



Dr hab. Katarzyna Kochaniak, prof. UEK
Katedra Finansów i Polityki Finansowej
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kraków, 18 września 2026 r.

RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

mgr. Oskara Becha

**pt. „Factors Determining the Propensity to Invest in Equity Crowdfunding”
przygotowanej pod kierunkiem dr. hab. Piotra Zientary, prof. UG**

1. Podstawa sporządzenia recenzji

Podstawę formalną niniejszej recenzji stanowi pismo z dnia 20 lipca 2026 r. dr. hab. Leszka Czerwonki, prof. UG, Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse, informujące o powołaniu mnie na recenzentkę rozprawy doktorskiej mgr. Oskara Becha.

Podstawą merytoryczną recenzji jest przedłożona rozprawa doktorska pt. „Factors Determining the Propensity to Invest in Equity Crowdfunding”.

2. Dobór problematyki badawczej oraz ocena jej istotności

Celem rozprawy jest identyfikacja czynników kształtujących skłonność do inwestowania za pośrednictwem crowdfundingu udziałowego (equity crowdfunding). Ten model finansowania umożliwia przedsiębiorstwom, w szczególności start-upom oraz małym i średnim podmiotom, pozyskiwanie kapitału od szerokiego grona inwestorów za pośrednictwem platform internetowych. W zamian za wniesiony kapitał, inwestorzy nabywają prawa udziałowe, co odróżnia equity crowdfunding od finansowania społecznościowego opartego na nagrodach, darowiznach i pożyczkach.

Podjęty problem badawczy jest ważny ze względu na rozwój alternatywnych form finansowania przedsiębiorstw oraz rosnącą rolę platform cyfrowych w pośrednictwie między podmiotami poszukującymi kapitału a inwestorami. Equity crowdfunding może zwiększać dostęp młodych przedsiębiorstw do finansowania, jednak z perspektywy inwestorów wiąże się z wysokim ryzykiem, ograniczoną płynnością inwestycji, asymetrią informacji oraz trudnościami w ocenie jakości przedsięwzięcia i wiarygodności organizatora kampanii. Potencjalni inwestorzy podejmują zatem decyzje na podstawie ograniczonego zbioru informacji dostarczanych przez organizatora kampanii, platformę oraz innych uczestników rynku.

Istotność tematu wynika również z zasadniczej roli zaufania i zabezpieczeń instytucjonalnych na internetowych rynkach kapitału. Przy braku bezpośredniego kontaktu między inwestorami a organizatorem kampanii, sposób prezentacji projektu, jakość i częstotliwość komunikacji, wiarygodność platformy, procedury weryfikacyjne oraz komentarze innych uczestników mogą pozostawać w związku z gotowością do zaangażowania kapitału. Rozpoznanie tych zależności jest istotne dla przedsiębiorstw poszukujących finansowania, operatorów platform oraz instytucji odpowiedzialnych za ochronę inwestorów.

Autor poświęca uwagę m.in. dwóm relatywnie słabiej rozpoznanym czynnikom, które mogą zniechęcać do inwestowania: negatywnym komentarzom zamieszczanym przez uczestników platform oraz brakowi komunikacji ze strony organizatora kampanii. Kierunek ten jest potencjalnie wartościowy, jednak szersze twierdzenie Autora, że rozprawa przenosi uwagę z czynników sukcesu kampanii na mechanizmy hamujące inwestowanie, wymaga doprecyzowania. Większość zmiennych w modelu empirycznym opisuje uwarunkowania, co do których oczekuje się, że będą sprzyjać gotowości do inwestowania, natomiast jedynie negatywne komentarze i brak komunikacji ze strony organizatora kampanii zostały ujęte jako potencjalne czynniki zniechęcające. Badanie łączy zatem analizę czynników sprzyjających gotowości do inwestowania oraz czynników ją ograniczających, a nie konsekwentnie przenosi punkt ciężkości na mechanizmy hamujące inwestowanie.

