

dr hab. Adam Drobniak, prof. UE  
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Ekonomii  
Katedra Badań Strategicznych i Regionalnych

## RECENZJA

**rozprawy doktorskiej mgr Małgorzaty Waszkiewicz  
pt.: *Metoda ewaluacji inwestycji w nieruchomości komercyjne*  
przygotowanej pod kierunkiem dr hab. inż. Tadeusza A. Grzeszczyka**

### **1. Ocena wyboru tematu, sformułowanego celu badawczego, przyjętych hipotez i metodyki**

Użyteczność i wykorzystanie ewaluacji w procesie wieloaspektowej oceny inwestycji w nieruchomości komercyjne należy uznać za temat w pełni uzasadniony zarówno z punktu widzenia jakości procesu decyzyjnego, jak i samego zarządzania projektami. Ponadto rozwinięcie obecnie wykorzystywanego w praktyce relatywnie wąskiego podejścia do oceny wartości nieruchomości, w tym nieruchomości komercyjnych, a także wyjście w tym procesie poza klasyczne miary efektywności powodują, iż podjęty temat badawczy należy uznać za interesujący poznawczo.

Problem główny rozprawy doktorskiej został sformułowany w sposób prawidłowy i odnosi się do doskonalenia metod oceny złożonych projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych realizowanych w warunkach zmienności otoczenia. Podobnie poprawne w sensie logicznym są szczegółowe problemy badawcze (pytania badawcze) odnoszące się do: poszukiwania istoty projektów inwestycyjnych realizowanych w sektorze nieruchomości komercyjnych, przeglądu klasycznych i nowych metod ewaluacji projektów inwestycyjnych wraz ze wskazaniem metod cechujących się wysoką użytecznością w sektorze nieruchomości komercyjnych, rozwiązania zagadnienia poprawy skuteczności ewaluacji projektów inwestycyjnych w analizowanym sektorze.



Problemom szczegółowym przyporządkowano w sposób poprawny hipotezy pomocnicze. Za główny cel rozprawy doktorskiej uznano opracowanie oraz empiryczną weryfikację zintegrowanej i dynamicznej metody bieżącej ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych, bazującą na integracji klasycznych metod wyceny nieruchomości, opcji realnych oraz jakościowej wiedzy eksperckiej. Tak skonstruowany cel należy uznać za ambitne zamierzenie badawcze.

Konstrukcji pytań badawczych, hipotez pomocniczych oraz celowi głównemu towarzyszy sformułowana w sposób poprawny główna hipoteza rozprawy głosząca, że: „Zintegrowana metoda ewaluacji umożliwi skuteczniejszą ewaluację projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych w porównaniu z dotychczas stosowanymi metodami”.

Strukturyzacja głównego problemu badawczego i towarzyszących problemów cząstkowych (pytań badawczych) została przeprowadzona w sposób prawidłowy za pomocą zadań odnoszących się do: sformułowania założeń procesu badań, analizy klasycznych metod ewaluacji projektów inwestycyjnych na rynku nieruchomości, analizy możliwości zastosowania nowych metod ewaluacji, opracowania zintegrowanej i dynamicznej metody bieżącej ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych wraz z jej weryfikacją. W sposób poprawny dobrano metodykę badawczą wraz z wykorzystanymi narzędziami badawczymi. Na rzecz rozwiązania problemów badawczych, realizacji celu oraz weryfikacji przyjętych hipotez Autorka sprawnie wykorzystwała między innymi: badania literaturowe, pogłębione wywiady indywidualne (IDI), studia przypadków, modelowanie matematyczne (w tym bazujące na opcjach realnych), analizę porównawczą.

Generalnie należy uznać, iż logikę rozprawy opisaną przez jej cele, pytania/problemy badawcze, hipotezy i metody badawcze cechuje duży stopień spójności. Główna hipoteza pracy oraz hipotezy pomocnicze zostały sformułowane w sposób poprawny i towarzyszy im walor rozłączności.

Wybrany temat rozprawy uważam za interesujący z poznawczego punktu widzenia, szczególnie w kontekście pożądanego rozwoju metodyki ewaluacji projektów inwestycyjnych realizowanych w różnych sektorach i branżach działalności społeczno-gospodarczej. Specyfika projektów inwestycyjnych w sposób istotny jest determinowana z jednej strony uwarunkowaniami danego sektora / branży, z drugiej zaś każdy z projektów podlega – choć w odmienny sposób – istotnym kategoriom oddziaływania zewnętrznego. W tym kontekście poszukiwanie nowych rozwiązań, metod ewaluacji, które w lepszym stopniu uwzględniają

wyżej wskazaną specyfikę i wpływ otoczenia na ostateczną wartość generowaną przez projekt należy uznać za użyteczne zamierzenie badawcze zarówno w wymiarze koncepcyjno-teoretycznym, jak i metodyczno-aplikacyjnym.

