



UNIWERSYTET
MIKOŁAJA KOPERNIKA
W TORUNIU
Wydział Nauk Ekonomicznych
i Zarządzania

prof. dr hab.
Danuta Dziawgo
KIEROWNIK

KATEDRA RACHUNKOWOŚCI FINANSOWEJ

ul. Gagarina 13a
87-100 Toruń
tel. +48 56-611-4901
e-mail: ddziawgo@umk.pl

Toruń, 11.05.2022

RECENZJA

**rozprawy doktorskiej mgr Aleksandry Kultys
nt. „Emisja zielonych obligacji jako źródło finansowania inwestycji”
przygotowanej pod kierunkiem naukowym
prof. dr hab. Józefy Famielec oraz dr Małgorzaty Snarskiej**

W wyniku zachodzących procesów społeczno-gospodarczych wyraźnie od lat 80. wzrosło znaczenie rynku finansowego, a w szczególności segmentu dłużnych instrumentów finansowych. Nowo wykreowane procesy sekurytyzacji, dezintermediacji oraz komodyzacji, wsparte generowaniem szeregu nowych instrumentów finansowych, istotnie wpłynęły na rozwój rynku instrumentów dłużnych. Równoległe z rozwojem rynku finansowego wystąpiło zjawisko wzrostu poziomu wiedzy społeczeństwa oraz idącej w ślad za tym zagadnieniem społecznej wrażliwości na kwestie jakości środowiska naturalnego. Kampanie informacyjne w mediach, a także wykorzystanie nowoczesnych technik komunikacyjnych dodatkowo uwrażliwiło obywateli na kwestie jakości życia, w tym otoczenia w którym żyją. Doprowadziło to do dyskusji ogólnoswiatowej na temat wykorzystania zasobów naturalnych naszej planety oraz jakości środowiska pozostawionego przyszłym pokoleniom. Zaowocowało to wytworzeniem szeregu koncepcji i trendów, w tym między innymi promującymi społeczną odpowiedzialność biznesu czy społecznie odpowiedzialne inwestowanie. Obecnie te różnorodne trendy zostały zintegrowane w ramach koncepcji zrównoważonego rozwoju. Instrumentem finansowym który równocześnie ma na celu pozyskanie kapitału, jak też i ochronę dziedzictwa naturalnego naszej planety są tzw. zielone obligacje. Stanowią one właśnie przedmiot analizy niniejszej pracy.

Aktualność podjętego w pracy tematu potwierdza dokonująca się transformacja w zakresie wprowadzania coraz wyższych standardów dotyczących ochrony środowiska, w tym w szczególności redukcji wykorzystania zasobów naturalnych oraz pozyskiwania energii ze źródeł odnawialnych. Unia Europejska bardzo aktywnie włączyła się w ten nurt zmian promując aktywnie zbudowanie zrównoważonej gospodarki funkcjonującej w oparciu o energię odnawialną.

Należy przy tym zauważyć, że dokonującą się przebudowę należy rozpatrywać w szerszym kontekście, to jest budowania zrównoważonej gospodarki w społeczeństwie opartym na wiedzy. W efekcie priorytetem obecnie stały się kwestie energetyczne, to jest konieczność oparcia dalszego rozwoju gospodarczego na energii pochodzącej ze źródeł odnawialnych. Zagadnieniem które od lat również traktowane jest jako priorytet w UE, jest zatrzymanie degradacji środowiska naturalnego. Należy przy tym zauważyć, że oba cele priorytetowe, tj. zielona energia oraz ochrona środowiska, składają się na zieloną gospodarkę, przy czym zarówno ONZ jak i UE opracowały szereg dokumentów związanych promowaniem koncepcji zrównoważonego rozwoju oraz zrównoważonych finansów.

Zrealizowanie tzw. „zielonych” celów w krótkim czasie niewątpliwie wymaga istotnych nakładów finansowych. Ambitne cele postawione w UE, związane z neutralnością klimatyczną, wymagają istotnych nakładów kapitałowych, które z pewnością przekraczają możliwości mobilizacji finansów publicznych w krótkim okresie. Dlatego też konieczne jest pozyskiwanie kapitałów długoterminowych, w tym za pomocą instrumentów dłużnych. Jednocześnie należy zauważyć, że sektor publiczny z pewnością może tworzyć impulsy, ale nie może zastąpić prywatnej aktywności i prywatnych środków. Stąd też ostatnie działania w UE skupiają się na tym, jak zmobilizować środki finansowe na rzecz przebudowy gospodarki w kierunku zrównoważonego wzrostu, a także aby dostarczyć firmom praktycznych zaleceń, jak lepiej raportować wpływ ich działalności na środowisko. Stąd też tak istotnym stało się uruchomienie środków prywatnych, w tym pozyskiwanych poprzez emisję akcji i obligacji, którym nadano miano „zielonych”.

