



Gdańsk, 5.03.2026

Dr hab. Błażej Prusak, prof. PG
Politechnika Gdańska
Wydział Zarządzania i Ekonomii
Katedra Finansów
Ul. G. Narutowicza 11/12
80-222 Gdańsk

**Recenzja dorobku naukowego w postępowaniu habilitacyjnym
dr. Lesława Markowskiego w dziedzinie nauk społecznych,
w dyscyplinie ekonomia i finanse**

1. Podstawa prawna opracowania recenzji

Podstawę formalną sporządzenia recenzji stanowi pismo z dnia 11.02.2026 informujące o powołaniu mnie zgodnie z Uchwałą Nr 159/2026 Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie z dnia 21 stycznia 2026 roku na recenzenta w postępowaniu w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse dr. Lesławowi Markowskiemu.

Recenzja została przeze mnie sporządzona na podstawie dostarczonej w formie papierowej oraz na pendrive dokumentacji, tj.:

- Dane Wnioskodawcy.
- Wniosek Habilitanta.
- Kopia dyplomu potwierdzającego posiadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii.
- Autoreferat zawierający opis aktywności naukowej i osiągnięć dydaktyczno-organizacyjnych.
- Wykaz osiągnięć naukowych albo artystycznych, stanowiących znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse.
- Kopie prac naukowych wchodzące w skład cyklu powiązanych tematycznie artykułów naukowych pt.: „Klasyczne i niestandardowe postacie modelu CAPM w kontekście asymetrii ryzyka” (cykl główny A).
- Kopie prac naukowych wchodzące w skład cykli publikacji oznaczonych literami B i C.
- Skan dokumentu potwierdzającego pobyt naukowy dr. Lesława Markowskiego na Uniwersytecie Technicznym w Tallinie w dniach od 13 do 17 czerwca 2015 r. (dokument dostarczony online).

Ocena została przeprowadzona z uwzględnieniem wymagań ustawowych stawianych osobom ubiegającym się o uzyskanie stopnia doktora habilitowanego, zawartych w art. 219 ust. 1 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z późn. zmianami*, tj.:

- 1) *posiada stopień doktora;*
- 2) *posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny, w tym co najmniej: a) 1 monografię naukową wydaną przez wydawnictwo, które w roku opublikowania monografii w ostatecznej formie było ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 ust. 2 pkt 2 lit. a, lub b) 1 cykl powiązanych tematycznie artykułów naukowych opublikowanych w czasopiśmie naukowych lub w recenzowanych materiałach z konferencji międzynarodowych, które w roku opublikowania artykułu w ostatecznej formie były ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 ust. 2 pkt 2 lit. b, lub c) 1 zrealizowane oryginalne osiągnięcie projektowe, konstrukcyjne, technologiczne lub artystyczne;*
- 3) *wykazuje się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej.*

2. Sylwetka Kandydata

Habilitant rozpoczął swoją karierę naukową jako asystent w Katedrze Statystyki i Informatyki w Akademii Rolniczo-Technicznej w Olsztynie i na tej uczelni podjął studia doktoranckie. Od 1999 roku związał się jednak z Uniwersytetem Warmińsko-Mazurskim w Olsztynie, na którym pracuje do dziś jako adiunkt w Katedrze Finansów. W międzyczasie uzyskał On stopień doktora na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Jego zainteresowania naukowe od wielu lat głównie skupiają się na wykorzystaniu metod ilościowych do badania ryzyka w inwestycjach finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem współczynnika beta i modelu CAPM. W tym obszarze można Jego uznać za eksperta, o czym też świadczą artykuły zawarte w określonych w autoreferacie cyklach publikacji oznaczonych literami B i C. Zapoznałem się z nimi i doceniam ten dorobek naukowy, aczkolwiek ze względów formalno-prawnych nie podlegał on mojej ocenie w kontekście spełnienia drugiej ustawowej przesłanki dotyczącej nadania stopnia doktora habilitowanego. Warto przy tym jednak wspomnieć, iż stanowi on znaczące uzupełnienie wyników badań przedstawionych w głównym cyklu powiązanych tematycznie artykułów naukowych, który podlegał szczegółowej ocenie i został oznaczony literą A. Pod względem ilościowym dorobek Habilitanta jest znaczący, przy czym początkowo wiele prac było publikowanych w polskich czasopiśmie. Dopiero w ostatnich latach zaczął On publikować w uznanych czasopiśmie zagranicznych, takich jak np. *Global Finance Journal*, *The North American Journal of Economics and Finance*. Ważne przy tym jest, że wiele artykułów opublikowanych nawet w polskich czasopiśmie zostało napisanych w języku angielskim, co umożliwiło dotarcie do większego grona czytelników. Jeżeli chodzi o wyniki bibliometryczne, to nie są one może imponujące ale około 100 cytowań odpowiednio w bazach WoS i Scopus oraz ponad 200 w Google Scholar pokazują, że prace Habilitanta znalazły uznanie wśród innych badaczy i są przez nich cytowane.

