

RECENZJA

osiągnięcia naukowego i pozostałego dorobku naukowego, dydaktycznego, organizacyjnego, popularyzatorskiego dr Ewy Feder-Sempach w związku z wszczęciem postępowania w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego nauk społecznych, w dyscyplinie nauki ekonomia i finanse

1. Ocena formalna wniosku

Przedstawiony przez Habilitantkę wniosek spełnia wymogi formalne określone dla postępowania w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego.

2. Ocena osiągnięcia naukowego

Jako osiągnięcie naukowe będące podstawą postępowania Habilitantka przedstawiła cykl publikacji pt. „Ryzyko inwestycyjne na międzynarodowym rynku finansowym w świetle nowoczesnej teorii portfelowej”, obejmujący 11 artykułów (dalej Cykl).

Cykl został osadzony w ramach nowoczesnej teorii portfelowej (Modern Portfolio Theory, MPT). Teoria ta wykorzystuje założenia dotyczące racjonalności decyzji i maksymalizacji użyteczności, a jednocześnie uwzględnia relację pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu i ryzykiem oraz znaczenie dywersyfikacji portfela. Rozwinięciem tego podejścia jest m.in. model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), w którym szczególne znaczenie przypisuje się ryzyku systematycznemu, mierzonemu współczynnikiem beta.

MPT oraz CAPM mają charakter modeli jednookresowych. W tym kontekście przedstawiony Cykl podejmuje interesujące zagadnienie empirycznej weryfikacji wybranych założeń teorii portfelowej w różnych warunkach rynkowych, a także analizuje kompozycję portfela z uwzględnieniem dwóch kategorii aktywów, tj. aktywów typu *safe asset* oraz *safe haven*.

3. Spójność i charakter programu badawczego

Przedstawiony Cykl jest spójny tematycznie i metodologicznie. Poszczególne artykuły mają przede wszystkim charakter empiryczny, a zastosowane badania opierają się na analizie danych archiwalnych oraz modelowaniu ilościowym. Habilitantka konsekwentnie osadza poszczególne analizy w ramach teorii portfelowej.

Na uwagę zasługuje stosunkowo wysoki poziom kompetencji ilościowych widoczny w prowadzonych analizach. Jednocześnie zastosowane metody badawcze są w większości znane z wcześniejszej literatury przedmiotu i nie stanowią zasadniczo nowych narzędzi metodologicznych.

Cykl można traktować jako względnie spójny program badawczy, oparty na wspólnych ramach teoretycznych i modelowych oraz wykorzystujący relatywnie długie szeregi czasowe. Poszczególne badania pozostają przy tym komplementarne względem siebie.

Pewne zastrzeżenia dotyczą natomiast sposobu konceptualizacji i agregacji programu badawczego. W autoreferacie nie przedstawiono w sposób dostatecznie jednoznaczny przejścia od poziomu koncepcyjnego do poziomu operacyjnego. Dotyczy to w szczególności relacji pomiędzy ramami teoretycznymi, pytaniami badawczymi, hipotezami, zastosowanymi metodami oraz sposobem interpretacji wyników. Dyskusja części wynikowej ma miejscami charakter przede wszystkim narracyjny.

Nie w pełni wyeksponowano również predykcyjny charakter przyjętych ram koncepcyjnych i sposób ich walidacji. W tym kontekście można wskazać na znaczenie podejścia przedstawionego m.in. przez Libby et al. (2002), w szczególności w zakresie rozróżnienia pomiędzy konstruktem teoretycznym a jego operacjonalizacją i empiryczną weryfikacją. W mojej ocenie bardziej jednoznaczne przedstawienie tych relacji wzmocniłoby argumentację dotyczącą naukowego znaczenia Cyklu.

Ponadto poszczególne publikacje pozostają ze sobą powiązane poprzez wzajemne odwołania i autocytowania. Sam ten fakt nie stanowi zastrzeżenia, jednak przy ocenie Cyklu jako jednego programu

badawczego istotne jest wyraźne wskazanie, jakie nowe elementy wiedzy wynikają z jego agregacji w stosunku do rezultatów poszczególnych publikacji.