## **2. Ocena merytoryczna rozprawy**

Rozprawa składa się z: wprowadzenia, czterech rozdziałów głównych, zakończenia z wnioskami, zestawienia bibliograficznego, słownika pojęć, spisu rysunków i tabel oraz 6 załączników. Uzupełnienie stanowi użyteczny wykaz oznaczeń, skrótów stosowanych w tekście rozprawy. Praca liczy łącznie 164 strony, z czego 127 stron to podstawowa część dysertacji. Pod względem objętości rozdziały zostały w zasadzie proporcjonalnie podzielone. Wyjątek stanowią rozdział II, choć jego relatywnie mniejsza objętość wynika prawdopodobnie ze specyfiki prezentacji metody opcji realnych.

Generalnie – zgodnie ze strukturą przyjętą w logice pracy - można wyróżnić trzy zasadnicze jej części. Pierwsza wiąże się z charakterystyką metod ewaluacji projektów inwestycyjnych na rynku nieruchomości. Druga odnosi się do zagadnień metodyki stosowanej w kalkulacji opcji realnych w procesie inwestycyjnym. W ostatniej części skonstruowano metodę zintegrowanej oceny projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych, a następnie dokonano jej empirycznej weryfikacji. Reasumując, pod względem zaproponowanego układu treści oraz jej zawartości pracę cechuje wysoki poziom logiki, czytelności.

Rozdział pierwszy pracy podejmuje zagadnienia metodyczne związane z ewaluacją projektów inwestycyjnych, aczkolwiek pojawiają się w nim również elementy teoretyczne związane przykładowo z charakterystyką rynku nieruchomości komercyjnych. Rozważania prowadzone w tej części pracy, zarówno w sensie merytorycznym, jak i dokonanego przeglądu literatury oraz zapewnienia logiki wywodu należy uznać za poprawne. Szczególnie cenne poznawczo są fragmenty rozdziału pierwszego odnoszące się do: wyjaśnienia i uporządkowania podstawowych pojęć użytych w rozprawie (między innymi: ocena, ewaluacja, projekt, inwestycja, zarządzanie projektami, nieruchomość, cykl życia budynku, inwestycje w nieruchomości komercyjne), umiejscowienia ewaluacji w procesie zarządzania projektami (w tym wskazanie miejsca ewaluacji odnoszącej się do projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych), przeglądu klasycznych metod oceny projektów inwestycyjnych wykorzystywanych w warunkach rynku nieruchomości, wskazania nowych metod ewaluacji projektów inwestycyjnych.



Rozdział drugi stanowi wprowadzenie do zagadnień związanych z kategorią opcji realnych. W sposób poprawny, z punktu widzenia doboru literatury, scharakteryzowano generalne pojęcia związane z opcjami realnymi, w tym wskazano na ich typologię. Przeprowadzono wywód obrazujący sposób ich kalkulacji oraz sposób wykorzystania w procesie ewaluacji projektów. Istotnym fragmentem tego rozdziału jest część poświęcona zasadom wspomagania decyzji inwestycyjnych bazujących na opcji rezygnacji. Rozdział poprawny pod względem logicznego wyводу i przeprowadzonych badań literaturowych, stanowiący użyteczny wkład w rozważania prowadzone w dalszych częściach rozprawy.

Rozdział trzeci stanowi zasadniczą część rozprawy, w której zaproponowano autorską zintegrowaną metodą ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych. Z punktu widzenia konstrukcji metody ewaluacji, rozdział definiuje wszystkie jej najważniejsze elementy. Należą do nich: założenia metodyczne, opis komponentów ilościowych i jakościowych proponowanej metody, opis zaproponowanej metody ewaluacji wskazujący w szczególności jej genezę, etapy, wykorzystanie kategorii elastyczności inwestycji. Stosowne miejsce zostało także poświęcone walorowi „integracji” w ramach trzech etapów zaproponowanego rozwiązania metodycznego. Generalnie rozdział posiada poprawną konstrukcję, zaś ciąg logicznego wnioskowania i uzasadniania poszczególnych elementów metody nie budzi zastrzeżeń.

