

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki
Instytut Ekonomii i Finansów
Katedra Finansów i Bankowości
Uniwersytet Szczeciński

Szczecin, 11.07.2023

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. George'a Matysiaka pt.
„New approaches towards the classification of risk-return investment
styles of European unlisted commercial real estate funds (UCREF)”**

Promotor: dr hab. Jarosław Kaczmarek, prof. UEK

Promotor pomocniczy: dr Kamil Fijorek

Kraków 2023, stron 251

1. Problem badawczy, cele i hipotezy

Przedmiotem niniejszej recenzji jest rozprawa doktorska mgr. George'a Matysiaka pt. „New approaches towards the classification of risk-return investment styles of European unlisted commercial real estate funds (UCREF)” napisana pod kierunkiem dr hab. Jarosława Kaczmarka, prof. UEK oraz promotora pomocniczego dr. Kamila Fijorka. Nieruchomości komercyjne są coraz ważniejszym przedmiotem inwestycji. Czynnikiem utrudniającym inwestowanie w nieruchomości komercyjne jest niejednorodny i niepłynny charakter nieruchomości jako klasy aktywów. Sposobem przezwyciężenia tych ograniczeń jest inwestowanie w tzw. REITy (Real Estate Investment Trusts). Są to notowane na giełdzie spółki akcyjne o specjalnym statusie prawnym, których celem jest inwestowanie w nieruchomości pod wynajem. Innym rozwiązaniem jest inwestowanie w fundusze nienotowane na giełdzie, tzw. UCREFy (Unlisted Commercial Real Estate Funds - fundusze nieruchomości nienotowane na giełdzie). Nienotowane i notowane

fundusze nieruchomości działają na podobnych zasadach, ponieważ inwestorzy wnoszą kapitał w zamian za udział w aktywach posiadanych przez fundusz, wyemitowanych w formie jednostek uczestnictwa (fundusze nieruchomości nienotowane na giełdzie) lub papierów wartościowych (fundusze nieruchomości notowane na giełdzie). W obu przypadkach aktywa są zarządzane przez profesjonalnego zarządzającego funduszem, który jest odpowiedzialny za wybór nieruchomości inwestycyjnych i monitorowanie ich wyników oraz bieżącą administrację funduszem (konserwację, ulepszenia, pobieranie czynszów itp.).

Fundusze nieruchomości nienotowane na giełdzie (UCREFy) są nie płynne, co jest niewątpliwie wadą tej formy inwestowania. Z drugiej strony fakt, że fundusze te nie są przedmiotem obrotu na giełdzie oznacza, że są one bliższe czystej grze na rynku nieruchomości niż notowane na giełdzie REITy. Warto podkreślić, że dynamika wzrostu funduszy nieruchomości nienotowanych jest w ostatnich latach zdecydowanie wyższa od dynamiki całego rynku nieruchomości, co potwierdzają liczne analizy, opracowania naukowe i dostępne statystyki (zob. na przykład <https://www.wealthmanagement.com/reits/non-traded-reits-continue-grab-record-capital-inflows>). Inwestowanie w UCREF stało się popularne zarówno wśród instytucji, jak i osób fizycznych. Fundusze te mają kilka ważnych z punktu widzenia inwestorów cech, a w szczególności: 1) występuje bezpośrednia ekspozycja na aktywa bazowe funduszu; 2) wartość funduszu jest wyznaczana przez rzeczoznawcę; 3) większa kontrola inwestorów ze względu na przydzielanie prawa głosu proporcjonalne do ich udziału w funduszu; 4) zyski są wypłacane w częstszych niż roczne odstępach czasu; 5) bezpieczeństwo dochodów wobec rosnących czynszów najmu i unikanie wyprzedaży właściwej dla funduszy giełdowych.

