

dr hab. Agnieszka Majewska, prof. US
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Uniwersytet Szczeciński

**Recenzja pracy doktorskiej magister Kamili Jankowskiej
pt. „Zastosowanie ekologicznych instrumentów rynku finansowego w Polsce”**

1. Uwagi ogólne

Degradacja środowiska naturalnego, będąca między innymi wynikiem intensywnego rozwoju gospodarczego w drugiej połowie XX wieku, wymusiła podejmowanie działań na rzecz ochrony środowiska. Oprócz inicjatyw lokalnych i krajowych, istotne znaczenie mają działania o charakterze globalnym. Wymuszają one podejmowanie działań w wielu dziedzinach, w tym również na rynku finansowym. Rola rynku finansowego ma szczególnie istotne znaczenie w równoległym kształtowaniu dobrobytu ekonomicznego i dbałości o prawidłowy stan środowiska. Doświadczenia na najbardziej rozwiniętych rynkach finansowych pokazują, że troska o środowisko naturalne nie musi być równoznaczna z pomniejszaniem rentowności działań. Konieczne jest wiązanie kwestii ochrony środowiska z zagadnieniami ekonomicznymi. Współczesny rynek finansowy umożliwia konstruowanie instrumentów wspomagających ochronę środowiska i klimatu oraz umożliwia świadczenie usług w tym obszarze. Należy zaznaczyć, że zmieniające się podejście uczestników rynku, w tym spółek, które w ramach ładu korporacyjnego zaczynają zwracać uwagę na kwestie ochrony środowiska i klimatu, powinno sprzyjać podejmowanym inicjatywom. Niemniej jednak działania podejmowane przez uczestników rynku finansowego w Polsce należy uznać za początkujące. Zarówno inwestorzy, emitenci, jak i instytucje finansowe (wyjątek stanowi Grupa BOŚ S.A.) są we wczesnym etapie włączania się w ten obszar rynku. Oczekuje się, że w nadchodzących latach będzie rosło zainteresowanie nowym rynkiem, w tym ekologicznymi instrumentami finansowymi. Zważywszy na fakt, że instytucje rynku finansowego i instrumenty finansowe umożliwiają szybki i bezpieczny przepływ kapitału, zarówno finansowanie, jak i inwestycje wykorzystujące ekologiczne instrumenty finansowe wydają się być atrakcyjną ofertą.

Przekazana mi do recenzji rozprawa wpisuje się w te zagadnienia, podejmując temat ekologicznych instrumentów finansowych. Jak słusznie zauważa Autorka w przypadku Polski brakuje w literaturze przedmiotu kompleksowej analizy możliwości i zakresu ich stosowania. Dodatkowo ekologiczne instrumenty rynku finansowego są jeszcze relatywnie słabo rozpoznawalne na gruncie polskim.

Z tego powodu wybór tematu rozprawy doktorskiej mgr Kamili Jankowskiej uważam za uzasadniony. Podjęte zagadnienie jest aktualne oraz istotne z teoriopoznawczego oraz przede wszystkim z praktycznego punktu widzenia.

2. Problem badawczy, cel i metody badawcze pracy

Główny **problem badawczy** sformułowany przez Autorkę brzmi: „Możliwości, warunki i perspektywy wykorzystania ekologicznych instrumentów rynku finansowego w Polsce”. Jako, że problem badawczy to swoiste pytanie określające wymiar pewnej niewiedzy poprawniej byłoby przedstawienie go z użyciem zaimka pytającego tzn. *Jakie są...* (co zresztą Autorka uczyniła w podsumowaniu). W odniesieniu do głównego problemu badawczego podane zostały również cztery szczegółowe zagadnienia badawcze. Trzy z nich wskazują na przedsięwzięcia badawcze odnośnie możliwości i warunków zastosowania ekologicznych instrumentów finansowych w trzech obszarach: jako źródło finansowania, jako przedmiot inwestycji oraz jako instrument zarządzania ryzykiem. Natomiast jedno z nich odnosi się do potencjału rynku związanego z rozwojem tych instrumentów. Określenie problemu badawczego oraz uściślenie jego w postaci szczegółowych zagadnień kierkuje przedsięwzięcia badawcze Autorki i wskazuje na ich zakres.