4. Ocena deklarowanego wkładu naukowego

W autoreferacie Habilitantka wskazuje na określony wkład Cyklu w rozwój wiedzy w obszarze teorii portfelowej, w tym MPT i CAPM (ref.). W szczególności (Feder-Sempach, 2026, pp. 12–13):

- I. Wkład w opracowanie nowej metody badawczej w ramach pomiaru własności *hedge* i *safe-haven*:
 - a. Zastosowanie wielowymiarowego czynnikowego modelu stochastycznej zmienności (ang. *Multivariate Factor Stochastic Volatility*) w badaniach nad efektem *safe-haven* oraz do identyfikacji aktywów typu *hedge*, co umożliwia analizę źródeł ryzyka zamiast wnioskowania tylko na podstawie współczynników korelacji (Cykl 2, 5¹).
 - b. Zaproponowanie nowej definicji aktywów *hedge* i *safe-haven* w oparciu o statystyki rozkładu *a posteriori* warunkowej korelacji (między stopą zwrotu z aktywów *hedge* i *safe-haven*, a stopą zwrotu z indeksu giełdowego) w wielowymiarowym, czynnikowym modelu stochastycznej zmienności (Cykl 2, 5).
 - c. Połączenie koncepcji współczynnika beta z efektem *safe-haven* (Cykl 4). Koncepcja *hedge* i *safe-haven* odnosi się do aktywów, które zachowują lub zwiększają swoją wartość w okresach spadków rynkowych. W oparciu o model CAPM, własność ta oznacza, że aktywa typu *safe-haven* powinny charakteryzować się zerową lub ujemną betą w okresach kryzysowych, nawet jeśli w normalnych warunkach rynkowych ich współczynnik beta jest dodatni lub bliski zero. Pojęcia te mają wspólną intuicję ekonomiczną, aczkolwiek aktywa o cechach *safe-haven* to koncept warunkowy, a współczynnik beta to miara średnia.
- II. Wkład w zakresie analizy krajów rozwijających się i krajów grupy BRICS
 - a. Analiza efektu *safe-haven* na chińskim rynku giełdowym, na którym kształtowanie się stóp zwrotu z aktywów finansowych może różnić się od rynków rozwiniętych ze względu na istotną rolę państwa (Cykl 1). Według autorów artykuł jest jednym z pierwszych artykułów opublikowanych na świecie, który podejmuje tę tematykę
 - b. Analiza walut krajów BRICS jako aktywów typu *hedge* i *safe-haven* (Cykl 2). Według autorów artykuł jest jednym z niewielu¹⁷, który analizuje waluty krajów BRICS (real brazylijski, rubel rosyjski, rupia indyjska, juan chiński i rand południowoafrykański¹⁸) jako aktywa typu *hedge* i *safe-haven*. Wyniki zaprezentowane w artykule kwestionują dominację walut międzynarodowych z rynków rozwiniętych jako tych, które głównie pełnią funkcję ochronną (*hedge* i *safe-haven*) dla portfela inwestycji. Juan chiński może być skutecznym narzędziem dywersyfikacji ryzyka, co wskazuje, że status *safe-haven* nie jest wyłącznie domeną walut emitowanych na rynkach rozwiniętych.
 - c. Analiza ETF-ów odwzorowujących indeksy akcji rynków wschodzących (Cykl 10) i rynków rozwiniętych (Cykl 7). Pokazanie, że zmienność stóp zwrotu ETF-u nie jest w pełni wyjaśniana przez zmiany *benchmarku* (indeksu referencyjnego) na rynkach rozwijających się i występuje istotne ryzyko niesystematyczne. Odwrotnie, na rynkach rozwiniętych – ryzyko niesystematyczne związane z konstrukcją funduszu jest minimalne, a inwestor jest w praktyce narażony głównie na ryzyko systematyczne, zgodnie z założeniami klasycznej teorii portfelowej.
- III. Wkład w rozwój badań aplikacyjnych nad zmiennym w czasie współczynnikiem beta, modelowanym za pomocą procesu stochastycznego
 - a. Analiza zmian strukturalnych w modelu CAPM (analiza zmian współczynnika beta, miary ryzyka systematycznego) na podstawie testu Andrews, w którym moment zmiany strukturalnej nie jest ściśle ustalony (Cykl 3). Analiza zmian strukturalnych w modelu CAPM dostarcza dowodów, że

¹ Dla spójności utrzymano indeksację elementów Cyklu tożsamą jak we wniosku Habilitantki.

