

Warszawa, 20 stycznia 2020 r.

Prof. dr hab. Elżbieta Mączyńska  
tel. 601 85 31 37

## RECENZJA

### NAUKOWEGO DOROBKU DR. DARIUSZA TROJANOWSKIEGO W ZWIĄZKU Z POSTĘPOWANIEM HABILITACYJNYM W DZIEDZINIE NAUK EKONOMICZNYCH W DYSCYPLINIE EKONOMIA

---

#### 1. Formalne podstawy recenzji

Niniejsza recenzja została opracowana z uwzględnieniem obowiązujących regulacji prawnych, w tym określonych w: *Ustawie z 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytułach naukowych oraz o stopniach i tytułach w zakresie sztuki* (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789) oraz w *Ustawie z 3 lipca 2018 r. - Przepisy wprowadzające ustawę - Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce* (Dz.U. 2018 poz. 1669), jak też aktów wykonawczych dotyczących kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego.

Przedmiotem niniejszej recenzji był komplet wymaganych w postępowaniu habilitacyjnym dokumentów, w tym publikacji Habilitanta, przekazanych wraz z pismem z 14 października 2019 r. dziekana Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, prof. dr. hab. Mirosława Szredera, informującym, że Centralna Komisja do Spraw Stopni i Tytułów (pismo z 10 września 2019 r.) powierzyła mi obowiązki recenzenta w postępowaniu o nadanie stopnia doktora habilitowanego dr. Dariuszowi Trojanowskiemu.

Przedłożona dokumentacja zawierała m.in. następujące materiały:

- wniosek Habilitanta z 25 kwietnia 2019 r. o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego w dziedzinie nauk ekonomicznych, w dyscyplinie ekonomia. Do wniosku dołączony został *Autoreferat* oraz wykaz publikacji Habilitanta;
- monografia dr. Dariusza Trojanowskiego pt. *Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2019, ISBN 978-83-7865-814-6, 347 s. Recenzent wydawniczy: dr hab. Iwona Foryś;
- tom kserokopii 13 artykułów Dariusza Trojanowskiego, opublikowanych w wydawnictwach naukowych i specjalistycznych.

Wydział Zarządzania - 2010 Uniwersytet Gdański	
Wpł. dn.	2020 -02- 04
Nr ewid.	102110

## **2. Podstawowe informacje dotyczące naukowo-dydaktycznego i eksperckiego dorobku Habilitanta**

Z *Autoreferatu* wynika, że Habilitant jest absolwentem Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, gdzie 29 lutego 1996 r. uzyskał magisterium na podstawie pracy pt. „Prezentacja i ocena metod wyceny nieruchomości”, przygotowanej pod kierunkiem dr. hab. Krystyny Dziworskiej. Pod tym samym naukowym kierownictwem i na tym samym Wydziale napisał rozprawę doktorską pt. „Przydatność metod wyceny nieruchomości w procesie deweloperskim” i na tej podstawie decyzją Rady Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego z 10 lipca 2003 r. uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych. Od 1 października 2004 r. dr Dariusz Trojanowski zatrudniony jest na tymże Wydziale na stanowisku adiunkta, zaś od 1 września 2012 r. pełni na tym Wydziale funkcję kierownika Zakładu Nieruchomości.

Dane te świadczą o tym, że Habilitant od początku akademickiej aktywności koncentruje swe zainteresowania naukowo-badawcze na problematyce wyceny nieruchomości. Zarazem charakterystyczne jest, że Habilitant nie ogranicza się do sfery teorii wyceny i w szerokim zakresie uwzględnia w prowadzonych badaniach naukowych kwestie empiryczne. Można zakładać, że pozostawało to w ścisłym związku z faktem, że jeszcze przed uzyskaniem magisterium, tj. 1 grudnia 1995 r., decyzją Ministra Infrastruktury, Dariusz Trojanowski uzyskał uprawnienia zawodowe w zakresie szacowania nieruchomości (nr 1735). Zatem Habilitant należy do grupy jednych z pierwszych w Polsce rzeczoznawców majątkowych. Uprawnienia te bowiem są nadawane od 1992 r., a obecnie liczba rzeczoznawców sięga prawie 7 tys. Habilitant jako adiunkt i zarazem rzeczoznawca majątkowy miał sprzyjające warunki do łączenia w prowadzonych badaniach i studiach wiedzy teoretycznej oraz empirycznej. I choć formalnie nie legitymuje się ani zagranicznym, ani krajowym stażem naukowym, to z dokumentacji wynika, że z powodzeniem łączy pracę naukowo-badawczą i dydaktyczną z działalnością ekspercką, właśnie jako rzeczoznawca majątkowy. Taki kierunek ścieżki zawodowej, wyrażający się w łączeniu studiów i badań teoretycznych z empirią, jest z pewnością pożądany, co znajduje potwierdzenie zarówno w kierunkach reformy szkolnictwa wyższego, jak i potrzebach praktyki.

W publikacjach Habilitanta wyraźny jest dodatni efekt synergii, jaki daje łączenie działalności naukowej z praktyką. Przejawia się to m.in. w licznych, zawartych w publikacjach Habilitanta, analizach łączących studia teoretyczne z doświadczeniami i danymi pozyskiwanymi w ramach działalności rzeczoznawczej. Zarazem w publikacjach Habilitanta wyraźnie uwydatnia się główny profil badawczy, jakim jest wycena nieruchomości. Dokonania naukowo-badawcze i eksperckie sytuują Habilitanta w czołówce krajowych znawców tej problematyki.