Istotne znaczenie w działalności naukowej dr. Lesława Markowskiego należy przypisać pełnieniu przez Niego funkcji promotora pomocniczego w zakończonych z sukcesem postępowaniach doktorskich. Wprawdzie tematyka tych prac odbiegała od Jego zainteresowań naukowych, to można jednak

przypuszczać, iż był on odpowiedzialny za nadzorowanie poprawności wykorzystania metod ilościowych. Warto też podkreślić, że pełnił on funkcję redaktora statystycznego czasopisma *Olsztyn Economic Journal* oraz wykonywał recenzje dla takiego czasopisma jak *Global Finance Journal*.

W odniesieniu do działalności organizacyjnej i dydaktycznej, ważne jest, że Habilitant prowadzi zajęcia z wielu przedmiotów w języku polskim i angielskim. Ponadto odbył staż dydaktyczny na Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu oraz uczestniczył w komitetach organizacyjnych kilku konferencji naukowych. Został On doceniony kilkakrotnie w plebiscycie na najlepszego nauczyciela akademickiego i uzyskał wiele nagród Rektora. Jest także członkiem Polskiego Towarzystwa Statystycznego oraz Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Olsztynie.

Wymienione powyżej działalności pokazują, że Habilitant jest aktywnym badaczem, który angażuje się równocześnie w wiele działalności organizacyjnych oraz o charakterze dydaktycznym.

3. Uzyskanie przez Kandydata stopnia doktora

Lesław Markowski uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii nadany uchwałą Rady Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego z dnia 16 grudnia 2004 r., na podstawie rozprawy doktorskiej pt. *Weryfikacja modeli rynku kapitałowego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.* Promotorem pracy był dr hab. Tadeusz Bött, prof. AM w Gdyni.

Oznacza to, że Habilitant spełnia pierwszy wymóg w zakresie nadania stopnia doktora habilitowanego, tzn. posiada stopień doktora.

4. Ocena osiągnięcia naukowego pt. *Klasyczne i niestandardowe postacie modelu CAPM w kontekście asymetrii ryzyka*

Habilitant jako główne osiągnięcie wskazał cykl dziewięciu powiązanych tematycznie artykułów pt. *Klasyczne i niestandardowe postacie modelu CAPM w kontekście asymetrii ryzyka*. W pracach, gdzie był współautorem określił wkład procentowy. Cykl ten tworzą następujące publikacje:

- 1) Markowski, L. (2024). *Conventional and downside CAPM with higher-order moments: Evidence from emerging markets*. Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, 19(1), 93–138. DOI: 10.24136/eq.2043.
- 2) Rutkowska-Ziarko A., Markowski, L., Abdou, H. A. (2024). *Conditional CAPM relationships in standard and accounting risk approaches*. The North American Journal of Economics and Finance, 102123. DOI: 10.1016/j.najef.2024.102123.
- 3) Markowski, L. (2024). *Weryfikacja modelu wyceny kapitału CAPM – na przykładzie indeksów giełdowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej*. Przegląd Wschodnioeuropejski, 15(1), 45–62. DOI: 10.31648/pw.10178.
- 4) Rutkowska-Ziarko A., Markowski L., Pyke C., Amin S. (2022). *Conventional and downside CAPM: The case of London Stock Exchange*. Global Finance Journal, 54 (July), 1–13. DOI: 10.1016/j.gfj.2022.100759.
- 5) Rutkowska-Ziarko A., Markowski L. (2022). *Accounting and market risk measures of Polish energy companies*. Energies, 15(6), 2138. DOI: 10.3390/en15062138.
- 6) Markowski, L. (2020). *Further evidence on the validity of CAPM: the Warsaw stock exchange application*. Journal of Economics and Management, 39(1), 82–104. DOI: 10.22367/jem.2020.39.05.