- współczynnik beta nie jest parametrem stałym w czasie, co w jakimś sensie wzmacnia krytykę klasycznego CAPM i przesuwa akcent z czysto normatywnego charakteru modelu na jego weryfikowalność empiryczną.
- b. Zastosowanie filtrów Kalmana jako narzędzi estymacji dla procesów stochastycznych do oszacowania współczynnika beta (Cykl 6, 9) łączy informacje historyczne z bieżącymi obserwacjami, co skutkuje bardziej realistycznym pomiarem ryzyka oraz poprawia empiryczne własności estymowanego modelu.
 - c. Zastosowanie analizy bayesowskiej w modelu SBETA (*Mean-Reverting Stochastic Process for the Market Beta*) do oszacowania współczynnika beta na polskim i niemieckim rynku kapitałowym (Cykl 8). W modelu SBETA, współczynnik beta modelowany jest jako proces stochastyczny z tendencją powrotu do długookresowej średniej, co lepiej sprawdza się w warunkach zmieniającej się struktury rynku i zbliża teorię do praktyki inwestycyjnej.
 - d. Analiza stabilności współczynnika beta na rynku wzrostowym i spadkowym z wykorzystaniem metody *bootstrapowej*, co może pomóc zredukować ryzyko podejmowania niewłaściwych decyzji inwestycyjnych w oparciu o niestabilny parametr beta (Cykl 11).

W pkt. I.a. autorzy w istocie wykorzystują określoną strukturę modelu MFSV, aby badać latentną/dynamiczną strukturę relacji *safe-haven*, której standardowe podejścia korelacyjne nie pokazują. To nie jest wkład metodologiczny, bo metod była poprzednio znana (Pitt & Shephard, 1999) kontekst także (Będowska-Sójka & Kliber, 2021), to co zostaje w istocie to wkład empiryczny, bo struktura ukryta nie była wcześniej badana w kontekście *safe haven*. Samo budowanie kolejnych definicji *hedge* i *safe haven*, (I.b) bez wskazania jej istotności, w świetle już istniejących badań, przewagi koncepcyjnej lub praktycznej, sprowadza się do klasyfikacji i porządkowania literatury. Pomimo deklaracji Habilitantki (I.c) nie widzę teoretycznego połączenia bety z *safe-haven*, zmiana definicyjna w tym wypadku sprowadza się do zastąpienia miary neutralnej na systematyczną ryzyka, sama idea może być podstawą do rozwinięcia teorii, jedna jej ważkość nie została wprost określona. Bez wskazania mechanizmu wyboru okna czasowego, taktowania odstępów czasowych, definicji brakuje warunków brzegowych stosowalności. Podnoszenie wkładu jako analiza “krajów rozwijających się i krajów grupy BRICS” (II a-c) jest zmianą kontekstu dla celów albo testowania teorii, metody lub kumulacji dowodów empirycznych. W moim przekonaniu jest częścią wkładu empirycznego wskazanego w pkt. III. Empirycznie cykl potwierdza niestabilność bety w czasie, możliwość skorygowania niestabilności poprzez zastosowanie filtrów Kalmana. Wszak wyniki zależą od rygoru samego procesu obliczeniowego oraz wiarygodności danych.

W mojej ocenie przedstawione publikacje dostarczają wartościowego materiału empirycznego dotyczącego funkcjonowania wybranych zależności portfelowych w różnych kontekstach rynkowych. Cykl dokumentuje również przeprowadzenie analiz z wykorzystaniem spójnego i możliwego do odtworzenia protokołu badawczego, co zwiększa możliwość replikacji uzyskanych wyników.

Jednocześnie nie znajduję w przedstawionym materiale wystarczających podstaw do stwierdzenia, że Cykl prowadzi do istotnej rozbudowy istniejących teorii MPT lub CAPM w wymiarze koncepcyjnym. Zastosowane metody i narzędzia badawcze są znane z wcześniejszej literatury, natomiast przedstawione ich modyfikacje i korekty mają, w mojej ocenie, przede wszystkim charakter przyczynkowy.

W konsekwencji wkład Cyklu postrzegam przede wszystkim jako empiryczny, confirmacyjny i porządkujący, polegający na weryfikacji określonych zależności w różnych warunkach rynkowych oraz na dostarczeniu wyników, które mogą być wykorzystane w dalszych badaniach nad zachowaniem portfeli inwestycyjnych.

