

Białystok, 10.07.2016

Dr hab. inż. Wiesław Matwiejczuk, prof. nzw. PB

Wydział Zarządzania

Politechnika Białostocka

R e c e n z j a

**rozprawy doktorskiej mgr Małgorzaty Waszkiewicz
nt. *Metoda ewaluacji inwestycji w nieruchomości komercyjne,*
napisanej pod kierunkiem dr hab. inż. Tadeusza A. Grzeszczyka**

1. Podstawy formalne opracowania recenzji

Podstawą przygotowania recenzji jest pismo Dziekana Wydziału Zarządzania Politechniki Warszawskiej prof. dr hab. inż. Tadeusza Krupy z dn. 14.06.2016, zgodnie z którym, w oparciu o odpowiednią Uchwałę Rady Wydziału Zarządzania Politechniki Warszawskiej z dnia 31.05.2016, powierzono mi opracowanie niniejszej recenzji. Recenzja zawiera szczegółową ocenę rozprawy mgr M. Waszkiewicz, sporządzoną zgodnie z ustawą z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. z 2003 r. Nr 65 poz. 595 wraz z późniejszymi zmianami).

2. Uzasadnienie podjęcia problematyki badawczej

W recenzowanej rozprawie Autorka podjęła problematykę związaną z oceną projektów inwestycyjnych, realizowanych w nieruchomościach komercyjnych. W sytuacji dużych wahań i niestabilności rynku inwestycyjnego, poszukiwanie sposobów określenia opłacalności realizowanych projektów inwestycyjnych jest jak najbardziej aktualne i przydatne dla praktyki. Słusznie konstatuje zatem Autorka, że podmioty realizujące projekty inwestycyjne, w sytuacji dużych zaburzeń rynkowych, muszą umiejętnie dostosowywać się do realiów rynku, potrzeb klientów i budować swoją przewagę nad konkurentami. A ważnymi czynnikami tworzenia tej przewagi są umiejętności wykorzystania wiedzy z zakresu specyfiki rynku nieruchomości oraz wieloaspektowej ewaluacji planowanych i będących w trakcie realizacji projektów



inwestycyjnych. Przeprowadzone badania wstępne potwierdziły również niedoskonałość istniejących metod i narzędzi oceny w stosunku do inwestycji na rynku nieruchomości.

Pomimo, że zagadnienia dotyczące oceny przedsięwzięć inwestycyjnych oraz zarządzania projektami są obecne w naukach o zarządzaniu, to do tej pory mało prac poświęcono wypracowaniu dynamicznych metod ewaluacji projektów na rynku nieruchomości, uwzględniających specyfikę nieruchomości komercyjnych oraz wpływ zmian zachodzących na tym rynku w dłuższej perspektywie czasowej. Większość pozycji literaturowych rozpatruje różne metody oceny efektywności inwestycji w ujęciu ilościowym, od strony finansowej i nie uwzględnia specyfiki tak wrażliwych przedsięwzięć jakimi są inwestycje komercyjne. Bardzo długi okres użytkowania nieruchomości komercyjnych (obiekty handlowe, przemysłowe, magazynowe, biurowe), relatywnie wysokie nakłady inwestycyjne oraz stosowanie zasady najwyższej rentowności, jako głównego kryterium podjęcia decyzji inwestycyjnej, wymaga indywidualnego podejścia przy wyborze metod oceny efektywności tej grupy zamierzeń kapitałowych.

Dlatego poszukiwanie metod, adekwatnych do specyfiki podmiotu i przedmiotu ewaluacji, jest zasadne, a przyjęte założenia metodologiczne tej oceny są trafne.

3. Założenia metodologiczne rozprawy

Podejmowany w rozprawie problem związany jest z zarządzaniem projektami obejmujący doskonalenie metod oceny projektów inwestycyjnych, które wpisują się w dyscyplinę nauk o zarządzaniu. Sformułowane przez Autorkę na wstępie pytania badawcze dokładnie określiły przestrzeń badawczą rozprawy. Wynikający z tej problematyki cel został jasno i poprawnie sprecyzowany: *opracowanie oraz empiryczna weryfikacja zintegrowanej i dynamicznej metody bieżącej ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych, bazującej na integracji klasycznych metod wyceny nieruchomości, metody opcji realnych oraz jakościowej wiedzy eksperckiej*. Celów pomocniczych rozprawy nie sformułowano, chociaż uzyskane wyniki badań i analiz umożliwiły ich przedstawienie w podsumowaniu, w postaci efektów teoretyczno-poznawczych, aplikacyjnych oraz użytkowych.