- 7) Rutkowska-Ziarko A., Markowski L. (2020). *Market and accounting risk factors of asset pricing in the classical and downside approaches*. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 54, 103–112. DOI: 10.17951/h.2020.54.2.103-112.
- 8) Markowski, L. (2019). *Wycena aktywów kapitałowych w klasycznym i dolnostronnym podejściu do ryzyka*. *Wiadomości Statystyczne*, 64(11), 58–75. DOI: 10.5604/01.3001.0013.7582.
- 9) Markowski, L. (2018). *The Relationships Between Beta Coefficients in the Classical and Downside Framework: Evidence from Warsaw Stock Exchange*. *Springer Proceedings in Business and Economics*. W: Krzysztof Jajuga & Hermann Locarek-Junge & Lucjan T. Orłowski (red.), *Contemporary Trends and Challenges in Finance*, p. 45–53, Springer. DOI: 10.1007/978-3-319-76228-9_5.

Dobór artykułów do cyklu pod względem tematycznym można uznać za spójny i z pewnością publikacje dotyczą dyscypliny jaką jest ekonomia i finanse. Można mieć pewne wątpliwości czy tytuł tego cyklu w pełni odzwierciedla jego zawartość oraz rozważania ukazane w autoreferacie. W tytule pominięte są tak ważne aspekty, do których Autor się później odwołuje, jak: zastosowanie danych rynkowych i księgowych w pomiarze ryzyka oraz testowanie modelu CAPM w warunkach korzystnej i niekorzystnej koniunktury. Umieszczenie badań w określonych przez Autora teoriach uważam jako poprawne. Warto przy tym nadmienić, że tematyka cyklu jest stosunkowo wąska ale z pewnością istotna dla obszaru finansów. Kalkulacja oczekiwanej stopy zwrotu przez inwestorów, która to stanowi zarazem koszt kapitału własnego jest ważnym elementem choćby wycen przedsiębiorstw (akcji/udziałów) wykonywanych metodami dyskontowymi, ustalania wartości mierników EVA (ekonomiczna wartość dodana), zysku rezydualnego, czy też kształtowania struktury finansowania. Z jej uwzględnieniem ustala się np. jeden z podstawowych parametrów modelu wyceny, jakim jest stopa dyskontowa. Wartość wyceny jest dosyć mocno wrażliwa na zmiany tej zmiennej. Analitycy dokonując oceny ryzyka w procesie wyceny metodami dyskontowymi za pomocą analizy wrażliwości, bardzo często jako kluczową zmienną mającą wpływ na końcowy wynik wyceny biorą pod uwagę stopę dyskontową lub współczynnik ryzyka beta. To oznacza, iż niewłaściwy dobór współczynnika beta oraz błędy w kalkulacji oczekiwanej stopy zwrotu za pomocą modelu CAPM prowadzą do uzyskania nieprawidłowej wyceny wartości przedsiębiorstwa (akcji/udziałów) i w konsekwencji do podejmowania błędnych decyzji finansowych. Stąd też podejmowaną przez Habilitanta tematykę badań należy uznać jako ważną. Warto też nadmienić, że w praktyce gospodarczej portale finansowe czy dostawcy danych finansowych prezentują wartości klasycznych współczynników beta. Jak wskazują jednak dotychczasowe wyniki badań, w tym te wykonane przez Habilitanta nie zawsze są one odpowiednie.