Równolegle obecnie obserwujemy presję legislacyjną, która obejmuje również zrównoważone finansowanie z inwestycjami finansowymi. Fakultatywnie wykorzystywane wcześniej w procesie inwestycyjnym elementy ESG są przekształcane w elementy obligatoryjne. Akty prawne, wytyczne i normy ujednolicają generowane dane, ułatwiając przetwarzanie danych niefinansowych. W efekcie zrównoważone inwestowanie z trendu pomocniczego staje się trendem dominującym. Można w związku z tym oczekiwać, że środki inwestowane z uwzględnieniem preferencji pozafinansowych będą dominować na rynku finansowym w przyszłości. Przebudowę tą można określić wręcz jako rewolucję w procesie inwestowania. W efekcie możemy oczekiwać, że uwzględnianie w procesie inwestowania kwestii zrównoważonego rozwoju stanie się normą.

Wszystko to potwierdza zarówno znaczenie podjętego w niniejszej rozprawie doktorskiej tematu, jego aktualność, a także implikacje dla praktyki gospodarczej. **Nie ulega zatem wątpliwości, że temat podjęty w recenzowanej pracy jest ważny, aktualny oraz dyskutowany w wymiarze międzynarodowym.**

Recenzowana praca doktorska wpisuje się w obszar finansów. Autorka skupia swoje zainteresowania na możliwości wykorzystania zielonych obligacji w przebudowie gospodarki w kierunku zeroemisyjnej. **Z uwagi na aktualność podjętego w pracy tematu, a także krystalizującego się dopiero prawodawstwa w tym zakresie, niniejsza praca ma walor oryginalności. Stąd też wnosi wkład do nauki w dyscyplinie ekonomia i finanse.**

Nie ulega wątpliwości, że prace badawcze z obszaru zrównoważonych inwestycji finansowych zasługują na naukową analizę, próbując formułować pewne prawidłowości, odpowiadając na stawiane pytania badawcze, poszerzając dotychczasową wiedzę. Ponadto, należy szczególnie podkreślić, iż podjęty temat rozprawy ma poważne znaczenie nie tylko ekonomiczno-finansowe, ale również i społeczne z uwagi na znaczenie kwestii jakości środowiska naturalnego we współczesnej gospodarce, w budowanym społeczeństwie opartym na wiedzy.

Reasumując, w mojej opinii, **podjęty w rozprawie doktorskiej temat badawczy z całą pewnością zasługuje na naukową analizę.**

Na potrzeby pracy sformułowano cel główny oraz 5 celów szczegółowych. Za cel główny przyjęto poznanie teoretycznych i empirycznych podstaw definiowania zielonych obligacji i włączenie ich w proces finansowania inwestycji, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji w ochronę środowiska.

Z kolei cele szczegółowe obejmują:

1. poznanie specyfiki koncepcji inwestycji w gospodarce oportunistycznej i relacyjnej gospodarce zrównoważonej;
2. syntezę tendencji zmian struktury źródeł finansowania inwestycji i wskazanie innowacyjnych kierunków poszukiwań w tym zakresie;
3. charakterystykę mechanizmów zielonych obligacji;
4. sformułowanie premii za inwestowanie w zielone obligacje;
5. określenie wykorzystania środków pozyskanych z emisji zielonych obligacji w kontekście inwestycji w ochronę środowiska.

Na potrzeby pracy sformułowano następującą hipotezę główną: „innowacyjnym źródłem finansowania inwestycji, w tym w ochronę środowiska mogą być zielone obligacje.”