W badaniu empirycznym wykorzystano dane jednostkowe pozyskane od 342 respondentów, w większości Polaków, zrekrutowanych za pośrednictwem wybranych grup na Facebooku, a do analizy danych zastosowano confirmacyjną analizę czynnikową i modelowanie równań strukturalnych. Przedmiotem analizy są zależności między skłonnością do zaufania, gwarancjami strukturalnymi, postrzeganiem ryzykiem, zachowaniami stadnymi, diagnostycznością komunikacji organizatora kampanii i negatywnych komentarzy a postawą wobec inwestowania oraz intencją inwestowania w equity crowdfunding i intencjami takiego inwestowania. Wyniki dostarczają informacji o deklarowanych uwarunkowaniach gotowości do inwestowania, jednak ich interpretację ograniczają sposób doboru próby, konstrukcja kwestionariusza, brak udokumentowanej walidacji narzędzia oraz modyfikacja pierwotnego modelu dokonana post hoc.

3. Ocena formalna rozprawy doktorskiej

Rozprawa liczy 264 strony i składa się ze wstępu, czterech zasadniczych rozdziałów, krótkiego zakończenia oznaczonego jako rozdział piąty, spisu literatury oraz jednego załącznika. Podana liczba stron obejmuje również stronę tytułową, dwa oświadczenia Autora oraz streszczenia ze słowami kluczowymi w języku polskim i angielskim. Rozdziały od

pierwszego do czwartego liczą odpowiednio 58, 40, 34 i 41 stron oraz są podzielone na podrozdziały i punkty. Struktura rozprawy jest zasadniczo spójna i odpowiada jej tytułowi, choć w dalszej części recenzji przedstawiam kilka uwag w tym zakresie.

Spis literatury obejmuje 678 pozycji, głównie anglojęzycznych artykułów naukowych, uzupełnionych niewielką liczbą publikacji w języku polskim. Wyjątkowa obszerność bibliografii nie zawsze znajduje odzwierciedlenie w równie selektywnym i pogłębionym wykorzystaniu przywoływanych źródeł. Szczegółowa weryfikacja wykazała, że ok. 14 pozycji uwzględnionych w spisie literatury nie zostało przywołanych w rozprawie. Występują ponadto rozbieżności między nazwiskami autorów i latami publikacji podanymi w tekście i w bibliografii, a także przypadki kilku publikacji tego samego autora z tego samego roku, których nie rozróżniono oznaczeniami literowymi. Niespójności te utrudniają jednoznaczną identyfikację części źródeł i wskazują na niewystarczająco staranną kontrolę redakcyjną cytowań oraz spisu literatury.

Rozprawa jest zasadniczo wolna od błędów językowych i technicznych. Drobne zastrzeżenie redakcyjne dotyczy oznaczenia czterostronicowego Zakończenia jako odrębnego rozdziału.

4. Ocena merytoryczna rozprawy doktorskiej

Rozprawa obejmuje część teoretyczno-opisową, zawartą w rozdziałach od pierwszego do trzeciego, a także część empiryczną, przedstawioną w rozdziale czwartym. Autor identyfikuje lukę badawczą dotyczącą czynników mogących ograniczać skłonność do inwestowania w ramach equity crowdfunding, ze szczególnym uwzględnieniem negatywnych komentarzy i braku komunikacji ze strony organizatora kampanii. Sformułowano cel badawczy i hipotezy. Dane ankietowe i modelowanie równań strukturalnych są zasadniczo odpowiednie do badania zależności między konstruktami latentnymi, jednak sposób realizacji badania budzi istotne zastrzeżenia metodologiczne dotyczące populacji docelowej, doboru próby, trafności pomiaru, ponownej specyfikacji modelu oraz wnioskowania przyczynowego.

Rozdział pierwszy: The Crowdfunding Ecosystem

Rozdział pierwszy wprowadza w problematykę finansowania społecznościowego, przedstawia rolę platform internetowych oraz główne modele: oparty na nagrodach, darowiznach, pożyczkach i udziałach. Omówiono motywacje osób przekazujących środki, dostęp przedsiębiorców do finansowania, ryzyko inwestorów, asymetrię informacji, zaufanie oraz zabezpieczenia regulacyjne.

Główną zaletą rozdziału jest uporządkowane przejście od szerszego ekosystemu finansowania społecznościowego do equity crowdfunding oraz problemów informacyjnych, z którymi mierzą się inwestorzy. Stanowi on zatem odpowiednią ogólną podstawę rozprawy.