Zarządzający funduszami, a przede wszystkim inwestorzy, oczekują szczegółowych informacji dotyczących stylu inwestycyjnego funduszy UCREF, aby mogli zrozumieć w co inwestują i na jakie ryzyko się narażają. Stąd potrzeba miarodajnej i wiarygodnej klasyfikacji funduszy. Doktorant trafnie wskazuje, że istniejący system klasyfikacji funduszy jest quasi-arbitralny, co jest szczególnie widoczne w odniesieniu do nowych funduszy, dla których istnieje niewiele danych ex ante. Uzasadnioną, ważną poznawczo i utylitarnie motywacją do badań było zatem zbadanie potencjału systemu klasyfikacji opartego na rygorystycznych, ilościowych badaniach. Dokonany przez Kandydata przegląd literatury przedmiotu uwidoczniał, że nie ma jak dotąd żadnych prac empirycznych, w których przeprowadzono by klasyfikację funduszy nieruchomości komercyjnych wyłącznie na podstawie ich charakterystyki ex ante z wykorzystaniem metod ilościowych. Autor zaznacza, że do klasyfikacji funduszy wykorzystuje się zwykle dane ex post, co utrudnia klasyfikację nowych funduszy. W związku z tym Kandydat



uznał, że jest to szansa na wypełnienie wskazanej luki przez badania podjęte w rozprawie doktorskiej.

W rozprawie Doktorant zidentyfikował i opisał luki badawcze, a następnie zmierzył się z wynikającymi z nich problemami w trzech wzajemnie powiązanych aspektach: teoretycznym, metodologicznym i empirycznym. Na podstawie zidentyfikowanych luk badawczych Kandydat sformułował problem badawczy (the objective of the research) i główny cel badań (the main goal of the research). Jako problem badawczy przyjęto zapewnienie niezawodnego systemu (a robust system) klasyfikacji *ex ante* nowych UCREF. Głównym celem badań (the main goal of the research) było opracowanie nowego systemu klasyfikacji dla UCREF, który odzwierciedlałby ich profile ryzyka. Cel ten został wsparty pięcioma celami cząstkowymi, szczegółowo omówionymi w pracy doktorskiej. Doktorant twierdzi, że stosowany obecnie system klasyfikacji, oparty na kilku sugerowanych kryteriach, intuicyjnie wydaje się zapewniać praktyczną klasyfikację UCREF. Podkreśla równocześnie, że dokładność tej klasyfikacji nie została jak dotąd zbadana. Zauważa, że jeżeli obecny system zostałby uznany za niewłaściwy, to odpowiednim zamiennikiem byłby alternatywny system klasyfikacji, który został przetestowany i okazał się solidny i intuicyjny (s. 10).

Na podstawie zidentyfikowanych luk badawczych, ustalonego problemu badawczego i wynikających z niego celów, Doktorant sformułował hipotezy badawcze. Główna hipoteza badawcza H_0 (the main hypothesis) stanowi, że „obecna klasyfikacja nienotowanych funduszy nieruchomości wyróżniająca dwie klasy, tj. fundusze „Core” i „Value-added”, prawidłowo odzwierciedla liczbę klas ryzyka (H_0)”. Do głównej hipotezy zerowej została sformułowana hipoteza alternatywna H_a , a ponadto pięć hipotez cząstkowych, służących realizacji pięciu celów cząstkowych rozprawy. Osiągnięciu zamierzonych celów i weryfikacji hipotez badawczych służyło opracowanie i przeprowadzenie schematu badań (research flow) obejmującego liczne zadania badawcze ujęte w trzy etapy (s. 12): etap wstępny polegający na zebraniu i weryfikacji danych oraz określeniu kryteriów do wyboru UCREF (Clean Data); etap 1 sprowadzający się do wyznaczenia klastrów obejmujących fundusze o podobnej charakterystyce ryzyka na podstawie danych *ex ante* (Stage 1); etap 2 obejmujący walidację klastrów na podstawie miar ryzyka i ich interpretację z perspektywy finansowej na podstawie danych *ex post* (Stage 2).

W rozprawie wykorzystano unikalne dane dotyczące funduszy, które nie są dostępne publicznie i zostały uzyskane od European Association for Investors in Unlisted Real Estate Vehicles (INREV) wyłącznie na potrzeby prowadzonych przez Doktoranta badań. Dane obejmują okres 21 lat w ujęciu kwartalnym (2000:Q2–2021:Q2) i dotyczą 576 funduszy, w tym 419 funduszy „Core” i 157 funduszy „Value-added”.