Z przedstawionego „Wykazu opublikowanych prac naukowych oraz informacji o osiągnięciach dydaktycznych, współpracy naukowej i popularyzacji nauki” wynika, że Habilitant jest autorem lub współautorem 26 publikacji (w tym 6 w języku angielskim). Na dorobek publikacyjny składają się 3 monografie, w tym jedna indywidualna, 7 rozdziałów w pracach zbiorowych (w tym 5 indywidualnych), 4 artykuły (współautorstwo) w czasopiśmie indeksowanym w WoS lub/i SCOPUS, 2 artykuły (współautorstwo) w czasopiśmie międzynarodowych oraz 11 artykułów w innych czasopiśmie, ogólnopolskich.

Wszystkie wymienione publikacje Habilitanta uzyskiwały punktację MNISzW na poziomie od 4-75 punktów, co daje łączną liczbę punktów 210, zaś po uwzględnieniu udziału współautorów, na Habilitanta przypada 156 punktów.

Publikacje Habilitanta doczekały się 157 cytowań, wg bazy Publish or Perish. H-index wg tej bazy wynosi 6. Znacznie skromniejsza jest punktacja wg bazy Scopus: liczba cytowań – 6, h-index = 1, i wg bazy Web of Science: liczba cytowań – 10, h-index = 1. Taką różnicę można uznać jednak za naturalną ze względu na specyfikę tematyczną. Publikacje Habilitanta dotyczyły przede wszystkim Polski. Dlatego też najwyższy poziom cytowań wykazywany jest w bazie Google Scholar. Z danych tej bazy zaczerpniętych przeze mnie dla potrzeb tej recenzji wynika, że wg stanu na 20.01.2020 r. publikacje Habilitanta doczekały się 168 cytowań, zaś h-indeks wynosi 7.

Wyniki bibliometryczne nie są szczególnie wysokie, ale zważywszy na dość wąską tematykę publikacji i zainteresowań Habilitanta, i ze względu na fakt, że 20 publikacji doczekało się 157 cytowań, można te wyniki uznać za satysfakcjonujące.

Przedstawiony liczbowo wykaz dokonań badawczych Habilitanta wskazuje przy tym na dominację ekspertyz. Ich liczba wynosi aż 160 (nie jest przy tym jasny podział na ekspertyzy indywidualne i inne – w zestawieniu tabelarycznym niektóre zapisy nie są jasne). Brak przy tym wykazu ekspertyz.

W okresie po uzyskaniu stopnia doktora Habilitant uczestniczył w 28 konferencjach i seminariach naukowych, w tym jednej zagranicznej. Przedstawił 17 referatów konferencyjnych. Tematyka tych referatów w przeważającej mierze dotyczyła problematyki rynku i wyceny nieruchomości oraz ich finansowania. Habilitant był przy tym członkiem komitetów organizacyjnych i rad programowych sześciu krajowych i międzynarodowych konferencji i seminariów.

We „Wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego” Habilitant wskazuje jako główne osiągnięcie naukowe wymienioną wyżej książkę z 2019 r. pt. *Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce*.

### **3. Ocena monografii Dariusza Trojanowskiego pt. *Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce***

Przedmiotem przedłożonej do recenzji monografii, liczącej 374 s. i składającej się z (poprzedzonych wstępem i zwięzłymi zakończeniami) 6 rozdziałów oraz 8 ważnych merytorycznie załączników, a także obszernej, trafnie dobranej, bibliografii, jest problematyka wyceny nieruchomości komercyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem fundamentalnych dla takiej wyceny kategorii, czyli stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji. Poziom tych stóp determinuje bowiem wyniki wyceny. W wycenie wartości nieruchomości w podejściu dochodowym z wykorzystaniem techniki dyskontowania sald przepływów pieniężnych podstawowe znaczenie ma właśnie poziom stopy dyskontowej. Wystarczy powiedzieć, że im wyższa, przyjęta w wycenie, stopa dyskontowa, tym niższy wynik rachunku wyceny. Wskazuje to zarazem na ryzyko subiektywizmu w wyznaczaniu tej stopy. W związku z tym świat nauki poszukuje rozwiązań, metod i narzędzi służących obiektywizacji wyznaczania poziomu tego ważnego parametru wyceny. Badania i studia na ten temat intensyfikują się, do czego przyczynił się m.in. światowy kryzys finansowy z 2008 roku. Jego podłoże było złożone, ale za jeden z czołowych czynników kryzysogennych można uznać właśnie subiektywizm wyceny aktywów, w tym nieruchomości i poważne błędy w ich wycenie. Błędy te dotyczyły także kalkulowania stóp dyskontowych, przy czym niektóre z tych błędów postrzegane były nie tyle jako błędy, co wręcz celowe manipulowanie wynikami wyceny. Do dziś jednak kwestia poprawności parametrów stosowanych w wycenie nieruchomości nie doczekała się w pełni satysfakcjonującego rozwiązania. Wciąż bowiem



uwidaczniają się kontrowersje i silne spory na ten temat zarówno w kraju, jak i za granicą. Szczególnie drażliwym problemem jest wycena nieruchomości komercyjnych, czyli mówiąc w największym uproszczeniu, służących zarobkowaniu. Błędy w ich wycenie naruszają bowiem podstawy tego rodzaju biznesu. Dlatego tak wielkie znaczenie ma podejmowanie badań służących poprawności wyceny takich nieruchomości. W ten nurt badawczy wpisuje się dzieło naukowe Habilitanta, który zarazem identyfikuje lukę badawczą w tym obszarze. Luka ta ma wymiar międzynarodowy, zaś w przypadku Polski wyraźna jest zarazem luka na rynku wydawniczym. Wskazuje to jednocześnie na znaczenie i aktualność podejmowanej w monografii problematyki.