Moje zastrzeżenia dot. pierwszego rozdziału są ograniczone, lecz wymagają odnotowania. W punkcie 1.4.1 finansowanie udziałowe przedstawiono jako bardziej zaawansowaną formę bezpośrednich pożyczek, mimo że pożyczka i udział oznaczają zasadniczo odmienne roszczenia: spłatę długu albo prawa właścicielskie. Podobnie odwołanie w punkcie 1.3.1 do wspólnej „filozofii filantropii” w przypadku darowizn i pożyczek może zacierać finansowy charakter pożyczki. W rozdziale występują również zbędne powtórzenia, w szczególności dotyczące zalet finansowania opartego na darowiznach w punktach 1.2.4–1.2.5 oraz środków ochrony inwestorów w punkcie 1.4.5. Uchybienia te nie podważają jednak ogólnej wartości rozdziału, lecz ograniczają jego precyzję terminologiczną i zwięzłość wyводу.

Rozdział drugi: The Role of Fundraiser and the Impact of Trust in Crowdfunding

Rozdział drugi dotyczy organizatora kampanii, jej przygotowania i komunikacji, motywacji organizatora, wyników projektu, sygnalizacji, asymetrii informacji oraz zaufania do organizatorów kampanii, platform i rozwiązań instytucjonalnych. Wartościowe jest wykazanie, że wiarygodność kampanii wynika z konfiguracji sygnałów, a nie z pojedynczej ujawnionej informacji, oraz że inwestorzy różnią się zdolnością do interpretowania tych sygnałów. Wyraźną zaletą rozdziału jest połączenie motywacji organizatora kampanii, sposobu jej prowadzenia, zaufania i reakcji inwestorów.

W rozdziale brakuje jednak dostatecznie konsekwentnej koncentracji na equity crowdfunding. Wielokrotnie przywoływano wyniki dotyczące finansowania opartego na nagrodach, crowdsourcingu i innych kontekstów, nie wyjaśniając systematycznie, które mechanizmy można odnieść do relacji udziałowej. Wyraźny błąd klasyfikacyjny występuje w punkcie 2.4.2, w którym „Prospers” przedstawiono jako platformę equity crowdfunding. Prosper – nie „Prospers” – funkcjonuje w modelu pożyczek społecznościowych, w którym inwestorzy nie nabywają praw udziałowych.

Występują również słabości pojęciowe i konstrukcyjne. Przykład sygnalizacji na rynku pracy w punkcie 2.2.1 wykorzystano jednostronnie: przewaga informacyjna i możliwość wysyłania sygnałów nie gwarantują ich wiarygodności, ponieważ organizator kampanii może wykorzystywać informacje prywatne do przedstawienia przedsięwzięcia w korzystniejszym świetle i pogłębiania asymetrii informacji. Punkt 2.3.3 zapowiada charakterystykę profili inwestorów, lecz nie zawiera uporządkowanej typologii opartej na motywacjach, oczekiwanej

stopie zwrotu, tolerancji ryzyka, doświadczeniu, wykorzystywanych informacjach lub sposobie podejmowania decyzji. W punktach 2.3.2, 2.3.4, 2.3.5 i 2.3.7 powtarzają się rozważania dotyczące platform, weryfikacji, zabezpieczeń, gwarancji strukturalnych, zaufania i nieufności. Ponadto w punkcie 2.3.7 następuje przejście od zaufania diadycznego w relacji konkretnego inwestora z konkretnym organizatorem kampanii do uogólnionego zaufania do organizatorów kampanii jako kategorii, co prowadzi do pomieszania poziomu relacji „jeden do jednego” z poziomem „jeden do wielu”. Powyższe zastrzeżenia dotyczą zatem koncentracji i precyzji pojęciowej, a nie znaczenia podejmowanych zagadnień.

Rozdział trzeci: Psychological and Strategic Drivers of Investors in Crowdfunding

Rozdział trzeci dotyczy motywacji inwestorów oraz procesu podejmowania przez nich decyzji. Autor omawia teorię autodeterminacji, teorię oceny poznawczej, motywację wewnętrzną i zewnętrzną, motywy finansowe i pozafinansowe, inwestycje zorientowane na zrównoważony rozwój, asymetrię informacji, zachowania stadne oraz sygnały jakości przedsięwzięcia. Główną zaletą rozdziału jest dostrzeżenie, że inwestorzy equity crowdfunding mogą dążyć nie tylko do osiągnięcia zwrotu finansowego, lecz także do zdobywania wiedzy, uczestnictwa w przedsięwzięciu, przynależności do społeczności oraz realizacji celów społecznych, etycznych i środowiskowych. Istotne są również części dotyczące niepewności w środowisku internetowym, ograniczonej weryfikacji przedsięwzięć przed inwestycją (due diligence), uczenia się przez obserwację i sygnałów jakości.