W autoreferacie Habilitant wyodrębnił cztery główne obszary badawcze w ramach prezentowanego cyklu, określił 5 celów badawczych oraz podjął się weryfikacji 10 hipotez badawczych. W ramach pierwszego obszaru badawczego nowością jest testowanie modelu CAPM dla różnych warunków koniunktury giełdowej (tzw. podejście warunkowe), z wykorzystaniem różnych miar ryzyka. Drugi obszar badawczy dotyczy porównania dwóch podejść do kalkulacji ryzyka w modelu CAPM, tzn. klasycznego (tradycyjnego) z dolnym. Wprawdzie badania w zakresie dolnego ryzyka są realizowane od wielu lat, to wymagają one aktualizacji, a ponadto zostały one wykonane przez Habilitanta z uwzględnieniem danych pochodzących z różnych rynków kapitałowych. Można to uznać jako wartość dodaną. Trzeci obszar badawczy stanowi wypełnienie luki badawczej w odniesieniu do pomiaru ryzyka za pomocą miar bazujących na ko-momentach wyższych rzędów w podejściu dolnym (dolna ko-skośność i dolna ko-kurtoza). Czwarty obszar obejmuje badania związane z zastosowaniem miar księgowych (wskaźników rentowności) do wyceny aktywów kapitałowych oraz ich korelacji z miarami rynkowymi. Jest to o tyle ważne, że w typowym

(rynkowym) podejściu model CAPM dedykowany jest wyłącznie spółkom publicznym. Pojawia się więc problem związany z kalkulacją kosztu kapitału własnego i stopy dyskontowej dla spółek niepublicznych. W tej sytuacji zastosowanie miar księgowych zamiast rynkowych stanowi odpowiednie rozwiązanie. Chociaż badania z wykorzystaniem miar księgowych były już wcześniej realizowane, to te wykonane przez Habilitanta stanowią ich uzupełnienie.

Z punktu widzenia realizowanych badań, ważne jest również to, że zostały one przeprowadzone na różnych rynkach kapitałowych charakteryzujących się zróżnicowanym poziomem rozwoju. Ponadto dotyczyły one różnych sektorów oraz zarówno pojedynczych akcji, jak i indeksów giełdowych. W autoreferacie zabrakło mi jednak bardziej szczegółowych informacji dotyczących uzasadnienia doboru tych instrumentów i rynków, tzn. co było powodem doboru właśnie takich rynków i instrumentów, a nie innych. Jak to wpłynęło na wnioskowanie?

Jednym z głównych wniosków Habilitanta jest uzyskiwanie na wielu rynkach zróżnicowanych premii pod względem znaków w okresach dobrej i złej koniunktury. Jest to ważne spostrzeżenie poparte wynikami badań własnych. Można jednak zastanowić się, jak te wyniki zastosować w procesach wyceny przedsiębiorstw metodami dyskontowymi, gdzie niejednokrotnie prognozy zmiennych finansowych są wykonywane na okres od 5 do 10 lat, który często obejmuje zarówno czasy dobrej, jak i złej koniunktury. Pytanie to zostawiam otwarte dla Habilitanta?

Kolejnym głównym wnioskiem jest to, że dolne współczynniki beta nie są gorsze niż bety konwencjonalne w pomiarze ryzyka i powinny być preferowane szczególnie w przypadku niezgodności rozkładów stóp zwrotu z rozkładem normalnym oraz na rynkach charakteryzujących się wyższym ryzykiem. Na podstawie tych wyników badań można zaproponować portalom finansowym oraz dostawcom danych finansowych wzbogacenie swoich baz o informacje o dolnych współczynnikach beta.

Następnym istotnym wnioskiem z badań było potwierdzenie istotności premii za ryzyko w kontekście dolnej ko-skośności i ko-kurtozy na wybranych rynkach kapitałowych krajów rozwijających się oraz dla określonych polskich indeksów sektorowych.

W odniesieniu do miar księgowych ryzyka stosowanych w modelu CAPM, Habilitant potwierdził występowanie dodatnich relacji między nimi a miarami rynkowymi na analizowanych rynkach, a wyniki te były bardziej przekonujące dla podejścia dolnego. Przydatność mierników księgowych do wyceny aktywów kapitałowych nie została w pełni potwierdzona dla rynku polskiego, zaś pozytywne wyniki osiągnięto dla spółek należących do indeksu DJIA. Pokazuje to, że zastosowanie księgowych miar ryzyka na określonych rynkach powinno być poprzedzone szczegółowymi analizami.

Poniżej ukazano krótką charakterystykę i ocenę poszczególnych publikacji wchodzących w skład cyklu głównego, tj. oznaczonego literą A.