Cel główny prowadzi Autorkę do postawienia hipotezy głównej rozprawy, który brzmi: *zintegrowana metoda ewaluacji umożliwi skuteczniejszą ewaluację projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych w porównaniu z dotychczas stosowanymi metodami*. Ponadto sformułowano trzy spójne ze sobą hipotezy cząstkowe, które w sposób twórczy ją rozwijają i przybliżają do realizacji celu pracy.

Zaprojektowany program badawczy podporządkowany jest realizacji celu oraz weryfikacji hipotez badawczych. Stanowi on spójny układ składający się z przyporządkowanych każdemu z pięciu pytań badawczych takich elementów jak: hipoteza pomocnicza, metoda badawcza oraz czynności kończące proces badawczy. Układ tabelaryczny programu badawczego zapewnia przejrzystość i pozwala ocenić jego metodyczną poprawność. Spośród zaproponowanych metod badawczych wyróżnić należy: badania ankietowe, indywidualne wywiady pogłębione z ekspertami, studia przypadków, modele matematyczne i symulacje komputerowe. Weryfikacji autorskiej zintegrowanej metody ewaluacji dokonano poprzez analizę porównawczą osiągniętych tą metodą wyników z wycenami wartości nieruchomości za pomocą klasycznej metody oraz wartości rynkowej (rzeczywistej).

Badaniami empirycznymi objęto 19 przedsiębiorstw z terenu województwa mazowieckiego reprezentujących: inwestorów nieruchomości komercyjnych; realizatorów projektów inwestycyjnych oraz firmy doradztwa w planowaniu i realizacji nieruchomości. Badania prowadzono w dość długim okresie czasowym (lata 2008-2016). Okres ten charakteryzuje się dużymi wahaniami koniunktury na polskim i europejskim rynku inwestycyjnym, co może sprawiać trudności przy interpretacji wyników badań i tworzeniu modelu oceny.

Jasno sprecyzowany cel, spójny układ działań badawczych oraz szeroki wachlarz metod i narzędzi badawczych uwiarygadniają osiągnięte wyniki badań oraz skuteczność zaproponowanych rozwiązań.

4. Merytoryczna ocena rozprawy

Konstrukcja pracy jest generalnie poprawna i została podporządkowana celowi pracy oraz weryfikacji hipotez badawczych. Praca liczy w sumie 164 strony, w tym zaledwie 127 stron tekstu merytorycznego, natomiast 19- to bibliografia, słowniczek pojęć, spis tabel i rysunków, a 18- to załączniki. Bibliografia też nie jest obszerna (127 pozycji literaturowych, 2 akty prawne i 3 źródła internetowe), ale prawidłowo dobrana do celu oraz zakresu pracy i aktualna. Praca zawiera 34 rysunki oraz 26 tabel.

Część merytoryczna składa się z wprowadzenia, czterech rozdziałów oraz zakończenia wraz z wnioskami. Dwa pierwsze rozdziały mają charakter teoretyczny, trzeci rozdział poświęcony jest opracowaniu zintegrowanej metody ewaluacji projektów inwestycyjnych, a czwarty zawiera empiryczną weryfikację proponowanej metody. Kolejność rozdziałów logiczna, z zachowaniem właściwych proporcji objętościowych między częścią teoretyczną a empiryczną. W pierwszym rozdziale pt. *Metody ewaluacji projektów inwestycyjnych na rynku nieruchomości* Autorka definiuje zagadnienia terminologiczne, wyjaśniając znaczenie takich

pojęć jak: projekt, przedsięwzięcie, elastyczność inwestycyjna, ewaluacja, ocena, wycena, szacowanie wartości. Obszar pojęciowy, których dotyczy rozprawa, jest dość rozległy i może dlatego nie wszystkie terminy zostały właściwie i wyczerpująco zdefiniowane. Nie zostały wyjaśnione np. różnice pomiędzy często używanymi pojęciami „projekt inwestycyjny na rynku nieruchomości” oraz „projekt inwestycyjny w sektorze nieruchomości komercyjnych” a także pomiędzy pojęciami „wycena” i „szacowanie wartości” nieruchomości. W przyjętym założeniu zamiennego używania terminów „ocena” i „ewaluacja” nie uwzględniono systematyczności badania wartości albo cech konkretnego projektu, które charakterystyczne są procesowi ewaluacji.

