywnie oceniam też aktywność projektową. Po uzyskaniu stopnia doktora Habilitantka kierowała czterema projektami naukowymi, w tym projektem NCN MINIATURA 6 pt.

Międzynarodowe czynniki ryzyka na światowych rynkach giełdowych. Wpływ nieprzewidzianych wydarzeń na relację stopy zwrotu i ryzyka portfeli inwestycyjnych. Projekt Miniatura nie jest tak znaczący jak Sonata czy Opus, jednak finansowanie w ramach tych ostatnich jest bardzo trudno dostępne, tym bardziej należy docenić starania Habilitantki i sukces w otrzymaniu projektu CNC Minatura. Projekt ten doprowadził zarówno do powstania publikacji włączonej do cyklu habilitacyjnego, jak i do realizacji miesięcznego stażu naukowo-badawczego w Bayes Business School w Londynie. Poza tym Habilitantka realizowała projekty finansowane w ramach konkursów wydziałowych i środków przeznaczonych na rozwój badań młodych naukowców. W całości to dobry prognostyk dla dalszej pracy projektowej.

Istotnym elementem aktywności naukowej jest współpraca z zagranicznymi ośrodkami akademickimi. Po uzyskaniu stopnia doktora Habilitantka odbyła 4 staże naukowe oraz dwie wizyty studyjne, m.in. w Stony Brook University i University of Illinois Chicago w Stanach Zjednoczonych oraz University of Liverpool i Bayes Business School w Wielkiej Brytanii. Pobytom tym towarzyszyły konsultacje metodologiczne, seminaria i prace nad konkretnymi projektami badawczymi. Szczególnie wartościowa jest rozwijana współpraca z prof. Stanem Uryasevem ze Stony Brook University dotycząca miar *Conditional Drawdown-at-Risk Beta* i *Expected Regret of Drawdown Beta*, która stanowi naturalne rozwinięcie wcześniejszych badań Habilitantki nad ryzykiem systematycznym i zachowaniem rynku w okresach spadków.

Do aktywności zagranicznej zaliczyć należy również 6 kwerend bibliotecznych prowadzonych m.in. w New York University, Columbia University, London School of Economics, University of Crete, Aarhus University oraz Abu Dhabi School of Management. Ich celem było pozyskiwanie literatury i dostępu do baz danych, w tym bazy CRSP. Aktywność ta, podobnie jak staże naukowe, wskazuje, że kontakty z zagranicznymi ośrodkami nie miały wyłącznie charakteru formalnego, lecz były powiązane z prowadzonymi badaniami.

Znacząca jest także aktywność konferencyjna Habilitantki. Po uzyskaniu stopnia doktora uczestniczyła ona w 27 krajowych i zagranicznych konferencjach naukowych, prezentując wyniki badań m.in. podczas konferencji EURO Working Group for Commodities and Financial Modeling, Modern Finance Conference oraz konferencji poświęconych globalizacji, finansom i zarządzaniu. Na trzech konferencjach międzynarodowych przewodniczyła łącznie sześciu sesjom naukowym i była dyskusantką trzech artykułów. Uzupełnieniem tej aktywności jest systematyczny udział w seminariach naukowych, m.in. organizowanych przez Komitet Nauk o Finansach PAN, Northfield Information Services, zespoły badawcze uczelni zagranicznych oraz krajowe ośrodki akademickie.

Pozytywnie oceniam też aktywność Habilitantki na rzecz środowiska naukowego. Od 2024 r. pełni funkcję redaktora zarządzającego, redaktora ds. współpracy międzynarodowej oraz redaktora tematycznego sekcji *Financial Economics* czasopisma „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, a od 2023 r. jest redaktorem ds. współpracy międzynarodowej w „Journal of Finance and Financial Law”. W 2024 r. była ponadto redaktorem naukowym specjalnego wydania tego czasopisma pt. *Contemporary Financial Markets and Risk Analysis*. Habilitantka wykonuje także liczne recenzje dla czasopism krajowych i zagranicznych, m.in. Applied Economics, The Chinese Economy, Eurasian Economic Review, Financial Innovation i Journal of Economics and Finance. Łącznie po uzyskaniu stopnia doktora

zrecenzowała ponad 30 artykułów naukowych, a także książkę dla wydawnictwa Palgrave Macmillan.