Mniej przekonujące jest ukierunkowanie teoretyczne rozdziału. Teoria autodeterminacji może wyjaśniać wybrane motywy pozafinansowe, lecz w rozprawie nie wykazano, dlaczego powinna ona zajmować centralne miejsce w wyjaśnianiu inwestycji udziałowych. Teorię oceny poznawczej zilustrowano głównie badaniami dotyczącymi dzieci, studentów, pracowników, nagród, crowdsourcingu oraz odpłatnych i nieodpłatnych mikrozadań. Przykłady te są odległe od sytuacji dorosłych osób angażujących kapitał w zamian za prawa właścicielskie, a mechanizm łączący je z equity crowdfunding nie został rozwinięty. Szczególnie oderwane od problemu badawczego są obszerne rozważania dotyczące przełożonych wspierających autonomię i adaptację pracowników. Niestety perspektywom ekonomicznym i finansowym – wyborom inwestycyjnym w warunkach niepewności, relacji między ryzykiem a oczekiwaną stopą zwrotu, zagadnieniom portfelowym, finansom behawioralnym i finansowaniu przedsiębiorstw – poświęcono relatywnie mało uwagi.

W trzecim rozdziale, wyniki dotyczące finansowania opartego na nagrodach, crowdsourcingu, mobilnego crowdsourcingu, mikrozadań i pożyczek społecznościowych

ponownie połączono z equity crowdfunding bez wyraźnego określenia granic porównywalności. Autor m.in. stwierdza, że przegląd obejmujący pożyczki peer-to-peer umożliwia sformułowanie szerszych wniosków dotyczących modeli finansowania społecznościowego, lecz wniosków tych nie wskazuje. Niektóre stwierdzenia są również zbyt daleko idące. Postrzegana sympatyczność, otwartość i wiarygodność mogą zwiększać zaufanie lub subiektywną pewność, lecz same nie zmniejszają asymetrii informacji, jeżeli nie towarzyszą im istotne, rzetelne i weryfikowalne informacje. Punkty 3.3.1–3.3.5 częściowo powtarzają treści rozdziału drugiego i często przenoszą uwagę z procesu decyzyjnego inwestora z powrotem na cechy organizatora kampanii. Rozdział odwołuje się do obszernej literatury, lecz jego argumentacja nie jest wystarczająco skoncentrowana na ekonomicznym charakterze equity crowdfunding.

Rozdział czwarty: badanie empiryczne

4.1. Formułowanie hipotez

W podrozdziale 4.1 Autor prezentuje model łączący skłonność do zaufania, gwarancje strukturalne, zachowania stadne, postrzegane ryzyko oraz diagnostyczność braku odpowiedzi organizatora kampanii i negatywnych komentarzy z postawą wobec inwestowania i intencją inwestycyjną. Zaletą modelu jest ujęcie w jednych ramach czynników dotyczących inwestora, organizatora kampanii, platformy i innych uczestników.

Teoretyczne uzasadnienie hipotez jest jednak fragmentaryczne. Konstrukty wywodzące się głównie z psychologii i socjologii – postawa, intencja behawioralna, skłonność do zaufania, gwarancje strukturalne, dowód społeczny i diagnostyczność – zdefiniowano bezpośrednio przed poszczególnymi hipotezami a nie w rozdziałach teoretycznych. Teoria racjonalnego działania i teoria planowanego zachowania, mimo że służą uzasadnieniu centralnej zależności, nie zostały merytorycznie omówione w rozdziałach od pierwszego do trzeciego. H1, łącząca przychylną postawę wobec inwestowania z deklarowaną intencją inwestowania, ma ograniczoną wartość poznawczą i jest narażona na nakładanie się treści konstruktów z uwagi na ich bliskość znaczeniową. Model kończy się ponadto na deklarowanej intencji, a nie rzeczywistej inwestycji lub faktycznym zaangażowaniu kapitału.