W rozdziale tym dokonano też krótkiej charakterystyki rynku nieruchomości, umiejscawiając go na rynku kapitałowym oraz przybliżono rolę i miejsce ewaluacji w procesie zarządzania projektami inwestycyjnymi. Przedstawiono też zależności podstawowych parametrów występujących przy definiowaniu projektu inwestycyjnego. W końcowej części rozdziału przybliżone zostały stosowane metody ewaluacji projektów inwestycyjnych oraz kierunki dalszego rozwoju tych metod. W związku z występowaniem dużej ilości różnych metod (ewaluacji projektów inwestycyjnych, wyceny nieruchomości, wspomagające podejmowanie decyzji w procesie zarządzania projektami, oceny efektywności projektów inwestycyjnych, rachunek efektywności) pożądanym byłoby stworzenie klasyfikacji metod, np. w formie schematu. Rozdział kończy wnioski, wynikające z przeprowadzonej analizy.

Rozdział drugi- *Opcje realne w ilościowym procesie ewaluacji projektów inwestycyjnych* stanowi teoretyczną analizę problemów dynamiki zmian w trakcie realizacji długoterminowych projektów inwestycyjnych oraz zapewnienia im odpowiedniej elastyczności. Omówiono założenia metody opcji realnych, wykorzystywanej przy ewaluacji projektów, która pozwala np. decydować o rozpoczęciu, rozwoju, zamknięciu bądź wstrzymaniu inwestycji. Przedstawiono założenia metodologiczne analizy studium przypadku wybranej inwestycji z wykorzystaniem modeli Black-Schole'a i drzew decyzyjnych dwumianowych oraz przeprowadzono modelowanie ewaluacji z wykorzystaniem opcji realnych dla tego projektu. We wnioskach do rozdziału wskazano na niedostatki wykorzystywanej do ewaluacji metody opcji realnych i konieczności wsparcia jej metodami jakościowymi.

W rozdziale trzecim - *Zintegrowana metoda ewaluacji projektów inwestycyjnych w sektorze nieruchomości komercyjnych* zaprezentowano proces tworzenia tej metody. Przy ocenie tak specyficznego procesu jakim jest realizacja inwestycji słusznie Autorka opiera budowę swej metody na podejściu systemowym, sytuacyjnym i adaptacyjnym. Uzasadnia konieczność wprowadzenia przy ocenach realizacji inwestycji także czynników jakościowych,

gwarantujących w większym stopniu interdyscyplinarność i kompleksowość oceny. Prezentuje uporządkowany i adekwatny do przedmiotu badań zestaw metod, które zamierza wykorzystać w procesie badawczym. Autorka formułuje założenia metodyczne oraz wymagania, jakie winna spełniać tworzona metoda ewaluacji, a wśród nich: elastyczność tj. reakcja na zachodzące zmiany w otoczeniu; uniwersalność metody; uwzględnienie aspektów ekonomicznych, społecznych, środowiskowych i prawnych w kształtowaniu wartości projektu. Tworzy dwa podsystemy oceny: *ilościowy*, oparty m.in. na przepływach pieniężnych i obliczeniu NPV dla projektu oraz *jakościowy*, uwzględniający trudno mierzalne czynniki wpływające na wartość inwestycji, a wynikające ze zmienności otoczenia. Należy przyjąć za słuszne i cenne dążenie Autorki do osadzenia ewaluacji projektu na „zrównoważonej nieruchomości”, minimalizującej negatywny wpływ budynku na środowisko. Uzasadnia pozytywny stopień tego oddziaływania m. in. na poziom czynszów, wielkość niewynajętej powierzchni biurowej, koszty zużycia energii czy zarządzania nieruchomością.

W dalszej części tego rozdziału prezentowana jest istota zintegrowanej metody ewaluacji oraz sposób prowadzenia ewaluacji projektów tą metodą. Bardzo przejrzysto, na logicznych schematach zaprezentowano genezę metody oraz ogólny jej zarys, który obejmuje pięć podstawowych etapów: strukturyzację procesu ewaluacji; wyznaczenie wartości bazowej i wstępnej opłacalności projektu; modyfikację wartości bazowej i korektę opłacalności projektu; wyznaczenie wartości końcowej projektu i jego opłacalności; podsumowanie procesu ewaluacji.

Rozdział czwarty- *Empiryczna weryfikacja zintegrowanej metody ewaluacji* zawiera sprawdzenie poprawności zaproponowanej metody. Przedstawiono założenia procesu weryfikacji metody, który prowadzony jest trój etapowo. W pierwszym etapie prawidłowo dobrano próbę badawczą i przeprowadzono indywidualne wywiady pogłębione z ekspertami z branży nieruchomości. W drugim etapie dokonano analizy trzech przypadków realizowanych inwestycji, dla których przeprowadzono ewaluację wg zintegrowanej metody oraz klasycznych metod. Studium przypadków dotyczyło centrum handlowego oraz dwóch nieruchomości biurowych o zróżnicowanej wielkości. Dla każdej z tych inwestycji obliczono wartości podstawowych mierników uwzględnianych przy ocenie inwestycji metodami klasycznymi oraz metodą zintegrowaną. W trzecim etapie poddano analizie porównawczej uzyskane wyniki badań. Na tej podstawie oceniono trafność zastosowania klasycznej i zintegrowanej metody oceny badanych inwestycji w odniesieniu do ich wartości rynkowej. Uzyskane wyniki oceny potwierdzają poprawność konstrukcji zintegrowanej metody oraz jej przydatność w praktyce przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