2. Układ pracy

Struktura pracy jest odpowiednia do postawionych celów, zadań badawczych i przyjętych hipotez. Licząca 251 stron rozprawa składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów, zakończenia, a także stosownych spisów (bibliografii, tabel i rysunków). Wstęp, który został poprzedzony słownikiem ważniejszych terminów używanych w rozprawie (Terms used in the research) zawiera uzasadnienie wyboru tematu pracy, określenie problemu badawczego oraz głównego i pomocniczych celów rozprawy, a także przedstawienie przyjętych hipotez badawczych (H_0 , H_a i pięć hipotez cząstkowych). Pierwszy rozdział (Commercial real estate markets) obejmuje przegląd i charakterystykę inwestycyjnych rynków nieruchomości komercyjnych. Zamieszczono tam przegląd literatury i wyniki dotychczasowych badań. Poruszono również kwestie dotyczące stóp kapitalizacji i wyceny nieruchomości. W rozdziale drugim (Unlisted commercial real estate funds – UCREF) przedstawiono uwarunkowania i cechy funduszy UCREF oraz dokonano analizy rynku tych funduszy. Opierając się na szerokim przeglądzie literatury usystematyzowano wiedzę na temat stylów inwestowania i rodzajów funduszy. Rozdział trzeci (UCREF data characteristics) zawiera analizę wyników funduszy UCREF, stylów inwestowania i ich obecnej klasyfikacji. Zawiera także omówienie sposobu weryfikacji danych na potrzeby badań własnych. Rozdział czwarty (Risk measures, diversification and valuation smoothing issues) koncentruje się na źródłach i pomiarze ryzyka, dywersyfikacji ryzyka oraz wycenie nieruchomości komercyjnych. W rozdziale piątym (Hypotheses, research design and methodology) zaprezentowano cele badań i postawione hipotezy oraz omówiono poszczególne etapy badań przeprowadzonych z wykorzystaniem odpowiednio dobranych metod. W rozdziale szóstym (Estimating and evaluating models, testing hypotheses) przedstawiono wyniki empiryczne oszacowanych modeli, dokonano ich oceny, a następnie analizując wyniki testów przeprowadzono ostateczną weryfikację postawionych hipotez.

W pięciostronicowym Zakończeniu (Conclusion) Autor zrekapitulował najważniejsze wyniki, ustalenia, wnioski i rekomendacje wypracowane w ramach dysertacji. W spisie literatury wykazano łącznie 318 pozycji.

3. Ocena problematyki badawczej, stopnia oryginalności problemu naukowego, poprawności sformułowania celu, hipotez i układu pracy

Problematyka badawcza jest ważna, aktualna i interesująca. Mimo oczywistej niszowości tematu (fundusze nieruchomości nienotowane), podjęty przez Doktoranta problem jest ważny z uwagi na



dużą i stale rosnącą, szczególnie w ostatnich latach, skalę inwestycji w fundusze UCREF. Uzasadnione na podstawie naukowej procedury wyróżnienie trzech zamiast dotychczasowych dwóch rodzajów UCREF powinno ułatwić inwestorom podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz lepiej opisywać i analizować wyniki osiągane na rynku nienotowanych funduszy nieruchomości. Problem jest oryginalny i pionierski, bowiem nie było wcześniej badań weryfikujących prawidłowość klasyfikacji (grupowania) nienotowanych funduszy nieruchomości.