Ostatni z rozdziałów rozprawy stanowi empiryczną weryfikację autorskiej zintegrowanej metody ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych. Rozdział, jak na wymogi części empirycznej, zawiera stosowne założenia dla procesu weryfikacji, informacje o danych wykorzystanych w tym procesie (odnośnie między innymi indywidualnych wywiadów pogłębionych, studiów przypadków). Wartość dodana rozdziału wynika głównie ze zgromadzonego materiału empirycznego, zastosowania wszystkich elementów metody zintegrowanej oceny projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych, a także dokonania oceny trafności jej wyników w porównaniu do metod klasycznych oraz metody opcji realnych.

Z lektury dysertacji wyłaniają się także pewne uwagi o charakterze krytycznym, tj.:

- pewnym mankamentem rozprawy, patrząc na jej zakres tematyczny, a także wprowadzone w rozdziale III pojęcie „zrównoważenia” nieruchomości, jest brak osobnego rozdziału poświęconego wyłącznie zagadnieniem nieruchomości komercyjnych, w tym zmian technologicznych związanych z coraz częstsza popularyzacją technologii zielonej gospodarki (m.in. budownictwa pasywnego), które w konsekwencji wpływają na



parametry finansowe projektu. Wprowadzenie tego rodzaju części do rozprawy z pewnością poprawiłoby logikę wnioskowania, szczególnie „odciążyłoby” rozdział III pkt. 3.3. *Podsystem jakościowy*, z miejscami nadmiernej charakterystyki tego elementu metody. Należy zwrócić uwagę, iż element ilościowy metody związany z opcjami realnymi posiada stosowny, osobny rozdział, co znacząco zwiększa czytelność całej rozprawy. Natomiast sygnalizowana w tytule „nieruchomość komercyjna” nie znalazła w strukturze pracy stosownego (tj. do poziomu rozdziału) wyróżnienia.

- pytania względem zaproponowanej metody budzi jej element jakościowy ograniczony autorsko do „zrównoważenia” nieruchomości. Pierwsza wątpliwość wiąże się z pytaniem dlaczego, patrząc na złożoność procesu oceny inwestycji w sektorze nieruchomości komercyjnych, w elemencie jakościowym proponowanej metody wyróżniono wyłącznie jeden z wymiarów, tj. „zrównoważenia” nieruchomości. W dobie zmian technologicznych determinowanych zieloną gospodarką, zasadność tego elementu nie budzi wątpliwości, aczkolwiek nasuwa się sugestia, dlaczego nie włączono innych wymiarów jakościowych, jak choćby ekspozycja nieruchomości? Druga wątpliwość związana jest z zależnością pomiędzy „zrównoważeniem” nieruchomości a wartością NPV. „Zrównoważenie” nieruchomości, w postaci stosowania między innymi energooszczędnych technologii budowlanych jest przecież ujęte w wartości NPV w postaci większej różnicy pomiędzy kosztami eksploatacyjnymi obiektu a przychodami wynikającymi ze stawki czynszu;
- w pierwszym rozdziale pracy poświęconym zagadnieniem ewaluacji projektów inwestycyjnych założono, iż pojęcia „ocena” i „ewaluacja” stosowane są zamiennie w rozprawie. Patrząc na dorobek ewaluacji i jej odróżnienie od kategorii oceny wydaje się to jednak znaczącym uproszeniem (s.23). Ponadto, w pracy zabrakło szerszej dyskusji na temat kryteriów oceny. Odniesiono się w zasadzie do dwóch kryteriów tj. efektywności i skuteczności. Na marginesie wskazuję, iż ocena efektywności inwestycji (której wskaźnikiem operacyjnym jest między innymi NPV) nie jest wyłącznie domeną zarządzania, a raczej przynależy w większym stopniu do podstawowych kategorii ekonomicznych - w przeciwieństwie do skuteczności, wywodzone z prakseologii i powszechnie stosowanej w zarządzaniu. Możliwe, że szersza dyskusja na temat kryteriów oceny może zostać przez Autorkę wykorzystana w dalszych pracach nad rozwinięciem zaproponowanej metody ewaluacji.