Pierwsza publikacja zawiera kompleksowe badanie dotyczące 26 rynków kapitałowych, tzw. krajów rozwijających się (emerging markets) pochodzących z różnych kontynentów. Autor mógł w artykule dokładniej uzasadnić dobór tych krajów do analizy. Można jedynie przypuszczać, iż wiązał się on z dostępnością danych. Jest to bardzo dobre opracowanie, zawierające kompleksowy przegląd literatury, dokładnie opisaną metodykę badania wraz ze szczegółową prezentacją wyników obejmujących również test odporności (ang. robustness test). W badaniu tym wykazano, że współczynnik beta oraz ko-kurtozy premia za ryzyko mają charakter warunkowy, tzn. uzależnione są od dobrej i złej koniunktury giełdowej. Ponadto z uzyskanych wyników badań wynika, że dolny współczynnik beta wyjaśnia zmienność stóp zwrotu na podobnym poziomie co tradycyjna beta.

Druga publikacja dotyczy badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim, na 24 spółkach wchodzących w skład indeksu Dow Jones Industrial Average. Na podstawie osiągniętych wyników badań uzyskano następujące główne wnioski, tj. przydatność wskaźników księgowych rentowności

do budowy modelu CAPM, istotność warunkowego podejścia do pomiaru ryzyka w modelu CAPM oraz użyteczność dolnego beta w wyjaśnieniu ryzyka systematycznego.

W trzecim artykule ukazano wyniki badań przeprowadzonych na rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Zweryfikowano w nim przydatność modelu CAPM w podejściu klasycznym (bezw warunkowym) i warunkowym, wskazując na przewagę tego drugiego. Jest to potwierdzenie wyników uzyskanych w dwóch pierwszych artykułach.

Czwarty artykuł dotyczy badań nad klasycznym i dolnym podejściem do pomiaru ryzyka z uwzględnieniem wariantu warunkowego i bezwarunkowego. Tym razem badania zostały wykonane z wykorzystaniem danych dotyczących londyńskiej giełdy papierów wartościowych. Habilitant we współudziale z innymi badaczami potwierdzili walory podejścia dolnego i jego nieznaczną wyższość nad podejściem tradycyjnym. Ponadto, jak to miało miejsce we wcześniejszych artykułach potwierdzono przewagę warunkowej koncepcji w stosunku do koncepcji bezwarunkowej.

Piąty artykuł dotyczy wąskiej grupy przedsiębiorstw, tj. spółek wchodzących w skład indeksu sektora energetycznego na GPW w Warszawie. Można mieć wrażenie, że artykuł ten został konkretnie przygotowany pod dany rodzaj czasopisma. Sektor energetyczny ma charakter strategiczny, natomiast kluczową rolę w nim pełnią duże przedsiębiorstwa publiczne. Dlatego akurat rola przydatności księgowych miar do kalkulacji kosztu kapitału własnego (oczekiwanej stopy zwrotu) w tym sektorze wydaje się być znacznie mniejsza niż w wielu innych sektorach, gdzie spółki niepubliczne pełnią większą rolę. Wydaje się także, że Autorzy powinni dodatkowo przeprowadzić również analizy z wykorzystaniem wskaźnika ROE, tak jak to uczyniono w innym artykule. Głównym wnioskiem z badań jest przydatność księgowego wskaźnika ROA w kalkulacji oczekiwanej stopy zwrotu za pomocą modelu CAPM, zarówno w ujęciu dolnym i klasycznym. Potwierdzono także silną zależność między księgową a rynkową miarą ryzyka.

W ramach szóstego artykułu ukazano wyniki badań dotyczące polskiego rynku kapitałowego. Potwierdzono tutaj słuszność podejścia warunkowego w pomiarze ryzyka dla celów kalkulacji oczekiwanej stopy zwrotu za pomocą modelu CAPM. Dodatkowo potwierdzono przewagę dolnej koncepcji pomiaru ryzyka względem tradycyjnego ujęcia, ale jedynie w odniesieniu do stopy zwrotu z portfeli. Ko-skośność odgrywała istotną rolę w pomiarze ryzyka, ale jedynie w podejściu bezwarunkowym.