Z kolei, głównym **celem** pracy jest „analiza ekologicznych instrumentów rynku finansowego w Polsce prowadząca do określenia przykładowych zastosowań tych innowacyjnych instrumentów w kraju”. Dodatkowo Autorka sformułowała siedem celów częściowych. Sformułowanie celu głównego nie budzi zastrzeżeń, choć zbędnym wydaje się ostatnie wyrażenie „w kraju”. W zupełności wystarcza wcześniejsze określenie w Polsce. W przypadku celów częściowych – cel pierwszy można było pominąć. Dla realizacji celu głównego wystarczający jest drugi cel częściowy, uwzględniający również problem ochrony środowiska i zmian klimatu. Ogólnie oceniam, że przedstawione cele pozwalają na poznanie głównych zamierzeń badawczych Autorki i sformułowanie oczekiwań odnośnie zawartości pracy.

Wśród metod badawczych podanych przez Autorkę główną rolę pełni analiza literatury przedmiotu oraz dokumentów odnoszących się do ochrony środowiska oraz podmiotów i instrumentów rynku finansowego. W niewielkim zakresie wykorzystano metody statystyczne. W celu opracowania propozycji ekologicznych instrumentów finansowych wykorzystano dedukcję oraz konstrukcję logiczną. Przyjęte metody są poprawne wobec sformułowanego problemu badawczego oraz celu pracy.

3. Układ i konstrukcja rozprawy oraz jej ogólna ocena merytoryczna

Praca liczy 285 stron wraz z załącznikiem, składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, podsumowania, spisu literatury oraz rysunków i tabel. Taka struktura pracy jest właściwa i logiczna. Dysertacja opiera się na 231 pozycjach literatury, z czego 30 to strony internetowe. Dobór literatury oceniam pozytywnie. Uwzględniono kluczową literaturę przedmiotu, akty normatywne oraz materiały źródłowe.

Rozdział pierwszy pracy ma charakter wprowadzający. Przedstawia głównie zagadnienia związane z ochroną środowiska i w mniejszym stopniu odnosi się do rynku finansowego. Niektóre kwestie bez szkody dla pracy mogłyby być pominięte. Szczególnie dotyczy to szczegółowo opisywanych inicjatyw politycznych i społecznych na rzecz wspierania ochrony środowiska naturalnego. Brakuje natomiast syntetycznego ujęcia powiązań instytucji finansowych z ochroną środowiska. Wskazując na oddziaływania pośrednie instytucji finansowych, które odnoszą się do oferowanych produktów i usług powiązanych z ochroną środowiska, Autorka opisała raczej standardy oraz inicjatywy łączące działalność instytucji finansowych z problemami ochrony środowiska. Ciężar rozważań mógłby być przesunięty w stronę rynków finansowych. Niezrozumiale jest wyszczególnienie osobnego podrozdziału dotyczącego handlu uprawnieniami do emisji. Najpierw opisany jest w ramach inicjatyw politycznych i społecznych, po czym w dalszej części rozdziału stanowi osobny punkt. Jest to ważny ekonomiczny instrument ochrony środowiska i dobrze, że Autorka odniosła się do niego, choć należy zaznaczyć brak ciągłości rozważań.

Powyższy rozdział służył realizacji dwóch pierwszych celów cząstkowych. W mojej ocenie zostały one zrealizowane, choć przydałoby się bardziej syntetyczne ujęcie, szczególnie w odniesieniu do powiązania zagadnień ochrony środowiska z rynkiem finansowym.