Ponadto sformułowano 6 hipotez pomocniczych:

- 1) obligacje jako papiery wartościowe mogą zapewniać przewagi zarządcze i biznesowe w finansowaniu inwestycji, w tym w ochronę środowiska, wobec tradycyjnych źródeł finansowania, takich jak emisja akcji czy zaciąganie kredytów;

- 2) zielone obligacje jako szczególne papiery dłużne mogą przysparzać dodatkowych przewag w finansowaniu inwestycji, zwłaszcza w zakresie ochrony środowiska, z uwagi na ich celowość określoną w warunkach certyfikacji i niskie ryzyko wykorzystania środków z emisji na inne niż wskazane cele;
- 3) inwestycje w ochronę środowiska, mimo że nazywane są w dokumentach, polityce społeczno-gospodarczej i praktyce gospodarczej zielonymi, nie są spójne w definiowaniu, pomiarze, w badaniach statystycznych z certyfikacją działań emitowanych obligacji, nazywanych też zielonymi;
- 4) definicyjne i proceduralne niespójności między inwestycjami, inwestycjami w ochronie środowiska, zielonymi obligacjami i procesem emisji i wykorzystania środków powodują niewykorzystanie potencjału zielonych obligacji w finansowaniu inwestycji, w ujęciu rachunku PKB, rachunku nakładów inwestycyjnych i rachunku struktury źródeł finansowania ochrony środowiska;
- 5) zielone obligacje charakteryzują się potencjałem inwestycyjnym, tj. charakteryzują się możliwością generowania dodatnich stóp zwrotu oraz cechują się premią za inwestowanie w zielone obligacje, czyli nadwyżka ich stóp zwrotu jest wyższa w odniesieniu do obligacji klasycznych;
- 6) premia za inwestowanie w zielone obligacje jest wrażliwa i jest spowodowana przez czynniki ekonomiczne: sytuację na rynku akcji, czynniki behawioralne, inflację, politykę monetarną, sytuację na rynku walutowym, kruszców, sytuację gospodarczą oraz czynniki środowiskowe.

OCENA STRONY FORMALNEJ

Recenzowana rozprawa doktorska stanowi studium teoretyczno-empiryczne. Tytuł pracy został sformułowany w sposób bardzo pojemny, ale zarazem adekwatny, co pozwala w sposób kompleksowy analizować zagadnienie zielonych obligacji.

Rozprawa doktorska obejmuje 224 strony. Praca składa się ze wstępu, 4 rozdziałów oraz zakończenia. Rozdziały następują po sobie w logicznej kolejności i stanowią spójną całość. Pierwszy rozdział dotyczy charakterystyki inwestycji, w szczególności w zrównoważonej gospodarce. Rozdział drugi analizuje zagadnienie zielonych obligacji z punktu widzenia inwestora oraz emitenta. Rozdział trzeci i czwarty obejmuje autorskie rozważania związane z czynnikami wpływającymi na poziom popularności zielonych obligacji. Rozdziały te zawierają m.in. autorskie analizy dotyczące premii inwestycyjnej, model regresji potencjalnych czynników wpływających na indeksy zielonych obligacji, analizę przypadku firmy-emitenta zielonych obligacji, a także opracowanie 35 scenariuszy rozwoju rynku zielonych obligacji.

Wewnętrzna struktura poszczególnych rozdziałów jest przemyślana i spójna. Są one powiązane z hipotezami oraz celami pracy.

Rozważania w rozprawie oparto na rzetelnych, szerokich studiach literaturowych, w tym wielu pozycjach w języku angielskim. Analizie poddano szereg regulacji prawnych. W rezultacie praca stanowi aktualną prezentację na temat zagadnień związanych z zielonymi obligacjami – ich emitowaniem oraz inwestowaniem w nie.

Istotną zaletą rozprawy są także przejrzystość i logika wywodu. Przeprowadzona w pracy analiza jest szeroka i wielopłaszczyznowa.

Całość ilustrowana jest wykresami, tabelami oraz schematami, które wzbogacają rozważania teoretyczne. Są one prawidłowo umiejscowione w tekście.

Zaletą formalną pracy jest skoncentrowany wysiłek badawczy, podporządkowany zweryfikowaniu postawionej hipotezie badawczej oraz zrealizowaniu celu badawczego.

W zakresie formalnym zgłaszam następujące uwagi.

W mojej opinii elementy takie jak cel pracy i hipoteza powinny być formułowane w formie zdań prostych – nie zaś złożonych – łatwych do jednoznacznej weryfikacji naukowej 0-1, tj. czy hipotezę zweryfikowano pozytywnie czy negatywnie; ewentualnie – czy nie ma podstaw do odrzucenia sformułowanej hipotezy. W hipotezach nie powinny być wykorzystywane wyrazy typu „mogą” – ponieważ właściwie w każdej sytuacji można wskazać wyjątek który „może”. Tymczasem w nauce poszukujemy przede wszystkim prawidłowości.

Stąd też moim zdaniem np. teza główna powinna brzmieć np. jako: zielone obligacje stanowią innowacyjne źródło finansowania inwestycji, w tym w ochronę środowiska.