Jednocześnie uważam, że taki charakter wkładu może stanowić wkład w rozwój dyscypliny nauki ekonomia i finanse, o ile zostanie odpowiednio wykazane jego znaczenie dla istniejącego stanu wiedzy. W mojej ocenie przedstawiony materiał daje podstawy do przyjęcia, że warunek ustawowy dotyczący wniesienia wkładu w rozwój dyscypliny został spełniony.

5. Indywidualny wkład Habilitantki

Bardziej złożona jest ocena indywidualnego wkładu Habilitantki w publikacje współautorskie.

Informacje przedstawione w Tabeli 2 wniosku, zestawione z charakterem wkładu opisanego powyżej, nie pozwalają na całkowicie jednoznaczne określenie ważkości indywidualnego udziału Habilitantki w rozwój empirycznego wkładu. O ile zastosowane metody badawcze były znane w literaturze, o tyle uzyskanie wkładu empirycznego wiąże się z rygorystycznym schematem badawczym oraz jakością obliczenia. Z analizy oświadczeń publikacyjnych wynika, iż Habilitantka brała udział w wyborze metody badawczej w całym Cyklu, jednakowoż jedynie w Cyklu 7 oraz 10 uczestniczyła w obliczeniach (Feder-Sempach, 2026, p. 9 Tabela 2).

Jednocześnie w większości publikacji Habilitantka występuje jako pierwszy autor. W praktyce procesu publikacyjnego funkcja pierwszego autora jest zazwyczaj związana z istotnym udziałem w konceptualizacji badania, organizacji procesu badawczego, przygotowaniu zasadniczej części tekstu oraz koordynowaniu współpracy pomiędzy autorami. Informacja ta stanowi zatem istotną przesłankę przemawiającą za znaczącym udziałem Habilitantki w realizacji badań.

Kwestia ta, mimo dominującej pozycji autorskiej Habilitantki, powinna stanowić jeden z głównych wątków dyskusji podczas kolokwium habilitacyjnego w celu ostatecznego i jednoznacznego potwierdzenia jej wiodącej roli w obszarze obliczeń i przygotowania schematu badań.

6. Agregacja Cyklu i konstrukcja argumentacji naukowej

Istotnym elementem oceny osiągnięcia habilitacyjnego jest sposób przedstawienia Cyklu jako jednego programu badawczego, a nie wyłącznie zbioru powiązanych tematycznie publikacji.

Autoreferat, liczący 81 stron, zawiera obszerną prezentację poszczególnych elementów dorobku. W mojej ocenie relacje pomiędzy pytaniem badawczym, celem badania, ramami teoretycznymi i koncepcyjnymi, problematyką, hipotezami, wynikami, wkładem oraz ograniczeniami badań nie zostały jednak przedstawione w sposób wystarczająco syntetyczny i jednoznaczny.

Przykładem jest przedstawienie 11 cząstkowych pytań badawczych opisujących Cykl (Feder-Sempach, 2026, pp. 22–23). W mojej ocenie przydatne byłoby jednoznaczne wskazanie nadrzędnego pytania badawczego, które spajałoby poszczególne analizy i pozwalało określić ich wzajemną relację.

W części publikacji nie sformułowano również w sposób bezpośredni hipotez badawczych (np.: Cykl 1, Cykl 3). Przy ilościowym charakterze prowadzonych analiz utrudnia to jednoznaczne rozróżnienie pomiędzy wynikiem badania a jego interpretacją. W konsekwencji prezentacja wyników i ich ocena miejscami wzajemnie się przenikają.

Kwestia ta nie podważa wartości przeprowadzonych analiz, jednak ogranicza przejrzystość konstrukcji całego programu badawczego i utrudnia ocenę, w jakim zakresie poszczególne wyniki odpowiadają na wspólny problem badawczy.

7. Znaczenie ekonomiczne i finansowe wyników

Jednym z zasadniczych elementów oceny Cyklu jest relacja pomiędzy zastosowanym aparatem ekonometryczno-statystycznym a ekonomiczną i finansową interpretacją uzyskanych wyników.

Przedstawione badania wykazują znaczące kompetencje autorów w zakresie modelowania ilościowego. W niektórych miejscach jednak warstwa ekonometryczna i modelowa jest bardziej wyeksponowana niż interpretacja ekonomiczno-finansowa (np. Cykl 6, 9).

Wyniki Cyklu pozwalają odpowiedzieć na pytanie, jakie zależności empiryczne obserwowane są w określonych warunkach rynkowych. W mniejszym stopniu przedstawiono natomiast konsekwencje tych wyników dla teorii i praktyki finansów, w szczególności dla procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych i zarządzania ryzykiem.