Weryfikacja hipotezy głównej została przeprowadzona w kontekście pięciu hipotez częściowych. Oceny dokonano z trzech perspektyw, a mianowicie: perspektywy statystycznej/klastrowej, perspektywy danych ex post i ekonometrycznej. Badania wykazały, że fundusze Core i fundusze Value-Added w ramach obecnego systemu klasyfikacji można przeklasyfikować na trzy grupy. Jest to poparte dowodami statystycznymi bezpośrednio wykorzystanymi do wyznaczenia klastrow, a mianowicie algorytmami grupowania K-Prototypes i analizą klas ukrytych LCA. W wypadku metody K-Prototypes na podstawie wykresu Scree wykazano trzy skupienia, a wykres sylwetki sugerował 2/3 skupień. Na podstawie wewnętrznych wskaźników walidacji klastrow (ICVs) większość głosów oddano na 3 klastry. W przypadku modelu LCA, opartego na kilku kryteriach, w tym kryteriach informacyjnych BIC i dobroci dopasowania chi-kwadrat, na podstawie bilansu dowodów liczba skupień wynosiła 3. W rezultacie zastosowane przez Doktoranta dwie zupełnie różne techniki skupień wykazały, że były 3 skupienia. Ocena klastrow z perspektywy danych ex post wykazała, że trzy klastry wykazują rosnące profile ryzyka w oparciu o miary odchylenia standardowego i maksymalnego spadku (MDD).

Innym wskaźnikiem relatywnej ryzykowności klastra jest stosunek liczby funduszy zamkniętych do łącznej liczby funduszy w klastrze. W badaniach przeprowadzonych przez Doktoranta wskaźniki te kształtują się następująco: klaster 1: 7%, klaster 2: 73% i klaster 3: 87%. W rezultacie klaster 1 zawiera bardzo mały odsetek funduszy zamkniętych, mniej niż 1 na 14, podczas gdy klastry 2 i 3 zawierają stosunkowo wysoki odsetek, przy czym klaster 3 obejmuje prawie 9 na 10 funduszy o strukturze zamkniętej. Można więc przyjąć, że wyniki te potwierdzają różne rankingi ryzyka trzech wyznaczonych przez Doktoranta klastrow.

Oszacowane przez Autora model wielomianowy i uporządkowany model logitowy wykazały, że czynniki ryzyka i zwrotu były ważnymi determinantami klastrow, potwierdzając tym samym zasadność wyznaczenia trzech klastrow. Modele umożliwiły wgląd w przyczyny przynależności do klastra (value drivers), które okazały się być istotne statystycznie. Na koniec oszacowano modele ekonometryczne, dzięki którym potwierdzono istotność statystyczną klastrow, wraz ze zmiennymi ryzyka, w przyczynianiu się do zwrotów ex post (ex post returns).

W związku z tym solidne dowody przedstawione na poparcie trzech klastrów odrzucają główną hipotezę zerową, że istniejący system dwóch stylów jest odpowiedni do klasyfikowania nienotowanych funduszy nieruchomości komercyjnych, biorąc pod uwagę różne cechy ryzyka klastrów. Wyniki testów weryfikujących postawione hipotezy wskazują, że można odrzucić hipotezę główną i cztery hipotezy częściowe, natomiast nie można odrzucić jednej (czwartej) hipotezy częściowej.

W pracy wiele uwagi poświęcono kwestii wygładzania wyceny (valuation smoothing). Jest to dobrze rozpoznane i opisane zagadnienie na rynkach nieruchomości komercyjnych, które pojawia się przede wszystkim w wyniku dwóch błędów (biases) zakłócających wycenę. Pierwszym z nich jest błąd agregacji czasowej (temporal aggregation bias), który występuje, ponieważ nieruchomości w indeksie nieruchomości nie są zwykle wyceniane w jednym momencie, ale raczej w okresie na przykład kwartału (jeśli raportowane są wyniki kwartalne). Drugim źródłem błędu jest tzw. błąd zakotwiczenia (anchoring bias) odzwierciedlający zachowanie rzeczoznawców majątkowych, którzy oceniając aktualną wartość nieruchomości często opierają się na wartości oszacowanej w poprzednim okresie. Rzeczoznawcy dokonują korekty, aby uwzględnić zmiany na rynku od poprzedniej wyceny, ale może to nie odzwierciedlać w pełni warunków rynkowych. Autor odwołał się do opublikowanej w 1989 roku pracy Quana i Quigleya (s. 148), którzy chcąc uzyskać wgląd w zjawisko wygładzania wykazali, że jeśli chodzi o kształtowanie się cen, rynki nieruchomości mają trzy ważne cechy odróżniające je od normalnie konkurencyjnych, walrasowskich rynków aukcyjnych. Cechy to można określić następująco:

- niepełne informacje o cechach poszczególnych nieruchomości, przez co decyzje kupna i sprzedaży są podejmowane na podstawie częściowej wiedzy,
- czas kosztownych poszukiwań poświęcany przez potencjalnych nabywców,
- brak centralnego rynku, tak aby ceny były wynikiem prywatnych negocjacji między kupującym a sprzedającym.