Siódmy artykuł poświęcony jest badaniom nad polskim rynkiem kapitałowym. Uwzględniono w nim spółki wchodzące w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80. Wynika z nich, że dolny współczynnik beta nie jest gorszą miarą ryzyka w porównaniu do tradycyjnego miernika beta. Dla beta księgowych skalkulowanych z wykorzystaniem wskaźników ROE i ROA uzyskano ujemną premię za ryzyko, co było niezgodne z wynikami badań autorów osiągniętymi np. dla sektora budowlanego.

W ósmym artykule zrealizowano badania na GPW w Warszawie ale z uwzględnieniem subindeksów sektorowych. Podobnie, jak w poprzednich kilku artykułach udowodniono przewagę podejścia warunkowego nad bezwarunkowym w modelu CAPM, przewagę podejścia dolnego nad tradycyjnym w pomiarze ryzyka i jego relacji ze stopami zwrotu. W okresach wzrostu ważną rolę odgrywała jedynie ko-kurtoza.

Ostatni, dziewiąty artykuł ukazuje także wyniki badań zrealizowanych na polskim rynku kapitałowym, w którym były analizowane indeksy sektorowe. Habilitant, co zresztą jest wiadome, stwierdza, że kwestia poprawności stosowania klasycznej lub dolnej miary ryzyka systematycznego jest uwarunkowana rozkładem stóp zwrotu. Jeżeli rozkład stóp zwrotu nie jest normalny to zalecane jest stosowanie tego drugiego podejścia.

Podsumowując, artykuły zostały przygotowane według podobnej struktury, która przyjęta jest dla publikacji naukowych. Przeglądy literatury wykonano w sposób tradycyjny, aczkolwiek wyczerpujący analizowane zagadnienia. Sugeruję, aby w przyszłości rozważyć opracowanie tzw.

systematycznego przeglądu literatury, choćby z wykorzystaniem koncepcji PRISMA. Informacje dotyczące danych i metodyki badawczej zostały ukazane w sposób prawidłowy. Wyniki badań oraz wnioski są spójne. Warto również dodać, że w niektórych artykułach Habilitant określił także ograniczenia oraz dalsze kierunki badań, co należy ocenić pozytywnie. W prowadzonym przez Habilitanta obszarze badań zarówno inni naukowcy, jak i sam Habilitant uzyskiwali czasami odmienne wyniki badań dla różnych rynków, z wykorzystaniem indeksów giełdowych, portfeli akcji, czy pojedynczych akcji. Pokazuje to, że zastosowanie ogólnych zasad do pomiaru ryzyka systematycznego dla różnych rynków jest wątpliwe. Podważa to przydatność zastosowania informacji o klasycznych wskaźnikach beta, które to są dostarczane np. przez portale finansowe, czy innych dostawców danych finansowych. Dlatego też badania przeprowadzone przez Habilitanta stanowią wkład w rozwój nauki i pokazują, że te zagadnienia powinny podlegać bardziej szczegółowej analizie z uwzględnieniem wielu aspektów. W autoreferacie zabrakło mi jednak rekomendacji, co do postępowania w zakresie kalkulacji oczekiwanych stóp zwrotu przy wykorzystaniu modelu CAPM, np. czy analitycy powinni korzystać z dotychczasowych danych o współczynnikach beta dostarczanych przez wyspecjalizowane organizacje; czy organizacje te powinny dodatkowo oprócz klasycznych miar ryzyka systematycznego dostarczać informacje bazujące na dolnych miarach ryzyka, może także przekazywać informacje o współczynnikach beta dla okresów charakteryzujących się dobrą i złą koniunkturą. A może jednak, do każdej analizy i zarazem kalkulacji miar ryzyka dla określonych rynków należy podejść indywidualnie. Jak można wykorzystać wyniki badań pokazujące przewagę podejścia warunkowego nad bezwarunkowym w wycenach przeprowadzanych metodami dyskontowymi, w których to stosuje się prognozy długoterminowe obejmujące niejednokrotnie swoim okresem czasu dobrej i złej koniunktury? Mam nadzieję, że wątpliwości te będzie mógł Habilitant rozwiązać w trakcie kolokwium habilitacyjnego. Niezależnie jednak od moich komentarzy i uwag stwierdzam, że cykl publikacji **pt. *Klasyczne i niestandardowe postacie modelu CAPM w kontekście asymetrii ryzyka*** stanowi istotny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse, co oznacza spełnienie przesłanki numer dwa zawartej w art. 219 ust. 1 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z późn. zmianami*.