Habilitant identyfikuje lukę badawczą dotyczącą wielu kwestii metodycznych, w tym przede wszystkim właśnie dotyczącą obiektywizacji sposobów wyznaczania poziomu stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji, jako podstawowych kategorii wykorzystywanych w wycenie nieruchomości. I na taką właśnie obiektywizację w odniesieniu do nieruchomości komercyjnych ukierunkowane zostały studia i analizy będące przedmiotem recenzowanej monografii. Zdaniem jej Autora, obiektywizacji takiej może służyć *implementacja wybranych reguł wyceny przedsiębiorstw, zwłaszcza w zakresie wyznaczania stóp dyskontowych, do procesu wyceny nieruchomości komercyjnych*. Habilitant wychodzi z założenia, że *w procesie wyceny nieruchomości komercyjnych, w warunkach niedoskonałego rynku, należy wykorzystać reguły stosowane w wycenie przedsiębiorstw, zwłaszcza dotyczące szacowania stopy dyskontowej*. Przy tym Habilitant nie ogranicza swych badań do kwestii prostej implementacji. Wskazuje na konieczność opracowania formuł służących wyznaczaniu stóp zwrotu z inwestycji, co jest wyzwaniem złożonym i teoretycznie, i praktycznie, tym bardziej, że wg Habilitanta *specyfika rynku nieruchomości komercyjnych i jego ekonomiczno-prawne uwarunkowania powodują, że jest on niedoskonały pod wieloma względami. Odnosi się to w szczególności do braku odpowiednich i wiarygodnych informacji wykorzystywanych w procesie wyceny*

Habilitant stawia sobie za cel *opracowanie formuł umożliwiających zastosowanie w obszarze wyceny nieruchomości rozwiązań sprawdzonych i ugruntowanych w zakresie wyceny przedsiębiorstw*. Kategoryzuje takie zadanie jako uzupełnienie teorii ekonomii, co może nie brzmi zbyt skromnie, ale nie ulega wątpliwości, że opracowanie nowych, autorskich formuł służących obiektywizacji wyceny nieruchomości komercyjnych stanowi istotny wkład w teorię i praktykę wyceny nieruchomości w ogóle (nie tylko komercyjnych).

Obok zasadniczego celu badań, jakim jest obiektywizacja sposobu wyznaczania podstawowych parametrów wyceny nieruchomości komercyjnych, Habilitant ukierunkowuje analizy na szereg celów szczegółowych, w tym takich jak:

- ✓ uporządkowanie pojęć związanych z procesem wyceny nieruchomości komercyjnych, w oparciu o literaturę krajową i międzynarodową;
- ✓ określenie istoty wartości nieruchomości w aspekcie wyceny, z wykorzystaniem wiedzy teoretycznej i doświadczeń praktycznych;
- ✓ charakterystyka procesu wyceny nieruchomości z uwzględnieniem ekonomiczno-prawnych uwarunkowań obowiązujących w Polsce;
- ✓ analiza i ocena stosowanych przez ekonomistów i innych uczestników rynku nieruchomości sposobów kalkulacji dochodów z nieruchomości;
- ✓ kategoryzacja i analiza stosowanych w krajowej i międzynarodowej praktyce stóp zwrotu z nieruchomości.

Celom tym podporządkowane zostały metody badawcze i struktura recenzowanego dzieła. Pracę charakteryzuje wielość metod badawczych. Habilitant wykorzystuje m.in.

metodę dedukcji (jako podstawową), studia literatury przedmiotu, metody porównawcze, analizy regulacji prawnych, ekspercki wywiad bezpośredni, badania ankietowe przeprowadzone na grupie praktykujących rzeczoznawców majątkowych w zakresie stosowanych praktyk wyceny, ze szczególnym uwzględnieniem wyceny nieruchomości komercyjnych, metody matematyczne i statystyczne. Taki dobór metod oraz dobór respondentów nie budzi zastrzeżeń.

Nie budzi moich zastrzeżeń także struktura recenzowanego dzieła. Dwa jego pierwsze rozdziały mają charakter głównie ogólnoteoretyczny, w tym definicyjny, choć w pewnym, niezbędnym zakresie także empiryczny. Pierwszy rozdział pt. *Istota nieruchomości komercyjnych* dotyczy definicji nieruchomości w ogóle, i nieruchomości komercyjnych w szczególności. W rozdziale tym Habilitant wskazuje na złożoność tych pojęć i znaczenie precyzyjnego ich definiowania. Rozdział drugi, pt. *Wartość nieruchomości w procesie wyceny – elementy teorii*, stanowi teoretyczną dyskusję wokół pojęć *wartości dobra* i *wartości nieruchomości*. Habilitant na tym tle charakteryzuje różne kategorie wartości nieruchomości, w tym przede wszystkim wartość rynkową. Jest to istotne, zwłaszcza wobec dość dużej w praktyce dowolności interpretowania tych kategorii oraz dostrzegalnego chaosu definicyjnego. Specyficzny charakter, w przeważającej mierze empiryczny, ma rozdział trzeci pt. *Ekonomiczno-prawne uwarunkowania wyceny nieruchomości w Polsce*, w którym Habilitant analizuje system wyceny nieruchomości w Polsce i jego wpływ na warunki dokonywania wycen nieruchomości komercyjnych. Rozdział czwarty, pt. *Analiza i ocena podejścia dochodowego w procesie wyceny nieruchomości komercyjnych*, ma charakter w przeważającej mierze empiryczny. Dotyczy istoty podejścia dochodowego i jego wykorzystywania przez rzeczoznawców majątkowych. Na tle studiów krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu analizowane są tu podstawowe kategorie podejścia dochodowego i ich zastosowanie w wycenie nieruchomości komercyjnych. Szczegółowej analizie poddawane są dochodowe metody i techniki wyceny nieruchomości komercyjnych (w tym metoda inwestycyjna i metoda zysków) pod kątem ich poprawności i praktycznej użyteczności. Dwa końcowe rozdziały pracy mają charakter kluczowy. Rozdział piąty, pt. *Problemy szacowania stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej w wycenie nieruchomości*, zawiera charakterystykę struktury stopy kapitalizacji i stopy dyskontowej, z uwzględnieniem ich wzajemnych współzależności oraz zawiera autorskie oceny metod wyznaczania tych stóp (poczynając od metod opartych na dowodach rynkowych, a skończywszy na metodzie sumowania ryzyka). Na tym tle w rozdziale szóstym, pt. *Aplikacja modelu wyznaczania stopy dyskontowej, opartym na formule WACC do wyceny nieruchomości*, Habilitant przedstawia autorską formułę wyznaczania stopy dyskontowej na podstawie WACC oraz autorski model procedury szacowania nieruchomości.