W zakończeniu i wnioskach podsumowano osiągnięte rezultaty rozprawy oraz przedstawiono rekomendacje w zakresie prowadzenia dalszych badań w analizowanym obszarze. Autorka odnosi się do pozytywnej weryfikacji postawionych hipotez oraz zrealizowania celu i osiągnięcia efektów rozprawy. Otrzymane efekty teoretyczno-poznawcze, aplikacyjne i użyteczne są prawidłowo sformułowane i mieszczą się w obszarze nauk o zarządzaniu.

Zagadnienia do dyskusji:

1. Czy Autorka dostrzega różnice pomiędzy często używanymi pojęciami „projekt inwestycyjny na rynku nieruchomości” oraz „projekt inwestycyjny w sektorze nieruchomości komercyjnych” a także pomiędzy pojęciami „wycena” i „szacowanie wartości” nieruchomości?
2. W studium przypadku (rozdz. 4.4.) porównano parametry wartościowe inwestycji realizowanych w różnym okresie, odpowiednio z 2006r., 2013r. i 2014r. Czy ośmioletni przedział czasowy oceny, przy tak dynamicznych zmianach na rynku nieruchomości, nie ma wpływu na wiarygodność wyników ewaluacji?

5. Poprawność formalno-językowa

Pod względem formalnym praca nie budzi zastrzeżeń; napisana jest poprawnym i fachowym językiem. Używana terminologia jest właściwa. Praca jest dobrze udokumentowana odsyłaczami źródłowymi. Ze starannością sformatowano liczne rysunki i tabele zamieszczone w pracy, które po przejściu wyjaśniają omawianą tematykę. Pojawiają się drobne uchybienia edytorskie i językowe, takie jak m.in.:

- s. 65- jest „*charakter inżynierski*”, a powinno być „*charakter inżynierski*”,
- s. 66- jest „*Adaptacyjną strukturę projektu*”, a powinno być „*Adaptacyjna struktura projektu*”,
- s. 40- jest „*Podejście mieszane*”, a powinno być „*Podejścia mieszane*”,
- s. 39- drugi akapit winien być zakończony „ : ”.

Drobne uchybienia nie zmieniają oceny, że recenzowana rozprawa jest dopracowana pod względem formalnym i językowym.

6. Konkluzja

Recenzowana rozprawa doktorska stanowi merytorycznie poprawne i cenne studium badawcze, dotyczące doskonalenia metod ewaluacji inwestycji komercyjnych, które jest osadzone na ugruntowanych podstawach teoretycznych. Autorkę charakteryzuje dobra znajomość przedmiotu badań, umiejętność zastosowania właściwych metod badawczych, dojrzała interpretacja osiągniętych wyników oraz trafne wnioskowanie.

Biorąc pod uwagę w szczególności:

- podjęcie nowatorskiego tematu, wynikającego z zapotrzebowania praktyki gospodarczej;
- poprawność w doborze i wykorzystaniu metod i narzędzi badawczych;
- przeprowadzone rzetelne studia literaturowe oraz wiarygodne badania empiryczne;
- opracowanie koncepcji zintegrowanej metody ewaluacji projektów inwestycyjnych, uwzględniającej parametry ilościowej i jakościowej oceny inwestycji na rynku nieruchomości;
- zrealizowanie ważnych poznawczo i użytkowo celów badawczych;
- właściwy pod względem logicznym i edytorskim układ pracy;

stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr Małgorzaty Waszkiewicz pt. *Metoda ewaluacji inwestycji w nieruchomości komercyjne* stanowi twórcze i oryginalne rozwiązanie problemu naukowego z zakresu nauk o zarządzaniu oraz świadczy o dobrej znajomości podstaw teoretycznych i umiejętności Autorki w zakresie samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Spełnia zatem wymogi stawiane dysertacjom doktorskim, określone w Ustawie z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. z 2003 r. Nr 65 poz. 595 wraz z późniejszymi zmianami), i może stanowić podstawę do nadania mgr **Małgorzacie Waszkiewicz** stopnia naukowego doktora nauk ekonomicznych.

Wiesław Matwiejczuk