Za istotny element Cyklu uznaję próbę rozszerzenia analizy modeli MPT/CAPM o wymiar międzyokresowy, w szczególności poprzez wykazanie niestabilności współczynnika beta w czasie. W zakresie konstrukcji portfela interesującym elementem jest również uwzględnienie aktywa stabilizującego portfel rynkowy, określanego jako *safe haven*.

W tym obszarze wskazane byłoby jednak bardziej jednoznaczne rozróżnienie pomiędzy funkcją immunizacji portfela a funkcją aktywa stabilizującego portfel. Pozycja krótka na portfelu rynkowym może prowadzić do istotnego ograniczenia ekspozycji na ryzyko, jednak jednocześnie wpływa na oczekiwaną

dochodowość portfela (brutto, po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych od czego abstrahuje MTP/CAPM). Z ekonomicznego punktu widzenia naturalnym punktem odniesienia dla oceny funkcji *safe haven* byłoby zatem zestawienie kosztu pozostającego ryzyka rezydualnego z kosztem utraty dochodowości wynikającym z zastosowania instrumentu zabezpieczającego, z uwzględnieniem kosztów depozytowych i kosztów premii porcyjnej.

Zagadnienie to nabiera dodatkowego znaczenia w przypadku instrumentów pochodnych o bardziej złożonej konstrukcji oraz rynku OTC. Rozwinięcie tego aspektu mogłoby zwiększyć znaczenie ekonomiczno-finansowe przedstawionego programu badawczego.

W konsekwencji oceniam, że Cykl przedstawia relatywnie rozbudowany i technicznie zaawansowany materiał empiryczny, natomiast jego ekonomiczna i finansowa interpretacja mogłaby być w większym stopniu rozwinięta. W mojej ocenie jest to jeden z obszarów, w którym potencjał wynikający z przeprowadzonych analiz nie został w pełni wykorzystany.

8. Ograniczenia programu badawczego

W autoreferacie nie zidentyfikowałem wystarczająco szerokiej i pogłębionej dyskusji ograniczeń całego programu badawczego. Na poziomie poszczególnych publikacji zakres tej dyskusji jest zróżnicowany.

Wskazywane ograniczenia dotyczą przede wszystkim zakresu terytorialnego, poziomu agregacji danych lub kwestii technicznych. Wydaje się natomiast, że szerszego omówienia wymagałyby ograniczenia wynikające z warunków instytucjonalnych i makroekonomicznych analizowanego okresu.

Lata 2014–2024 obejmowały m.in. okres ujawnienia nieprawidłowości związanych z rynkiem EURIBOR, istotne zmiany na rynku walutowym, okres ujemnych stóp procentowych, niestandardową politykę pieniężną i skup aktywów przez banki centralne, zaburzenia związane z pandemią COVID-19 oraz gwałtowne podwyżki stóp procentowych po 2022 r. Czynniki te mogły wpływać na stabilność analizowanych relacji i parametrów modeli (np. Cykl 3).

Również na poziomie technicznym wskazane byłoby szersze omówienie konsekwencji przyjętych procedur postępowania z brakującymi obserwacjami, w tym usuwania obserwacji w przypadku braków danych (np. Cykl 2, str. 78) oraz potencjalnego zastosowania alternatywnych metod imputacji.

W mojej ocenie większe znaczenie dla oceny wiarygodności wyników miałyby również dyskusja ich stabilności w odniesieniu do przyjętych założeń teoretycznych i modelowych oraz jakości wykorzystywanych danych. Kwestie te mają znaczenie dla oceny trafności wewnętrznej prowadzonych analiz.

9. Ocena ogólna osiągnięcia naukowego

Cykl charakteryzuje się wyraźną spójnością tematyczną i metodologiczną. Materiał empiryczny jest obszerny, a zastosowane procedury analityczne są przedstawione w sposób pozwalający w znacznej części na ich odtworzenie.

Jednocześnie główny wkład Cyklu oceniam jako empiryczny i confirmacyjno-porządkujący. W przedstawionym materiale nie znajduję dostatecznie silnych podstaw do przypisania Cyklowi istotnego wkładu w postaci rozbudowy podstawowych ram teoretycznych MPT lub CAPM. Za istotny obszar wymagający dalszego rozwinięcia uznaję natomiast konceptualizację programu badawczego, agregację wyników oraz ich interpretację z perspektywy ekonomiczno-finansowej.