Szczególnie ważną kwestią podejmowaną w monografii jest kwestia obiektywizacji wyceny i oceny ryzyka działalności gospodarczej. Habilitant przedstawia m.in. krytyczną analizę stosowania w szacowaniu stopy dyskontowej - koncepcji sumowania ryzyka. Koncepcja ta sprowadza się do powiększania tzw. stopy bazowej o premię za dodatkowe ryzyko związane z szacowaną nieruchomością. Habilitant dowodzi, że w praktyce zwykle nie występują trudności z wyznaczeniem stopy bazowej, w przeciwieństwie do wyznaczenia premii za ryzyko. Z przeprowadzonych przez Habilitanta badań ankietowych wynika bowiem, że aż 74% respondentów przyznało, że premię za ryzyko określa jedynie na podstawie własnego rozeznania rynku nieruchomości. Takie podejście ma miejsce także w innych krajach, co potwierdzają studia zagranicznej literatury przedmiotu. Habilitant ocenia to krytycznie, wykazując, że przy takim podejściu trudno zachować i udowodnić, tak ważny przy określaniu wartości rynkowej, obiektywizm wyceny. Tym samym Habilitant potwierdza zasadność hipotezy o konieczności wykorzystania w procesie wyceny nieruchomości

komercyjnych, w tym w wyznaczaniu stopy dyskontowej, reguł stosowanych w wycenie przedsiębiorstw. Reguły te, poparte danymi z badań naukowych, stwarzają warunki obiektywizacji wyceny. Punktem wyjścia takiej obiektywizacji jest właśnie charakteryzowana w końcowym rozdziale pracy metoda średniego, ważonego kosztu kapitału (*weighted average cost of capita* - WACC) oraz autorska koncepcja zobiektywizowanego wyznaczania na tej podstawie stopy dyskontowej, która obok WACC obejmuje wskaźnik dostosowania płynności, wskaźnik dostosowania kategorii dochodu (wyniku) i wskaźnik dostosowania do specyficznego ryzyka wycenianej nieruchomości, w tym ryzyka sektorowego, ryzyka lokalizacji, standardu i stanu technicznego nieruchomości, oraz ryzyka nierzetelności najemców. Wskaźniki te obliczane są na podstawie danych empirycznych. Habilitant przedstawia przykłady wyliczeń tych wskaźników oraz przykłady kalkulacji stopy dyskontowej z ich zastosowaniem. Takie podejście stanowi jakościową zmianę kalkulowania stopy dyskontowej w porównaniu z subiektywnym jej wyznaczaniem wg koncepcji sumowania ryzyka. Habilitant wskazuje zarazem na możliwości zastosowania tych uzupełniających wskaźników także w odniesieniu do stopy kapitalizacji.

Moim zdaniem, taki rezultat badawczy przesądza o nowatorstwie recenzowanej monografii. Stanowi ona przy tym ambitną próbę syntezy dotychczasowego teoretycznego i praktycznego dorobku w zakresie wyceny nieruchomości. Dorobek ten poddany został krytycznej analizie, umożliwiającej zidentyfikowanie luk badawczych, w tym niedostatku badań dotyczących możliwości implementowania dochodowych metod wyceny przedsiębiorstw w wycenie nieruchomości komercyjnych. Habilitant dowiódł zasadności takiej implementacji. Wykazał możliwości obiektywizacji wyceny nieruchomości, dzięki zastosowaniu bazującej na rachunku WACC zmodyfikowanej stopy dyskontowej. Przedstawił autorską koncepcję takiej modyfikacji. Stąd też monografię Dariusza Trojanowskiego można uznać za ważne i w pewnej mierze pionierskie dokonanie naukowe, tym bardziej, że choć przedstawione w tej monografii badania dotyczą przede wszystkim Polski, to jednak wnioski z nich wynikające mają walory teoretycznego uogólnienia oraz walory użyteczności praktycznej. Zastosowanie w praktyce sformułowanej przez Habilitanta koncepcji wyceny nieruchomości komercyjnych mogłoby, jeśli nie wyeliminować, to przynajmniej ograniczyć tak dolegliwy syndrom subiektywizmu w wycenie nieruchomości.