Te niedoskonałości prowadzą do wyznaczania cen rynkowych, które w krótkim okresie mogą różnić się od cen oczekiwanych na konkurencyjnym rynku. Innymi słowy, ceny transakcyjne identycznych nieruchomości mogą się różnić. Doktorant przywołuje kolejną publikację Quana i Quigleya z 1991 roku, w której optymalną wartość nieruchomości przedstawiono jako średnią ważoną oszacowanej wartości poprzedniej wyceny i ostatnich porównywalnych cen transakcyjnych (s. 148). Dalej, odwołując się własnej współautorskiej publikacji z 2000 roku (Brown, Matysiak) stwierdza, że „wygładzanie wycen wynika ze względnej zmienności ogólnej niepewności ceny rynkowej oraz niepewności związanej z

wycenianą nieruchomością. Spostrzeżenie to pokazuje, że wygładzanie wyceny jest niezależne od podejścia stosowanego przez rzeczoznawców majątkowych” (s. 148).

Doktorant wykazał, że dotychczasowe systemy klasyfikowania i rangowania funduszy „nie rozróżniają zwrotów rynkowych od zwrotów opartych na wycenie” (it fails to differentiate between market returns and returns based on valuation – s. 236). Aby temu zaradzić, w badaniu wykorzystano niewygładzone zwroty z wyceny. Autor wykorzystał nowatorską, dwuetapową procedurę badawczą. Do surowych danych zastosowano proces czyszczenia danych polegający na usunięciu wartości odstających, „odgładzeniu” danych (unsmoothing the data) i wybraniu minimalnej liczby obserwacji do analizy. Zastosowano dwie różne metody grupowania, a jedną z nich, a mianowicie analizę klas ukrytych (LCA), poddano formalnym procedurom w celu określenia statystycznej odrębności powstałych skupień. Ostatecznie zweryfikowano perspektywy finansowe klastrów, przeprowadzając estymację modeli logitowych i ekonometrycznych.

Problem badawczy, cel, hipotezy i układ pracy zostały sformułowane poprawnie. Całość stanowi spójną, logiczną i przekonującą koncepcję badań opartą na wiodącej literaturze przedmiotu, z właściwie dobranymi i wykorzystanymi metodami oraz prawidłowym wnioskowaniem.

4. Ocena merytoryczna rozprawy – znaczenie rozprawy i jej walory naukowe oraz dostrzeżone uchybienia i wątki dyskusyjne

Cel główny badań został osiągnięty przez ustanowienie rzetelnej, sprawdzonej metody grupowania funduszy. Polegało to na wyznaczeniu klastrów statystycznie unikalnych i przetestowaniu ich pod kątem interpretacji finansowej za pomocą odpowiednich metod. Zrealizowanie zadań i osiągnięcie celów badań umożliwiło weryfikację postawionych hipotez. Główna hipoteza zerowa została odrzucona z powodu zidentyfikowania trzech klas ryzyka, zatem dotychczas stosowana quasi-arbitralna klasyfikacja funduszy była niewłaściwa. Oprócz hipotezy głównej odniesiono się do hipotez cząstkowych, spośród których w przypadku czterech nie było podstaw do ich odrzucenia, natomiast jedna została odrzucona, a argumenty zostały szczegółowo omówione w pracy.

Rozprawa dotyczy niszowego, stosunkowo wąskiego zagadnienia dotyczącego inwestycji na rynku nieruchomości, a w szczególności inwestycji w nienotowane fundusze określane angielskim skrótem UCREF. Walory rozprawy należy postrzegać w trzech wymiarach: 1) uporządkowania i rozwoju teorii odnoszącej się do klasyfikowania nienotowanych funduszy nieruchomości; 2) doskonalenia metod służących klasyfikowaniu nienotowanych funduszy nieruchomości; 3)

dostarczenia narzędzi wspierających decyzje inwestorów i menedżerów zarządzających funduszami UCREF.