Rozdział drugi poświęcono klasyfikacji i przeglądowi ekologicznych instrumentów finansowych, co wiązało się z drugim i trzecim celem cząstkowym. Autorka przedstawiła najpierw klasyfikacje wszystkich instrumentów finansowych a następnie dokonała podziału ekologicznych instrumentów finansowych. Dwa pierwsze podrozdziały mogłyby być połączone, zważywszy, że część zagadnień to podstawowe informacje, które mogły być pominięte. Istotnym dla tematyki rozwinięciem są kolejne trzy podrozdziały. Zaletą jest, że ich struktura została podporządkowana wyodrębnionym w szczegółowych zagadnieniach badawczych trzem obszarom wykorzystania ekologicznych instrumentów finansowych, tj. finansowaniu, inwestowaniu oraz transferowi ryzyka. Ta część pracy ma charakter głębokich studiów literaturowych oraz badania dokumentów.

W trzecim rozdziale dysertacji Autorka zajęła się analizą ekologicznych instrumentów rynku finansowego. Przedstawiając podstawy teoretyczne analizy, podała elementarne miary stóp zwrotu oraz rodzaje ryzyka odnoszące się do transakcji dokonywanych na rynku

finansowym. Szkoda, że w rozważanych nie odniosła się do ryzyka ekologicznego opisanego już wcześniej, tylko jedynie wspomniała, że należy na nie zwrócić uwagę. Niejasny jest dla mnie podrozdział dotyczący wyceny elementów środowiska naturalnego. Wydaje się on być oderwany od pozostałych części. Należałoby powiązać wycenę elementów środowiska naturalnego z ekologicznymi instrumentami finansowymi. Jak słusznie zauważa Autorka rynek może stanowić odniesienie do szacowania wartości środowiska naturalnego. Niestety w dalszej części pracy brak jest odniesień do tego zagadnienia, pomimo iż we wstępie Autorka wskazała, że analizie i wycenie poddaje wybrane instrumenty. Kluczowe znaczenie dla realizacji piątego celu cząstkowego ma kolejny podrozdział. W moim przekonaniu można go było podzielić na dwa osobne: jeden odnoszący się do obligacji, drugi – do akcji. Za powyższym podziałem przemawia także jego objętość. Pozwoliłoby to dodatkowo uniknąć identycznych tytułów rozdziału 3 i podrozdziału 3.3. Pozytywnie oceniam szczegółową analizę polskiego rynku finansowego pod kątem występowania zielonych obligacji. Z uwagi na fakt, że instrumenty dłużne dostępne na polskim rynku nie posiadają certyfikatu potwierdzającego przeznaczenie kapitału (wyjątek stanowią zielone obligacje wyemitowane przez polski rząd), Autorka samodzielnie ustaliła kryterium klasyfikacji i zidentyfikowała zielone obligacje korporacyjne na rynku Catalyst. Wymagało to przeanalizowania 923 serii obligacji wyemitowanych przez 275 podmiotów. Podobnie badanie zostało przeprowadzone dla akcji. Na podstawie przyjętych kryteriów Doktorantka zidentyfikowała 26 zielonych spółek (stan na 1 styczeń 2017 r.). Powyższe spółki weszły w skład autorskiej propozycji indeksu WIGreen. Jest to ciekawa propozycja syntetycznej miary charakteryzującej spółki służące ochronie środowiska. Na uwagę zasługuje również podanie przez Autorkę funkcji, jakie może pełnić indeks WIGreen. Konstrukcja indeksu stanowiła częściową realizację siódmego celu cząstkowego.