Znaczenie podejmowanej w monografii problematyki trudno przecenić, zwłaszcza w sytuacji wciąż nie w pełni ukształtowanej, ale rozwijającej się teorii wyceny nieruchomości. Stąd też uznaję aktualność i wagę tematyki pracy jako jeden z jej istotnych walorów, tym bardziej, że - jak już wskazywałam - na rynku wydawniczym, zwłaszcza krajowym, wyraźny jest niedostatek publikacji tego typu.

Na podkreślenie zasługuje też to, że Habilitant przeprowadził staranne studia zarówno polskiej, jak i zagranicznej, literatury przedmiotu, co znajduje odzwierciedlenie w bogatym, trafnie dobranym, obszernym wykazie bibliograficznym. Generalnie recenzowana monografia wskazuje, że Habilitant wykorzystał zarówno opracowania teoretyczne, jak i empiryczne, ekspertyzy specjalistycznych, krajowych oraz zagranicznych ośrodków badawczych.

Struktura recenzowanej monografii w pełni przystaje do przyjętych celów i założeń badawczych. Jest klarowna i charakteryzuje ją logiczna ciągłość wywodów. Podjęte i zrealizowane przez Habilitanta badania ukierunkowane na identyfikację warunków, zasadność i możliwości implementacji wybranych metod i technik wyceny przedsiębiorstw, w tym przede wszystkim dotyczących wyznaczania stóp dyskontowych jako podstawowego czynnika w wycenie nieruchomości komercyjnych, potwierdziły zasadność i potrzebę takiego podejścia. Opracowanie przez Habilitanta autorskich, zmodyfikowanych formuł wyznaczania

stóp dyskontowych umożliwiających zastosowanie w obszarze wyceny nieruchomości komercyjnych rozwiązań sprawdzonych i ugruntowanych w obszarze wyceny przedsiębiorstw stanowi ważny nowatorski rezultat badawczy, ważne uzupełnienie teorii wartości. Co szczególnie ważne, formuły te zostały poddane szczegółowej matematyczno-statystycznej weryfikacji, z wykorzystaniem takich narzędzi, jak statystyczne miary średnie, odchylenia oraz analiza szeregów czasowych.

Ważnym uzupełnieniem rozważań zawartych w poszczególnych rozdziałach monografii jest 10 załączników, mających zarówno znaczenie formalne, jak i merytoryczne. W formie załącznika przedstawiony jest m.in. kwestionariusz badań ankietowych oraz szczegółowe wyniki tych badań. Ponadto w załącznikach przedstawione zostały przykłady szczegółowego rachunku wyceny nieruchomości i jej składników.

Monografia w takim ujęciu stanowi atrakcyjne połączenie teoretycznych i empirycznych aspektów wyceny nieruchomości.

Przedstawione w monografii analizy oceniam jako w znacznej mierze nowatorskie, i nie tylko w kontekście polskim, ale także częściowo zagranicznym. Na rynku wydawniczym nie było bowiem wcześniej publikacji o podobnym profilu. Monografia stanowi, moim zdaniem, wkład w będącą *in statu nascendi* teorię wyceny nieruchomości.

Mimo niewątpliwych walorów monografii, zauważalne są występujące w niej pewne, choć nie o zasadniczym charakterze, niedostatki. Ich wykaz zawiera kolejny punkt.

#### 4. Polemika, uwagi i zastrzeżenia

- W monografii niezbyt, moim zdaniem, klarownie przedstawiona została kwestia podobieństw oraz różnic dotyczących kategorii jaką jest *dochód* w wycenie przedsiębiorstw i w wycenie nieruchomości. Przede wszystkim pominięta została kwestia różnic między memoriałowym i kasowym ujęciem dochodu. Jest to istotne tym bardziej, że zasada memoriałowa jest fundamentalną zasadą rachunkowości przedsiębiorstw i rachunkowości w ogóle. Wynikająca z tego nietożsamość podejścia memoriałowego i kasowego oznacza, że przychody nigdy nie są tożsame z wpływami, a koszty z wydatkami. W recenzowanej monografii zabrakło odniesienia do tej ważnej kwestii. Dlatego też w niektórych fragmentach pracy nie jest jasne, jak w wycenie nieruchomości definiowane są wydatki i czy odpowiadają one kasowemu ujęciu, czy też nie są obarczone syndromem memoriałowości. Zabrakło pod tym kątem krytycznej analizy obowiązujących w Polsce regulacji prawnych dotyczących wyceny nieruchomości. Jest to istotne, gdyż wiele wskazuje, że w kształtowaniu tych regulacji niedostatecznie zadbano o klarowne zdefiniowanie kategorii dochodu, z uwzględnieniem różnic między jego memoriałową i kasową formą. W warunkach implementacji metod wyceny przedsiębiorstw w wycenie nieruchomości komercyjnych taka klarowność ma istotne znaczenie.
- Habilitant słusznie eksponuje znaczenie obiektywizacji wyceny nieruchomości. Szkoda jednak, że tak mało miejsca poświęcił następstwom braku takiej obiektywizacji, czego jaskrawym przejawem był kryzys finansowy z 2008 r. Zasadne byłoby nawiązanie do tej kwestii przynajmniej we wstępie pracy.
- Obecnie, w związku z dokonującym się skutkiem czwartej rewolucji przemysłowej przesileniem cywilizacyjnym, pojawiają się nowe wyzwania w sferze wyceny nieruchomości i nowe typy ryzyka, związane z wdrażaniem sztucznej inteligencji.