Generalnie, badania przedstawione w pracy doktorskiej dostarczyły wglądu w ryzyko i efektywność funduszy UCREF. W badaniu wykorzystano unikalny zbiór danych, który nie był publicznie dostępny oraz zastosowano dwuetapową metodykę wykorzystującą dane *ex ante* i *ex post*. Metodyka badań, zastosowane metody, pozwoliły na zbadanie relacji między funduszami UCREF a rynkiem nieruchomości komercyjnych. Wykazano statystycznie odmienną klastrowość, badając związane z nimi ryzyko. Klasyfikowano mierząc ich wyniki inwestycyjne i odnosząc je do ich profili ryzyka. Zastosowane podejście badawcze pozwala na klasyfikowanie nowych funduszy UCREF, czyli klasyfikowanie funduszy na podstawie danych *ex ante* i jest oryginalnym, nowatorskim przedsięwzięciem badawczym w zakresie nienotowanych na giełdzie funduszy nieruchomości komercyjnych.

W rezultacie przeprowadzonych rozważań i badań, w dysertacji opracowano rozwiązanie (metodykę klasyfikacji), które można wdrożyć w praktyce gospodarczej, zarówno w ujęciu zarządzania funduszami, jak i bezpośredniego w nie inwestowania. Nowe fundusze mogą zostać zaklasyfikowane przez zarządzających właściwie i w przejrzysty sposób na bazie ich charakterystyki *ex ante*. Również potencjalni inwestorzy mogą wykorzystać to rozwiązanie do oceny klasy ryzyka aktywów, w które zamierzają inwestować przez fundusz. Wskazane właściwości zwiększają użyteczną, aplikacyjną wartość przeprowadzonych badań.

Obecny system klasyfikacji ryzyka UCREF nie został wcześniej zbadany i przetestowany, a zatem nie potwierdzono, czy system był naprawdę odpowiedni do zamierzonego zastosowania. Badanie przeprowadzone przez Doktoranta dotyczyło kwestii adekwatności istniejącego systemu, a po wykazaniu, że jest on nieodpowiedni, zaproponowano nowy, naukowo przetestowany system klasyfikacji dla UCREF, który poprawnie odzwierciedla ich profile ryzyka. Taki był główny cel badań, które polegały na wykonaniu przyjętego schematu badań (*research flow*), w tym weryfikacji postawionych hipotez omówionych w rozdziałach 5 i 6. Godne podkreślenia jest wprowadzone przez Autora rozróżnienie perspektywy *ex ante* i *ex post*. Jednak zamieszczone w pracy sformułowanie, że „o wynikach przyszłych inwestycji decydują oczekiwania, a nie dane historyczne” (*the performance of future investments is determined by expectations and not by historical data – s. 236*) może budzić uzasadnione wątpliwości. O wynikach przyszłych inwestycji decyduje sposób (sprawność) zarządzania inwestycją, a także rynkowa wycena aktywów będących przedmiotem inwestycji (w tym przypadku nieruchomości). W odniesieniu do konkretnych inwestycji możemy mówić o historycznych stopach zwrotu (przeszłość), oczekiwanej minimalnej stopie zwrotu dla danej klasy aktywów (koszt kapitału), oczekiwanej stopie zwrotu z perspektywy

konkretnej inwestycji i konkretnego inwestora (znajduje to swój wyraz w oszacowanych przepływach pieniężnych i NPV danej inwestycji) oraz zrealizowanej (rzeczywistej) stopie z inwestycji (ta ostatnia po zrealizowaniu stanie się oczywiście stopą historyczną). Odrębną kwestią jest sposób szacowania przez inwestorów oczekiwanych zwrotów z inwestycji, tzn. czy oczekiwania te bazują na danych historycznych czy też na analizach aktualnego stanu rynku i perspektyw danego rodzaju inwestycji. Zakładam, że Autor świetnie rozumie i rozróżnia te terminy, a przywołane sformułowanie uznaję za pewną niezręczność.