Czwarty rozdział pracy poświęcony jest możliwościom wykorzystania i rozwoju ekologicznych instrumentów rynku finansowego w Polsce. W istocie odnosi się on tylko do dwóch wyodrębnionych wcześniej obszarów: finansowania i inwestycji. Trzeci obszar tj. zarządzanie ryzykiem został niestety pominięty. Moje wątpliwości budzi uwzględnienie w tym rozdziale punktu odnoszącego się do finansowania i inwestycji w ochronę środowiska w Polsce. W celu zachowania ciągłości rozważań zasadne byłoby ujęcie tej treści w rozdziale 2, w którym Doktorantka opisywała finansowanie oraz inwestowanie w ekologiczne instrumenty rynku finansowego. Wcześniej w podrozdziałach 2.3 i 2.4 przedstawiono między innymi instrumenty ekologiczne służące finansowaniu ochrony środowiska oferowane przez BOŚ S.A. czy BGŻ BNP Paribas S.A (podrozdział 2.3). Obecny układ czyni ten element pracy mało przejrzystym. Interesujące i istotne z uwagi na realizację szóstego celu cząstkowego są rozważania dotyczące perspektyw i kryteriów rozwoju ekologicznych instrumentów

finansowych w Polsce. Autorka wskazała oraz zdefiniowała sześć głównych czynników. Świadczy to o umiejętności wyciągania wniosków oraz solidnie przeprowadzonej analizie piśmiennictwa odnoszącego się zarówno do kwestii ochrony środowiska, jak i rynku finansowego. Spośród wymienionych czynników, z uwagi na tematykę pracy oraz obszerność rozważań, punkt dotyczący rozwoju rynku finansowego, w tym jego infrastruktury i instytucji finansowych, mógłby stanowić oddzielny podrozdział. Autorka opisując rynek obligacji Catalyst powinna w większym stopniu odnieść się do niego, jako potencjalnego rynku umożliwiającego pozyskiwanie kapitału na inwestycje ekologiczne oraz inwestowanie. Przedstawiając rolę rynku NewConnect, w tabeli 30 z niewiadomych powodów uwzględniono również spółki notowane na rynku głównym GPW w Warszawie. Szkoda, że Autorka nie odniosła się szerzej do tego rynku, tylko stwierdziła, że większe szanse na rozwój stwarza rynek NewConnect. Niezrozumiale jest również podanie tylko dwunastu spółek, podczas gdy wcześniej zidentyfikowano 26 podmiotów emitujących zielone akcje (tabela 10). Rozważania na temat ekologicznych instrumentów zakończone są podaniem ich propozycji w odniesieniu do możliwości zaistnienia na rynku finansowym w Polsce. Poza wcześniej opisanym indeksem WIGreen, Autorka przedstawiła propozycje finansowania inwestycji ekologicznych w energetyce oraz transporcie. Pozwoliło to na realizację ostatniego celu cząstkowego oraz potwierdziło znajomość tematyki.

Reasumując, recenzowaną rozprawę oceniam pozytywnie. Magister Kamila Jankowska wykazała, że potrafi sformułować i rozwiązać problem naukowy – w tym wypadku jest to określenie możliwości, warunków i perspektyw wykorzystania ekologicznych instrumentów rynku finansowego w Polsce. Doktorantka wykazała się znajomością problematyki zarówno od strony ochrony środowiska jak i rynków finansów.

4. Najważniejsze osiągnięcia pracy

Podstawowym osiągnięciem pracy jest wskazanie propozycji ekologicznych instrumentów rynku finansowego, w szczególności konstrukcja indeksu WIGreen oraz identyfikacja czynników determinujących rozwój ekologicznych instrumentów rynku finansowego.

Do pozostałych osiągnięć zaliczam:

- zdefiniowanie pojęcia „ekologiczne instrumenty rynku finansowego”,
- dokonanie klasyfikacji ekologicznych instrumentów rynku finansowego,
- wyszczególnienie na polskim rynku emitentów zielonych obligacji oraz spółek emitujących zielone akcje,
- wskazanie podmiotów i branż z największą perspektywą rozwoju ekologicznych instrumentów rynku finansowego.