Może to skutkować koniecznością uwzględniania w rachunku stopy dyskontowej tych nowych zjawisk, w tym np. ryzyka cyberprzestępczości. To w sferze wyceny całkowicie nowy problem i trudno od Habilitanta oczekiwać gotowego jego rozwiązania. Tym niemniej, w monografii zabrakło choćby odniesienia do literatury na temat sztucznej inteligencji i jej następstw dla wyceny nieruchomości. Powstaje tu trudny próbnemu „wyceny niewidzialnego”. To problem występujący w wycenie chociażby tzw. inteligentnych domów.

- Zasadne byłoby ponadto nawiązanie do kwestii nieprawidłowości wyceny także w kontekście uwidaczniających się coraz silniej w skali globalnej dysfunkcji wolnego rynku, co wyraziście wykazali nobliści Shiller i Akerlof w książce pt. *Złowić frajera. Ekonomia manipulacji i oszustwa* (publikacja ta nie występuje w bibliografii monografii).
- Zaskakuje też, że Habilitant nie nawiązuje do znanych publikacji Roberta Shillera na temat rynku nieruchomości, w tym wskaźników i indeksów Shillera. Zasadne byłoby nawiązanie do tych kwestii w rozważaniach na temat złożoności, nieklarowności rynku nieruchomości i ich wyceny.
- Zasadne byłoby też poszerzenie analiz na temat relacji między wartością a ceną. Ceną inspirację mogłaby tu stanowić np. lektura publikacji M. Mazzucato, *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*.
- W monografii zauważane są pewne skróty myślowe niesprzyjające klarowności wywodów i komfortowi czytelniczemu, np. nieklarowny jest tytuł 5.3.5. *Sposób wyznaczania stopy dyskontowej/kapitalizacji*. Takie ujęcie tytułu zaciemnia fundamentalne różnice między tymi dwiema kategoriami, tj. stopą dyskontową i stopą kapitalizacji. W dodatku w praktyce kategorie te nader często i błędnie traktowane są jako synonimy.
- Monografia nie zawiera, niestety, indeksu pojęć i nazwisk, co zmniejsza komfort czytelniczo-analityczny.
- Komfortowi czytelniczemu sprzyja natomiast zamieszczony w monografii wykaz skrótów. Niestety, ich rozszyfrowywanie jest niezbyt konsekwentne. Nie zawsze np. podaje się obcojęzyczną podstawę akronimu, a przy tym niektóre z nich są pominięte, np. REIT i nie tylko.
- Monografia nie jest wolna od usterek redakcyjnych, w tym nieuzasadnionej personifikacji niektórych kategorii, co wyraża np. sformułowanie „rozdział koncentruje się” (to przecież nie rozdział, a Autor koncentruje się). Zawarte w *Autoreferacie* sformułowania, takie jak „przebadano ekspertów”, także nie należą do poprawnych, chodzi bowiem o badanie opinii ekspertów, a nie ich samych.

Przedstawione uwagi nie podważają mojej pozytywnej opinii o monografii i nowatorskim jej charakterze, wyrażającym się przede wszystkim w oryginalnym podejściu do wyceny nieruchomości komercyjnych, w tym zwłaszcza w ukierunkowaniu badań na obiektywizację wyznaczania poziomu stóp dyskontowych. Monografię tę oceniam jako dzieło przyczyniające się do rozwoju teorii wartości. Jest to zarazem dzieło mające walory użyteczności praktycznej.



## 5. Ocena pozostałego publikacyjnego dorobku Habilitanta

Z zestawienia publikacji wynika, że Habilitant poza recenzowaną monografią opublikował 25 prac autorskich lub współautorskich (*vide* p. 1 niniejszej recenzji). Otrzymałam kopie 13 z nich.

Z analizy tych publikacji wynika, że tematyka większości z nich wiąże się bezpośrednio lub pośrednio z tematyką monografii wyżej recenzowanej. Dominującym przedmiotem badawczym Habilitanta jest rynek nieruchomości, ich wycena, finansowanie oraz zarządzanie nimi. Większość publikacji, poza walorami ogólnoteoretycznymi, ma walory użyteczności praktycznej. Poszczególne publikacje na temat wyceny nieruchomości dotyczą wybranych ich rodzajów. I tak, artykuł pt. *Model wyceny nieruchomości biurowych w warunkach polskiego rynku nieruchomości*, w pracy zbiorowej pod red. A. Nalepki, „Inwestycje i nieruchomości: wyzwania XXI wieku” zawiera autorską koncepcję modelu wyceny nieruchomości dostosowanego do specyfiki nieruchomości biurowych (w warunkach polskiego rynku nieruchomości).

Podobnie specjalistyczny charakter ma artykuł Habilitanta pt. *Praktyczne aspekty zastosowania metody zysków do wyceny hoteli na polskim rynku nieruchomości*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”. Autor, poza kwestiami wyceny, porusza zagadnienie ustalenia udziału właściciela hotelu (nieruchomości) w dochodzie, z uwzględnieniem relacji zarządczych między operatorem hotelu a jego właścicielem.

W ten nurt badawczy wpisuje się też artykuł Habilitanta pt. *Specyfika wyceny przedsiębiorstwa funkcjonującego w formie spółki cywilnej*, w którym dowodzi, że forma prawna przedsiębiorstwa ma wpływ na jego wartość i na sposób jej określania, w tym na wybór metody wyceny.

Specjalistyczny charakter mają także dwa artykuły (współautorstwo), pierwszy na temat *Kalkulacji ceny sieci wodno-kanalizacyjnych dla potrzeb ich wykupu przez przedsiębiorstwa przesyłowe metodą kapitalizacji czynszu* oraz drugi pt. *Kalkulacja ceny sieci wodno-kanalizacyjnych dla potrzeb ich wykupu przez przedsiębiorstwa przesyłowe metodą wartości bieżącej netto*.