Doceniając dostrzeżenie przez Autora luki badawczej będącej motywacją do podjęcia swoich badań i wykazania, że zamiast dwóch dotychczasowych kategorii UCREF należy stosować trzy, odczuwam pewien niedosyt w zakresie wykazania skutków tej zmiany na sytuację konkretnych inwestorów. Innymi słowy, jakie z perspektywy inwestorów będą konsekwencje finansowe dalszego stosowania dotychczasowej klasyfikacji zamiast nowej, wypracowanej w niniejszej dysertacji?

5. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej Kandydata w dyscyplinie ekonomia i finanse i ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Kandydat wykazał się dużą wiedzą w dyscyplinie ekonomia i finanse. Jest dobrze zaznajomiony z problematyką rynku nieruchomości, funduszy inwestycyjnych, w tym REITów i UCREFów. Umiejętnie posługuje się metodami statystycznymi, potrafi identyfikować związki przyczynowo-skutkowe i dokonywać wynikających z rozważań i badań uogólnień. Doktorant wykazał się również szeroką wiedzą w zakresie wyceny nieruchomości. Jest to złożony obszar obejmujący zarówno teorię jak i praktykę, mieszczący się głównie w ramach dyscypliny finanse. Wycena przedsiębiorstw korzysta również z dorobku innych dyscyplin szczegółowych, m.in. takich jak: mikroekonomia, ekonomika przedsiębiorstwa i ekonomiki sektorowe, makroekonomia, prawo, rachunkowość, statystyka, ekonometria, informatyka, geodezja. Z uwagi na złożoność, skomplikowanie, wielowątkowość i dużą dynamikę zmian problematyki wyceny nieruchomości, a tym samym również funduszy inwestujących w nieruchomości, prowadzenie badań w tym obszarze jest obiektywnie dużym wyzwaniem. Dodatkową trudnością jest ograniczony i utrudniony dostęp do danych źródłowych, stosunkowo krótkie szeregi czasowe, a także różnego rodzaju zakłócenia w porównywalności. Uwzględniając te uwarunkowania uważam, że Doktorant podjął trudną, ale bardzo udaną próbę zmierzenia się z zagadnieniem opracowania zobiektywizowanej, rzetelnej, zweryfikowanej empirycznie metody grupowania funduszy.

Szeroka wiedza Autora w dziedzinie funkcjonowania rynku nieruchomości i funduszy nieruchomości (w tym przede wszystkim nienotowanych) oraz przeprowadzone badania naukowe na podstawie przyjętego schematu badań (research flow) dowodzą wysokich kompetencji Doktoranta w zakresie samodzielnego prowadzenia badań naukowych.

6. Konkluzja

Głównym celem badań zadeklarowanym przez Autora (s. 10) było opracowanie nowego systemu klasyfikacji dla UCREF, który odzwierciedlałby ich profile ryzyka. Główny cel badań został wsparty pięcioma celami cząstkowymi. Po szczegółowym zapoznaniu się z rozprawą uznaję, że cele te zostały osiągnięte. Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę teoretycznej części rozprawy oraz wskazane osiągnięcia odnoszące się do części empirycznej, wyrażam opinię, że recenzowana rozprawa doktorska mgr. George'a Matysiaka pt. „New approaches towards the classification of risk-return investment styles of European unlisted commercial real estate funds (UCREF)” spełnia wszystkie wymagania stawiane przed rozprawami doktorskimi. Praca stanowi oryginalne osiągnięcie Autora, poszerza aktualny stan wiedzy w zakresie klasyfikowania nienotowanych funduszy nieruchomości oraz zawiera interesujące poznawczo i użyteczne praktycznie koncepcje i propozycje. W związku z powyższym wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Równocześnie doceniając oryginalność i nowatorski charakter przeprowadzonych badań wnoszę o wyróżnienie rozprawy doktorskiej mgr. George'a Matysiaka stosowną nagrodą.