Lektura pracy pozwoliła mi na sformułowanie następujących pytań, na które Doktorantka będzie mieć okazję odpowiedzieć podczas publicznej obrony:

1. Jakie kryteria przyjęła Autorka podając maksymalną oraz minimalną ilość spółek w indeksie WIGGreen?

Czym można wyjaśnić podany przez Autorkę wniosek, że w analizowanym okresie inwestowanie w portfel spółek indeksu WIGGreen narażone było na większe ryzyko niż inwestowanie w spółki z portfela RESPECT?

2. W pracy Autorka w niewielkim stopniu odniosła się do wykorzystania ekologicznych instrumentów rynku finansowego w transferze ryzyka. Jakie możliwości i perspektywy rozwoju widzi Doktorantka w tym obszarze?

5. Uwagi szczegółowe

W kilku miejscach występują pewne nieścisłości i niefortunne zwroty, nie mające fundamentalnego znaczenia dla całościowej oceny pracy. Poniżej zamieszczam ich przykłady:

- s. 4 – „początki ekologicznych przemian polskiego rynku finansowego”,
- s. 5 – brakuje wyrażenia „pod jakimi”,
- s. 19 – „udało się podpisać”,
- s. 20-21 – kolumna 2 tabeli jest zbędna,
- s. 57 – „nabywać i sprzedawać w kontraktach terminowych forward i futures”,
- s. 60 – „...rachunkowość pełnowartościowa służą do zarabiania na kompromisach między różnymi odczuwaniem alokacji zasobów...”,
- s. 69 – „rynek finansowy charakteryzuje się bowiem wysoką efektywnością” – należałoby uściślić o jaką efektywność chodzi: alokacyjną, operacyjną czy informacyjną, bowiem nie w przypadku wszystkich jest ona wysoka,
- s. 94 – „...75% aktywów lokuje aktywa w”,
- s. 102 – źródło tabeli powinno być doprecyzowane, tzn. jakie dane rynkowe zostały uwzględnione,
- s. 134-135 – wzory podane na tych stronach są identyczne, inne jest tylko oznaczenie stopy dochodu,
- s. 176 – „indeks radził sobie nieco gorzej”,
- s. 176-177 – błędny tytuł rysunku 9 oraz tabeli 16; niewłaściwe jest używanie zwrotu zmienność; powinno być: *Stopy zwrotu indeksu...* oraz *Statystyka dziennych....*; podobnie w tekście *Przebieg zmian dziennych....*,

- s. 185-186 – identyczne tytuły tabeli 19 i 20; tabela 20 dotyczy nakładów na gospodarkę wodną,
- s. 209 – „spółki z ekologicznych branż”, powinno być spółki reprezentujące branże służące ochronie środowiska.

6. Formalna strona rozprawy

Praca została dobrze przygotowana pod względem formalnym. Doktorantka poznała i właściwie stosuje odpowiednią terminologię, właściwą tematyce rozprawy oraz używa poprawnych pojęć. Liczne w rozprawie obiekty (13 rysunków oraz 33 tabele) są starannie wykonane i dobrze opisane. Dostrzeżone błędy literowe oraz gramatyczne nie utrudniają śledzenia logiki wywodu i dlatego nie prezentują niedociągnięć w tym zakresie.

7. Konkluzja

Rozprawę doktorską mgr Kamili Jankowskiej oceniam pozytywnie – zalety pracy zdecydowanie przewyższają jej niedostatki. Część wskazanych przeze mnie uwag miała zresztą charakter polemiczny. Autorka wykazała, że potrafi samodzielnie sformułować problem naukowy, przedstawić rozwiązanie tego problemu oraz posiada znajomość wiedzy teoretycznej i literatury przedmiotu z obszaru stanowiącego przedmiot badań. Pozwoliło to Jej na zrealizowanie celów rozprawy.

Dlatego też uważam, że praca doktorska mgr Kamili Jankowskiej spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim zgodnie z ustawą o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki. Wniosuję zatem do Rady Wydziału o dopuszczenie tej rozprawy do publicznej obrony.

Szczecin, 20.12.2017