Materiały przedstawione w postępowaniu zostały przygotowane starannie pod względem formalnym i edytorskim.

10. Pozostały dorobek naukowy

Habilitantka wyodrębniła trzy główne nurty pozostałego dorobku naukowego:

a) nurt badawczy bezpośrednio związany z głównym Cyklem – 16 pozycji, obejmujących artykuły i monografie;

b) nurt dotyczący aktywów bezpiecznych (*safe assets*) – 6 pozycji;

c) nurt dotyczący rynku finansowego – 12 pozycji.

Poza tym zestawieniem pozostaje 6 publikacji powstałych przed uzyskaniem stopnia doktora oraz 4 pozycje, w których Habilitantka pełniła funkcję współredaktora.

Pozostały dorobek jest spójny zarówno pod względem tematycznym, jak i metodologicznym, a zarazem komplementarny wobec głównego obszaru zainteresowań naukowych Habilitantki. Pod względem ilościowym należy go ocenić jako znaczny, natomiast przy zastosowaniu jako punktu odniesienia kryteriów punktacji publikacji obowiązujących w systemie ewaluacji nauki jego poziom można określić jako porównywalny z dorobkiem spotykanym w analogicznych postępowaniach.

Jednocześnie dorobek charakteryzuje się stosunkowo niewielkim zróżnicowaniem metodologicznym. W szczególności widoczny jest ograniczony udział badań prowadzonych w innych reżimach metodologicznych, np. jakościowych, a także niewielka liczba publikacji dotyczących danych, protokołów badawczych czy innych form upowszechniania rezultatów badań.

11. Prace w toku

Habilitantka wskazała trzy prace pozostające w toku. Dwie z nich zostały przyjęte do druku, natomiast trzecia została przekazana do czasopisma.

Informację tę należy ocenić pozytywnie jako potwierdzenie kontynuacji aktywności publikacyjnej Habilitantki.

12. Aktywność konferencyjna

Po uzyskaniu stopnia doktora Habilitantka uczestniczyła w 27 konferencjach naukowych, zarówno stacjonarnych, jak i organizowanych w formule online.

Ponadto podczas trzech konferencji międzynarodowych przewodniczyła sześciu sesjom naukowym oraz pełniła funkcję dyskusantki podczas trzech referatów.

Aktywność konferencyjna Habilitantki jest zatem regularna i obejmuje również funkcje wykraczające poza bierne uczestnictwo. Jednocześnie w przedstawionym dorobku stosunkowo niewiele jest aktywności na najbardziej rozpoznawalnych międzynarodowych konferencjach z zakresu finansów, takich jak *European Finance Association* (EFA) czy *American Finance Association* (AFA). Należy jednak traktować to jako element charakterystyki profilu międzynarodowej aktywności konferencyjnej, a nie jako samodzielną przesłankę oceny dorobku habilitacyjnego.

13. Projekty badawcze i współpraca naukowa

Habilitantka wykazała udział w projektach badawczych, w tym również pełnienie funkcji kierowniczych. Wśród projektów znajdują się przedsięwzięcia finansowane ze źródeł zewnętrznych, w tym projekt Miniatura 6.

Aktywność projektowa potwierdza zaangażowanie Habilitantki w pozyskiwanie i realizację badań finansowanych w formule projektowej.

14. Nagrody i wyróżnienia

Dorobek Habilitantki był przedmiotem uznania zarówno na poziomie instytucjonalnym, jak i zewnętrznym.

Habilitantka otrzymała m.in. nagrody Rektora Uniwersytetu Łódzkiego oraz II nagrodę Prezesa Narodowego Banku Polskiego. Stanowi to dodatkowe potwierdzenie rozpoznawalności jej aktywności naukowej.

15. Dorobek dydaktyczny i popularyzatorski

Habilitantka prowadzi działalność dydaktyczną, w tym zajęcia ze studentami. Pełniła funkcję promotora pomocniczego w zakończonym przewodzie doktorskim, uczestniczyła w programie „Mistrzowie Dydaktyki” oraz w mobilności realizowanej w ramach programu Erasmus+ KA131.

Aktywność ta wskazuje na systematyczne zaangażowanie Habilitantki w działalność dydaktyczną oraz rozwój kompetencji związanych z kształceniem akademickim.