Bogata jest również aktywność dydaktyczna i związana z kształceniem młodej kadry naukowej. Habilitantka pełniła funkcję promotora pomocniczego w dwóch przewodach doktorskich, z których jeden zakończył się obroną w 2017 r., a drugi obroną w marcu 2026 r. Po uzyskaniu stopnia doktora wypromowała 11 prac magisterskich i 112 prac licencjackich, a więc łącznie 123 prace dyplomowe, oraz sporządziła 274 recenzje prac dyplomowych.

Na uwagę zasługuje także bardzo duża mobilność dydaktyczna Habilitantki. W ramach programu Erasmus+ prowadziła zajęcia w licznych uczelniach partnerskich, m.in. na University of Malta, University of Pretoria, University of Ioannina, University of Palermo, University of Extremadura, University of Rijeka, University of Regensburg, University of Aveiro oraz University of Huddersfield. W dokumentacji wskazano 12 wyjazdów typu *Staff Mobility for Teaching* w latach 2011–2025, uzupełnionych udziałem i współorganizacją programów *Blended Intensive Programme*. Habilitantka sprawowała również opiekę nad zagranicznymi doktorantami odbywającymi pobyty naukowe na Uniwersytecie Łódzkim.

Aktywność środowiskową potwierdza także członkostwo w gremiach naukowych i organizacjach, m.in. Polskim Towarzystwie Ekonomicznym, Academy of International Business oraz International Atlantic Economic Society, a także udział w komisjach i zespołach uniwersyteckich. Dorobek Habilitantki został ponadto doceniony nagrodami, w tym dwiema nagrodami naukowymi pierwszego stopnia Rektora Uniwersytetu Łódzkiego za publikacje książkowe oraz drugą nagrodą Prezesa Narodowego Banku Polskiego za najlepszy artykuł opublikowany w 2023 r. w czasopiśmie „Bank i Kredyt”.

Podsumowując, pozostały dorobek oraz aktywność naukową dr Ewy Feder-Sempach oceniam wysoko. Na ocenę tę składają się nie tylko liczba i różnorodność publikacji, lecz również aktywność projektowa, konferencyjna i recenzencka, liczne kontakty z zagranicznymi ośrodkami akademickimi oraz działalność na rzecz rozwoju młodej kadry. Szczególnie istotne z punktu widzenia postępowania habilitacyjnego jest to, że współpraca z innymi ośrodkami przybierała różne formy – od staży i kwerend, przez konsultacje metodologiczne i wspólne projekty, po publikacje przygotowywane z badaczami reprezentującymi inne jednostki. **Moim zdaniem dokumentacja potwierdza zatem spełnienie przesłanki istotnej aktywności naukowej realizowanej w więcej niż jednej uczelni lub instytucji naukowej.**

5. Konkluzja

Zgodnie z art. 219 ust. 1 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która posiada stopień doktora, posiada w dorobku osiągnięcia naukowe stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny oraz wykazuje się istotną aktywnością naukową realizowaną w więcej niż jednej uczelni lub instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej. Jedną z ustawowo przewidzianych form osiągnięcia jest cykl powiązanych tematycznie artykułów naukowych.

Na podstawie analizy przedłożonej dokumentacji stwierdzam, że dr Ewa Feder-Sempach spełnia wszystkie wskazane przesłanki. Posiada stopień doktora, a przedstawiony cykl publikacji

pt. *Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej* stanowi w mojej ocenie znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse, przede wszystkim poprzez rozwój badań nad zmiennością ryzyka systematycznego, właściwościami *hedge* i *safe-haven* oraz ich znaczeniem dla dywersyfikacji portfela. Dokumentacja potwierdza również istotną aktywność naukową Habilitantki realizowaną w wielu krajowych i zagranicznych ośrodkach akademickich.

W konsekwencji **pozytywnie oceniam wniosek dr Ewy Feder-Sempach i popieram nadanie Jej stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse.**