Wkład ten w głównej mierze polega na:

- 1) Testowaniu miar ryzyka stosowanych w modelu CAPM dla różnych warunków koniunktury giełdowej (tzw. podejście warunkowe) i porównanie ich z podejściem bezwarunkowym.
- 2) Porównanie wyników dwóch podejść do kalkulacji ryzyka w modelu CAPM, tzn. klasycznego (tradycyjnego) z dolnym dla różnych sektorów oraz rynków kapitałowych wielu krajów. Stanowi to wartość dodaną dla dotychczasowego dorobku naukowego.
- 3) Badania nad pomiarem ryzyka w modelu CAPM za pomocą miar bazujących na momentach wyższych rzędów w podejściu dolnym (dolna ko-skośność i dolna ko-kurtoza).
- 4) Ocena przydatności miar księgowych (wskaźników rentowności) do wyceny aktywów kapitałowych oraz badanie ich korelacji z miarami rynkowymi.

5. Ocena istotnej aktywności naukowej albo artystycznej realizowanej w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej

Zgodnie z treścią art. 219 ust. 1, punkt 3 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z późn. zmianami* realizowana aktywność naukowa powinna mieć charakter istotny i być realizowana w więcej niż jednej jednostce, w szczególności zagranicznej. Habilitant w autoreferacie wskazał wiele aktywności, głównie w postaci wystąpień konferencyjnych oraz ich efektów w formie opublikowanych artykułów. Trudno jednak same wystąpienia konferencyjne w Polsce i zagranicą uznać za istotne aktywności naukowe. Wiele rodzajów współpracy z ośrodkami w

Polsce i zagranicą nie miała charakteru sformalizowanego i nie została w dostarczonej dokumentacji potwierdzona w formie np. zaświadczeń. Stąd trudno wnioskować jaką formę te aktywności miały. Publikacje artykułów z osobami z innych ośrodków naukowych, w tym zagranicznych nie muszą oznaczać automatycznie realizacji istotnej aktywności naukowej w tych ośrodkach. Przykładowo Habilitant napisał w autoreferacie, że współpraca z zespołem prowadzonym przez prof. Christophera Pyke'a wynikała z wizyt członków tego zespołu na UWM w Olsztynie. Staż dydaktyczny też nie stanowi takiej aktywności. Jako formę takiej aktywności można uznać działania podejmowane przez Habilitanta w Instytucie Informatyki i Gospodarki Cyfrowej SGH w Warszawie. Wynikały one z umów o współpracy wyżej wspomnianej jednostki z Katedrą Metod Ilościowych UWM w Olsztynie. Chociaż nie zostało to udokumentowane można domniemywać, że dr Lesław Markowski realizował te działania nie tylko na UWM w Olsztynie, ale także w SGH w Warszawie. W ramach tych działań Habilitant zrealizował szereg wystąpień naukowych. Jego współpraca zaowocowała także kilkoma publikacjami oraz pełnieniem funkcji współredaktora naukowego i redaktora statystycznego w czasopiśmie Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych. Za drugą taką aktywność można uznać staż zrealizowany w Tallinn University of Technology, którego efektem było opublikowanie artykułu naukowego. Habilitant miał tam także prezentację na konferencji naukowej oraz przeprowadził konsultacje z pracownikami tejże uczelni na temat Jego badań oraz możliwości współpracy.

Podsumowując, chociaż aktywność naukowa Habilitanta w różnych ośrodkach naukowych nie miała charakteru ponadprzeciętnego, to jednak w stopniu wystarczającym została spełniona przesłanka ustawowa. W mojej ocenie istotne aktywności naukowe zostały zrealizowane w więcej niż jednej uczelni, w tym w uczelni zagranicznej.

6. Konkluzja

Po zapoznaniu się z osiągnięciami naukowymi dr. Lesława Markowskiego ubiegającego się o stopień naukowy doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, stwierdzam, że spełniają one kryteria określone w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, art. 219, ust. 1.

W związku z tym popieram wniosek dr. Lesława Markowskiego o nadanie stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.



Błażej Prusak