16. Działalność organizacyjna i współpraca z otoczeniem

Dorobek organizacyjny Habilitantki obejmuje m.in. pełnienie funkcji Pełnomocnika Rektora ds. mobilności naukowej, akredytacji międzynarodowych i kierunków prowadzonych w języku angielskim oraz funkcji Pełnomocnika Dziekana ds. programów mobilnościowych.

Habilitantka pełniła również funkcję sekretarza trzech konferencji naukowych.

Wskazane aktywności świadczą o istotnym zaangażowaniu Habilitantki w działalność organizacyjną jednostki oraz w rozwój jej współpracy międzynarodowej.

17. Pozostałe elementy aktywności naukowej

Na uwagę zasługuje również aktywność Habilitantki w procesie recenzowania publikacji naukowych. Wykonywała ona recenzje dla czasopism naukowych, w tym m.in. *Applied Economics* oraz *Ekonomista*.

Aktywność recenzencka stanowi dodatkowy element potwierdzający jej uczestnictwo w środowisku naukowym i procesie oceny jakości publikacji naukowych.

18. Konkluzja

Przedstawiony dorobek Habilitantki jest spójny tematycznie i obejmuje systematycznie rozwijany program badań dotyczących teorii portfelowej, aktywów bezpiecznych oraz funkcjonowania rynków finansowych. Na szczególne podkreślenie zasługuje jej warsztat ilościowy, doświadczenie w prowadzeniu badań empirycznych, aktywność publikacyjna oraz zaangażowanie w projekty badawcze i działalność organizacyjną.

Główny Cykl publikacji stanowi spójny program empirycznej analizy wybranych założeń i konsekwencji teorii portfelowej w różnych warunkach rynkowych. Jego wartość upatruję przede wszystkim w zakresie zgromadzonego materiału empirycznego, konsekwentnym wykorzystaniu metod ilościowych oraz możliwości replikacji znacznej części przeprowadzonych analiz.

Jednocześnie za obszary wymagające dalszego doprecyzowania uznaję przede wszystkim: jednoznaczne określenie nadrzędnego pytania badawczego i ram koncepcyjnych Cyklu, wyraźniejsze powiązanie hipotez z wynikami, pogłębienie dyskusji ograniczeń badań oraz silniejsze wyeksponowanie ekonomicznego i finansowego znaczenia uzyskanych rezultatów.

Wątpliwości dotyczące zakresu indywidualnego wkładu Habilitantki w publikacje współautorskie, przy jednoczesnym uwzględnieniu jej dominującej pozycji autorskiej w większości prac, powinny zostać dodatkowo wyjaśnione w toku dalszego postępowania.

Całościowo przedstawiony dorobek wskazuje na ukształtowanie samodzielnego profilu badawczego Habilitantki oraz na jej aktywne uczestnictwo w działalności naukowej, dydaktycznej i organizacyjnej. W mojej ocenie przedstawione osiągnięcia naukowe oraz pozostały dorobek stanowią podstawę do uznania, że Habilitantka spełnia wymagania stawiane osobom ubiegającym się o nadanie stopnia doktora habilitowanego w dyscyplinie nauki ekonomia i finanse.

Reasumując na podstawie pkt 1- 17 stwierdzam, iż Habilitantka posiada w dorobku osiągnięcia naukowe stanowiące znaczny wkład w rozwój dyscypliny nauki ekonomia i finanse określone w art. 219 ust. 1 pkt 2 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, konieczne do uzyskania awansu naukowego. Wnoszę przeto o dopuszczenie dr Ewy Feder-Sempach do kolejnych etapów postępowania habilitacyjnego.

Warszawa, IX 2026

Ref.:

- Będowska-Sójka, B., & Kliber, A. (2021). Is there one safe-haven for various turbulences? The evidence from gold, Bitcoin and Ether. *The North American Journal of Economics and Finance*, 56, 101390. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101390>
- Feder-Sempach, E. (2026). *Autoreferat przedstawiający osiągnięcia naukowo-badawcze, dydaktyczne, popularyzatorskie i organizacyjne w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse*.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting Organizations and Society*, 27, 777–810.
- Pitt, M. K., & Shephard, N. (1999). Time-Varying Covariances: A Factor Stochastic Volatility Approach. In J. M. Bernardo, J. O. Berger, A. P. Dawid, & A. F. M. Smith (Eds), *Bayesian Statistics 6* (pp. 547–570). Oxford University PressOxford. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198504856.003.0024>