Oczywiście sformułowanie hipotezy w obecnym brzmieniu, nie wpływa na jej poprawność weryfikowania. Ponieważ Autorka weryfikuje hipotezę w sposób właściwy, w ramach prawidłowego procesu badawczego.

Pewne moje wątpliwości wzbudza hipoteza cząstkowa 6. W mojej opinii w zasadzie jest to bardziej wniosek z badań.

Ponieważ rozprawa jest w wysokim stopniu dopracowana pod względem stylistycznym i językowym, dlatego też z uwag szczegółowych zgłaszam jedynie drobne korekty.

Autorka nie ustrzegła się w pracy pewnych niezręczności językowych, ale trzeba jednocześnie zaznaczyć, że nie są one liczne. Dla przykładu przytoczę zastosowane określenie „zdobytego kapitału” (s.9) – kapitały pozyskujemy, a zdobywamy siłą...

OCENA STRONY MERYTORYCZNEJ

W recenzowanej rozprawie doktorskiej naukowej analizie poddano zielone obligacje. Wyraźnie przy tym wyodrębniono poszczególne etapy i przesłanki ewolucji inwestowania uwzględniającego elementy pozafinansowe. Praca zawiera wszechstronny i kompleksowy opis wybranego fragmentu rzeczywistości gospodarczej, który poddany został naukowej analizie. Dlatego też recenzowana praca posiada istotny walor poznawczy. Autorka wykazała się bardzo dobrą znajomością zagadnień poruszonych w rozprawie, o czym świadczy wiele jej fragmentów.

Do zalet recenzowanej rozprawy doktorskiej należy również zaliczyć prawidłowe uchwycenie kluczowych aspektów analizowanego obszaru oraz umiejętne wyważenie proporcji omawianych kwestii – odpowiednie do wagi prezentowanych zagadnień.

Praca ta niewątpliwie wzbogaca wiedzę z zakresu zrównoważonych finansów, zielonych obligacji, ale również i rachunkowości zielonych instrumentów dłużnych. Jej istotną zaletą jest także to, że zawiera syntetyczny opis ewolucji stosowanych rozwiązań, ich zalet ale i również ułomności. W rezultacie może ona być przydatna w dalszych pracach badawczych poświęconych szeroko rozumianemu systemowi informacyjnemu rachunkowości, obligacji, obligacji zielonych oraz zrównoważonej gospodarki.

Kolejnym atutem pracy jest analiza najnowszych zmian mających miejsce w regulacjach prawnych dotyczących zielonych obligacji.

Ważnym atutem pracy jest wskazanie na problemy z adekwatnym ujęciem instrumentów finansowych dłużnych w systemie informacyjnym rachunkowości.

Istotną zaletą jest także syntetyczne zestawianie omawianych kwestii w formie tabel. Dzięki temu wywód jest prowadzony w sposób uporządkowany, pomimo wielowątkowości prowadzonych rozważań.

Praca zawiera liczne autorskie zestawienia wraz z ich analizą przyczynowo-skutkową.

Niewątpliwy walor rozprawy stanowi także część ujęta w ostatnich dwóch rozdziałach, zawierająca istotny wkład własny Doktorantki. Między innymi sformułowała Ona szereg scenariuszy rozwoju rynku obligacji zielonych w przyszłości. Jest to bardzo wartościowy materiał, opatrzony szerokim komentarzem Autora. Podkreślić należy także to, że Autorka jest świadoma niedoskonałości przeprowadzanych przez siebie analiz. Warto przy tym przypomnieć, że ostrożność w formułowaniu wniosków badawczych jest cenną cechą u pracownika naukowego.

Nie można również pominąć wkładu własnego Autorki w ramach oryginalności rozwiązania problemu naukowego. Na szczególne podkreślenie zasługuje tu analiza porównawcza szeregu danych przeprowadzona dla 27 państw UE w latach 2010-2020.

W pracy występuje także wiele inspirujących wątków. W szczególności dotyczy to zidentyfikowanych przez Autorkę możliwych kierunków zmian w zakresie atrakcyjności inwestycyjnej i emisyjnej zielonych obligacji.

Zwrócić należy także uwagę na wniosek sformułowany w wyniku przeprowadzonych badań, że premia za inwestowanie w zielone obligacje jest wrażliwa tylko na czynniki związane z rynkiem kapitałowym. Autorka nie stwierdziła występowania zależności od innych analizowanych czynników.