W nurcie wyceny nieruchomości w połączeniu z ich zarządzaniem mieszczą się dwa artykuły Habilitanta, pierwszy pt. *Sposób zarządzania a specyfika wyceny stacji paliw*, oraz drugi pt. *Fuel station valuation under Polish and RICS standards*.

Natomiast problematyki zarządzania nieruchomościami komercyjnymi i publicznymi dotyczą trzy artykuły Habilitanta (współautorstwo), m.in. na temat rzadko podejmowanej problematyki, jaką jest zarządzanie mieniem komunalnym - artykuł pt. *Podstawy strategii zarządzania nieruchomościami komunalnymi*. Autorzy dochodzą do wniosku, że zarządzanie mieniem komunalnym wymaga długofalowego horyzontu czasowego, z uwzględnieniem specyfiki nieruchomości.

Kolejny artykuł, pt. *Management of the Public Sector in Poland*, dotyczy zarządzania mieniem publicznym. Zawiera wyniki badań zarządzania nieruchomościami publicznymi w największych miastach w Polsce. Na potrzeby artykułu zastosowano metodę wywiadu bezpośredniego. Badania wykazały, że w żadnym z badanych miast nie została wdrożona w pełni koncepcja *asset management*.

Kwestie zarządcze poruszane są też w artykule Habilitanta (współautorstwo) pt. *Klasyfikacja biurowców na przykładzie rynku nieruchomości w Trójmieście*.

Problematyce finansowania nieruchomości Habilitant poświęcił trzy artykuły (współautorstwo). Pierwszy z nich, pt. *Principles of public private partnership financing – Polish experience*, to typowe *case study*. Dotyczy kwestii finansowania inwestycji w formule partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Autorzy wskazują na jedną z istotnych wad takiej

formuły, tj. długi okres przygotowania projektów do realizacji oraz nakładającą się na to 4-letnią kadencyjność władz samorządowych, co jak się okazuje, bywa okresem zbyt krótkim dla przygotowania i zrealizowania inwestycji. Artykuł ten wyróżniony został w 2013 r. przyznaniem jego Autorom tj. Annie Wojewnik-Filipkowskiej i Dariuszowi Trojanowskiemu nagrody *The European Real Estate Society Prize for the Best Paper in Real Estate and Finance*.

Kolejny artykuł Habilitanta (współautorstwo) nt. finansowania nieruchomości dotyczy niezwykle gorącego obecnie tematu niskich stóp procentowych. Jest to artykuł pt. *The robustness of office building investment in the low interest rate environment*, opublikowany w pracy zbiorowej (red. J. Łaszek, K. Olszewski, R. Sobiecki), "Recent trends in the real estate market and its analysis", Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2018. Przedstawione w artykule wyniki testu warunków skrajnych wykazały, jak znacząco zmienia się wskaźnik zwrotu z kapitału własnego i wskaźnik pokrycia obsługi długu, gdy stopy procentowe lub stopy pustostanów rosną lub obydwa te szoki pojawiają się jednocześnie. Np. gdy wskaźnik LTV wynosi 60%, inwestycja jest względnie odporna na badane wstrząsy, zaś gdy wzrasta do 70%, może w określonych sytuacjach generować ujemny przepływ pieniężny, a inwestor nie będzie w stanie spłacić kredytu hipotecznego.

Ostatni z tej serii artykuł Habilitanta (współautorstwo) dotyczy niezwykle rzadko podejmowanej tematyki, tj. finansowania domów studenckich. To artykuł pt. *Modele finansowania inwestycji w domy studenckie uczelni publicznych – na przykładzie Polski*, „Świat Nieruchomości” 2017, nr 3. Z przeprowadzonych badań porównawczych tego typu modeli wynika, że obecnie najkorzystniejsze z punktu widzenia uczelni są rozwiązania oparte na współpracy (w różnym zakresie) z sektorem prywatnym. Uczelnie bowiem z reguły nie posiadają doświadczonej menadżerskiej kadry specjalizującej się w zarządzaniu tego typu projektami, a przy tym są podmiotami typu *non-profit*, zatem nie powinny ponosić ryzyka nieodłącznego dla takich projektów.

Już ta skrótowa tylko prezentacja wymienionych wyżej artykułowych publikacji Habilitanta wskazuje na ich użyteczność praktyczną oraz na walory teoretyczne. Choć kluczowym przedmiotem analiz w tych publikacjach są zawsze nieruchomości, to analizy te są wieloprzekrojowe, co sprzyja holizmowi badawczemu

## **6. Działalność badawcza, ekspercka, dydaktyczna, popularyzatorska**

Habilitant legitymuje się udziałem w 12 projektach badawczych, w tym trzech finansowanych ze środków zewnętrznych i mających głównie charakter projektów wdrożeniowych. Z kolei 7 projektów Habilitant zrealizował w ramach badań statutowych. Ponadto zrealizował dwa projekty własne. Tematyka wszystkich tych projektów jest spójna z tematyką publikacji Habilitanta, co świadczy o tym, że realizowane projekty badawcze stanowiły naukowe podłoże tych publikacji.