### **3. Ocena redakcji pracy (poprawność języka, dobór literatury)**

Dysertacja jest zwartym, syntetycznym opracowaniem, jak wskazano powyżej liczy 164 strony, w tym 127 stron tekstu podstawowego, 26 tabel, 34 rysunki. Czytelność pracy podnosi także spis stosowanych skrótów, słownik pojęć, a także – co szczególnie cenne w odbiorze – wnioski zamieszczone w końcówce każdego z rozdziałów. Autorka w bibliografii zważyła 127 pozycji zwartych, 3 źródła elektroniczne, 2 akty prawne. Szeroki tematycznie zakres dobranej bibliografii przemawia za dobrym przygotowaniem literaturowym w zakresie podjętego tematu badawczego. Praca napisana jest poprawnym i dobrym językowo stylem, co ułatwia jej odbiór.

### **4. Ocena końcowa dysertacji**

Recenzowana dysertacja autorstwa mgr Małgorzaty Waszkiewicz stanowi kompleksowe, interesujące podejście do zaprojektowania autorskiej zintegrowanej metody ewaluacji inwestycji w sektorze nieruchomości komercyjnych w Polsce.

W wymiarze teoretycznym i koncepcyjnym rozprawa w sposób właściwy definiuje wszystkie kategorie wykorzystane do definiowania zintegrowanej metody oceny projektów inwestycyjnych realizowanych w sektorze nieruchomości komercyjnych. W szczególności Autorka, poprzez wykonane badania literaturowe przybliżyła pojęcia: oceny, ewaluacji, projektu, inwestycji, zarządzania projektami, zrównoważenia nieruchomości, opcji realnych. Na ich podstawie w logiczny sposób tworzy metodę ewaluacji.

W wymiarze metodycznym dokonano wyboru elementów i określono poszczególne etapy składające się na proponowaną metodę ewaluacji. Połączenie metod klasycznych wyceny nieruchomości, metody opcji realnych, a także eksperckiej wiedzy jakościowej na rzecz realizacji procesu ewaluacji inwestycji w sektorze nieruchomości komercyjnych należy uznać za interesujące poznawczo zamierzenie badawcze. Szczegółowo i przystępnie scharakteryzowane elementy proponowanej metody determinują jej wysoki walor aplikacyjności.

W wymiarze przeprowadzonych badań empirycznych, odnoszących się do weryfikacji zaproponowanej metody ewaluacji, Autorka sprawnie posługuje się narzędziami badawczymi, gromadzi niezbędny materiał empiryczny, dokonuje i ostatecznie przeprowadza właściwe wnioski na podstawie otrzymanych wyników. Ponadto z wykorzystaniem analizy porównawczej ocenia trafność uzyskanych wyników w relacji do dotychczas stosowanych



metod ewaluacji. Świadczy to o dobrym zaawansowaniu jej warsztatu badawczego oraz umiejętności definiowania i rozwiązywania problemów badawczych.

Podsumowując, jednoznacznie stwierdzam, iż przedstawiona do recenzji praca doktorska autorstwa mgr Małgorzaty Waszkiewicz, stanowi dowód samodzielności, dociekliwości i oryginalności w prowadzonych badaniach naukowych. Nieliczne uwagi krytyczne powinny zostać potraktowane jako wskazówka do doskonalenia własnego warsztatu badawczego i identyfikacji przyszłych kierunków badań. Obecnie mogę stwierdzić, iż Autorka rozprawy opanowała w stopniu zadawalającym metody i techniki prowadzenia badań naukowych, zarówno o charakterze ilościowym, jak i jakościowym.

Rozprawę mgr Małgorzaty Waszkiewicz oceniam pozytywnie. W ogólnej ocenie przedstawiona rozprawa doktorska cechuje się dojrzałością merytoryczną i metodyczną. Cele postawione przez Autorkę zostały skutecznie zrealizowane, problemy badawcze rozwiązane, hipotezy zweryfikowane.

Biorąc pod uwagę poziom naukowy pracy i znaczenie tematu dla sektora nieruchomości komercyjnych, z punktu widzenia ewaluacji inwestycji, stwierdzam, że recenzowana rozprawa doktorska odpowiada wymogom ustawowym o tytułach i stopniach naukowych oraz spełnia wszystkie ustawowe wymogi stawiane dysertacjom doktorskim w myśl *Ustawy z dnia 14 marca 2003 o stopniach i tytułach naukowych oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. nr 65, poz. 595, z późniejszymi zmianami)*. Wniosuję zatem do właściwej jednostki organizacyjnej Politechniki Warszawskiej o dopuszczenie jej do publicznej obrony.



*Adam Drobniak*

Katowice, 19 września 2016 r.