Wyeksponować także należy interesujące wnioski związane z zaproponowanymi przez Autorkę modyfikacjami obecnie stosowanych zasad uznania danego instrumentu za „zielony”. Oczywiście są to kwestie dyskusyjne, ale świadczą o warsztacie badawczym Doktorantki oraz umiejętności naukowego wnioskowania. Podsumowując zalety recenzowanej rozprawy można stwierdzić, iż praca stanowi interesujące i oryginalne studium dotyczące zielonych obligacji.

Zadaniem recenzenta jest jednak nie tylko wskazywanie na zalety, ale zgłaszanie również uwag i sugestii, mających na celu podniesienie jakości opracowania, szczególnie w przypadku publikacji rozprawy doktorskiej. Dlatego też, mając na uwadze zalety niniejszej rozprawy, w zakresie merytorycznym zgłaszam następujące uwagi, z czego część ma charakter dyskusyjny.

Autorka zbyt mało miejsca poświęca – w mojej opinii – zagadnieniu greenwashingu oraz jakości proponowanych rozwiązań w UE dotyczących standardów uznania obligacji za „zielone”. Mam nadzieję, że do kwestii tych Doktorantka ustosunkuje się w toku publicznej obrony.

Jednocześnie chciałabym zapoznać się z opinią Autorki, który ze sformułowanych 35 scenariuszy uważa Ona za najbardziej prawdopodobny, dlaczego oraz czy będzie on korzystny dla budowania zrównoważonej gospodarki.

W pracy przewija się wątek odbiorców informacji finansowej, inwestorów i emitentów. Mam jednak pewien niedosyt omówienia tego zagadnienia. Stąd kolejną kwestią do dyskusji w toku publicznej obrony byłaby kwestia interesariuszy i generowania dla nich informacji ramach dyskusji dotyczącej użyteczności informacji, elitarniej vs. egalitarnej rachunkowości, w kontekście celowości rozszerzenia raportowania o dane pozafinansowe (czy było to posunięcie właściwe).

KONKLUZJA

Zgłoszone uwagi nie powinny przesłaniać wartości naukowej rozprawy, która jest twórczym, autorskim, wartościowym opracowaniem, potwierdzającym umiejętność prowadzenia pracy naukowej przez Doktorantkę. Jest ona dopracowana zarówno pod względem merytorycznym, jak i formalnym.

Reasumując, rozprawa doktorska mgr Aleksandry Kultys, przygotowana pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Józefy Famielec oraz dr Małgorzaty Snarskiej, potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej przez Doktorantkę. Wykazała się Ona ogólną wiedzą teoretyczną w zakresie finansów i ekonomii, a także sformułowała ważny problem naukowy, który następnie rozwiązała w sposób oryginalny. Zarówno wybór tematu, konstrukcja pracy, jak i głębokie studia literaturowe, a także umiejętne wyważenie proporcji w poruszanych kwestiach oraz poprawne argumentowanie, poprawne wnioskowanie i kompleksowość analizy, **czynią zadość wymogom odpowiedniej ustawy o tytule i stopniach naukowych.**

Wkład własny Doktorantki w szczególności polega na:

- sformułowaniu problemu badawczego i odpowiednim ustrukturyzowaniu pracy,
- szerokiej analizie literatury przedmiotu oraz aktów prawnych,
- krytycznej naukowej analizie stosowanych rozwiązań w ujęciu historycznym, bieżącym i przyszłym (postulowane modyfikacje),
- zwróceniu uwagi na wiele niuansów związanych z rozróżnieniem obligacji klasycznych i zielonych,
- konieczności uwzględnienia w procesie inwestowania informacji „zielonych”,
- zwróceniu uwagi na brak spójności prezentowanych danych,
- syntetycznym zestawieniu i analizie dokonującej się ewolucji w zakresie emisji „zielonych” instrumentów finansowych,
- sformułowaniu szeregu scenariuszy dotyczących rozwoju rynku zielonych obligacji,
- zweryfikowaniu istotności czynników wpływających na premię inwestycyjną zielonych obligacjach,
- formułowaniu własnych opinii,
- sformułowaniu kierunków dalszych badań.

Dlatego też stwierdzam, mając na uwadze kryteria formalne i merytoryczne, że rozprawa doktorska mgr Aleksandry Kultys odpowiada wymogom stawianym rozprawom doktorskim i wnioskuje do Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

Jednocześnie, ze względu na temat rozprawy doktorskiej, doskonałą prezentację problemu badawczego, wkład własny oraz przekonujące i krytyczne przeprowadzenie dowodu naukowego, wnioskuje o poddanie pod głosowanie możliwości wyróżnienia niniejszej rozprawy doktorskiej.