Z *Autoreferatu* wynika ponadto, że Habilitant legitymuje się znaczącym dorobkiem eksperckim, łącznie 160 ekspertyz (*vide p. 1 recenzji*). Brak jednak ich opisu i wykazu. Z *Autoreferatu* można domniemywać, że większość z nich dotyczy właśnie wyceny nieruchomości. Mocną stroną dorobku Habilitanta jest łączenie działalności naukowo-badawczej i dydaktycznej ze współpracą z praktyką, w tym m.in. z jednostkami samorządu terytorialnego, Skarbu Państwa oraz przedsiębiorstwami. Uprawnienia zawodowe w zakresie wyceny nieruchomości, uzyskane już w 1995 r., umożliwiły Habilitantowi zdobywanie doświadczeń w tym zakresie.

Działalności badawczej i eksperckiej z pewnością sprzyja członkostwo Habilitanta w sześciu specjalistycznych organizacji naukowych, zawodowych i innych. Dokonania naukowe i doświadczenie zawodowe Habilitanta przełożyły się na powołanie go w czerwcu 2018 r. w skład ekspertów Komisji Standardów przy Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, co jest znaczącym wyróżnieniem zawodowym.

Wieloprzekrojowe badania i analizy prowadzone przez Habilitanta na temat wyceny, finansowania nieruchomości oraz zarządzania nimi zaowocowały bogatą ofertą dydaktyczną. Habilitant w latach 2004–2019 prowadził wykłady z 13 różnych przedmiotów, których tematyka była spójna z tematyką jego publikacji oraz projektów badawczych. W tym samym okresie prowadził wykłady na studiach podyplomowych „Wycena nieruchomości” oraz „Zarządzanie nieruchomościami i projektami deweloperskimi”, w których okresowo pełnił także funkcję kierownika. Bogata, zróżnicowana tematyka tych wykładów również była kompatybilna z badawczymi zainteresowaniami Habilitanta. Jest on ponadto promotorem pomocniczym w 2 przewodach doktorskich. Prowadzi także seminaria licencjackie, magisterskie i dyplomowe. W latach 2008–2017 był promotorem 333 prac, w tym: 66 prac licencjackich, 45 prac magisterskich oraz 222 prac dyplomowych (na studiach podyplomowych).

W ramach działalności dydaktycznej w roku akademickim 2012/2013 zrealizował projekt dydaktyczny finansowany z Funduszu Innowacji Dydaktycznych pt. *Komputerowy model przygotowania studium wykonalności*, wspomagający prowadzenie zajęć z przedmiotu *Studium wykonalności projektu inwestycyjnego*.

Zważywszy na przedstawiony wykaz nie sposób ocenić dydaktyczne dokonania Habilitanta inaczej niż jako imponujące, a nawet być może nadmiarowe.

Łączny dorobek naukowo-badawczy, dydaktyczny i ekspercki Dariusza Trojanowskiego jest zatem znaczący i zasługuje na pozytywną ocenę. Jednak istotną słabością tego dorobku jest brak publikacji w czasopiśmie z bazy Journal Citation Reports (JCR/ lista A Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego). Ponadto słabością jest brak udziału w międzynarodowych projektach i sieciach badawczych. Jednak braki te są, moim zdaniem, należycie łagodzone poprzez jakościowy, teoretyczny i praktyczny wymiar wszystkich dokonań Habilitanta.

## 7. Konkluzja

Dokonania Habilitanta potwierdzają jego wysoki potencjał naukowy, szeroką wiedzę teoretyczną, popartą doświadczeniem zawodowym i eksperckim w zakresie wyceny nieruchomości. Habilitant wykazuje się zdolnością do formułowania oryginalnych hipotez naukowych i sprostania wyzwaniom badawczym.

Główna monografia Habilitanta pt. *Dylematy wyceny nieruchomości komercyjnych w Polsce* jest rozprawą w znacznej mierze o charakterze pionierskim, tym samym przyczyniającą się do rozwoju teorii ekonomii, w tym teorii wartości, oraz teorii wyceny nieruchomości – czyli zrębów powoli kształtującej się swego rodzaju nowej subdyscypliny. Podejmowana w monografii problematyka obiektywizacji metod wyceny nieruchomości z uwzględnieniem jej kompleksowego wymiaru, w tym wyznaczania dwóch jej fundamentalnych kategorii, tj. stopy kapitałowej i stopy dyskontowej, w pewnej mierze wypełnia wyraźną lukę badawczą oraz lukę na krajowym rynku wydawniczym. Zważywszy na rozległość, i to w wymiarze globalnym, następstwa ryzyka braku obiektywizmu w wycenie nieruchomości oraz w wyznaczaniu poziomu wymienionych stóp, podjęcie przez Habilitanta i



zrealizowanie z powodzeniem badań ukierunkowanych na przeciwdziałanie temu oraz na opracowanie formuł służących owej obiektywizacji, zasługuje na pozytywną ocenę.

Pozostały dorobek publikacyjny także oceniam pozytywnie, m.in. ze względu na kompleksowość oraz oryginalność, jak i staranne dokumentowanie wywodów, a także cechujące większość publikacji Habilitanta łączenie wiedzy teoretycznej z empirią, czemu sprzyjają zawodowe doświadczenia Habilitanta jako rzeczoznawcy majątkowego.

Za pozytywną oceną przemawia też dorobek badawczy i ekspercki Habilitanta. Imponujące są przy tym dydaktyczne osiągnięcia Habilitanta.

Uwzględniając przedstawione powyżej oceny stwierdzam, że dorobek naukowo-badawczy, publikacyjny, ekspercki i dydaktyczny dr. Dariusza Trojanowskiego spełnia warunki wymagane do nadania stopnia naukowego doktora habilitowanego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia. Tym samym popieram wniosek Habilitanta w tej sprawie.