Deklarowana luka badawcza dotycząca niepowodzenia kampanii nie jest w pełni spójna z modelem, w którym zmienną wynikową jest intencja inwestycyjna jednostki. Brak intencji pojedynczej osoby nie oznacza niepowodzenia kampanii, a model nie testuje bezpośrednio formułowanych implikacji dotyczących szkoleń przedsiębiorców, algorytmów platform, weryfikacji projektów ani ryzyka systemowego. Dalsze niejasności wynikają z łączenia różnych form zaufania w H2, traktowania zwrotu środków po niepowodzeniu

projektu jako gwarancji strukturalnej w H3 oraz nakładania się gwarancji strukturalnych, informacji o kampanii i dowodu społecznego. Najpoważniejsze zastrzeżenie dotyczy dodatniego kierunku zależności zakładanych w H6 i H7, który trudno pogodzić z wcześniejszym twierdzeniem, że brak interakcji ze strony organizatora kampanii i negatywne opinie obniżają zaufanie i pogarszają postawę. Ponadto w H6 Autor zamiennie stosuje określenia „lack of interaction” i „response rate”, chociaż nie są to równoważne konstrukty.

Przedmiot rozprawy ma charakter finansowy, lecz w modelu dominują konstrukty psychologiczne, których związki z ryzykiem i oczekiwanym zwrotem, wyceną, płynnością, dywersyfikacją i faktycznym zaangażowaniem kapitału pozostają niedostatecznie rozwinięte. Proszę zatem Autora o wyjaśnienie, w jaki sposób/w jakim zakresie model jest osadzony także w teorii finansów oraz jaką nową wiedzę w dyscyplinie ekonomia i finanse wnosi testowanie zależności między postawą a intencją.

4.2. Gromadzenie danych, kwestionariusz i próba

W podrozdziale 4.2 Autor opisuje konstrukcję kwestionariusza, rekrutację za pośrednictwem Facebooka, próbę 342 respondentów oraz testy obciążenia odpowiedzi i obciążenia wspólną metodą pomiaru. Przejrzyste przedstawienie podstawowych cech próby i ograniczeń rekrutacji stanowi zaletę tej części. Dwa pytania kontrolujące uwagę oraz brak niekompletnych kwestionariuszy są podstawowymi elementami kontroli jakości danych, chociaż obowiązkowy charakter odpowiedzi jedynie technicznie wyeliminował braki danych. Nie mogę jednak w pełni pozytywnie ocenić stwierdzenia, że żaden respondent nie udzielił błędnej odpowiedzi na którekolwiek pytanie kontrolne, ponieważ Autor nie przedstawił treści pytań ani sposobu oceny odpowiedzi.

Zasadniczym problemem w podrozdziale 4.2 jest brak jednoznacznie zdefiniowanej populacji docelowej, a w konsekwencji niepewność dotycząca tego, czyją skłonność do inwestowania faktycznie zbadano. Nie jest jasne, czy badanie dotyczy ogółu osób dorosłych, dorosłych Polaków, czy rzeczywistych inwestorów equity crowdfunding. Każda z tych interpretacji ujawnia inny rodzaj niedopasowania próby. Dobór wygodny za pośrednictwem Facebooka nie pozwala traktować próby jako reprezentatywnej ani dla ogółu dorosłych, ani dla dorosłych Polaków. Z kolei członkostwo w grupach dotyczących finansowania społecznościowego, badań ankietowych, biznesu internetowego, inwestowania lub innowacji nie dowodzi, że respondenci są rzeczywistymi inwestorami equity crowdfunding; jedynie dziewięciu respondentów miało wcześniejsze doświadczenie w tym zakresie. Prowadzi to do zasadniczego pytania, które kieruję do Autora: czyjej skłonności do inwestowania faktycznie dotyczy przeprowadzone badanie i jak należy zdefiniować badaną populację? Zwracam się

także do Autora o wyjaśnienie: 1) kryteriów doboru respondentów (jako potencjalnych inwestorów equity crowdfunding); 2) sposobu, w jaki procedura rekrutacji zapewniła dotarcie do respondentów spełniających owe kryteria.

Drugim moim zastrzeżeniem jest brak udokumentowanej walidacji kwestionariusza. W rozprawie nie przedstawiono wyników badania pilotażowego, testów kognitywnych, oceny trafności treściowej ani oceny adekwatności językowej i kulturowej narzędzia. Jest to szczególnie istotne, ponieważ kwestionariusz w języku angielskim zastosowano na próbie określonej jako składająca się w zdecydowanej większości z Polaków. Dalej Autor stwierdza, że podobieństwo semantyczne i bariera językowa mogły przyczynić się do nierozróżniania przez respondentów dwóch podstawowych konstruktów, co skłoniło do ich połączenia w konstrukt latentny wyższego rzędu.

Wyjaśnienia Autora są także niespójne w kwestii czy wszyscy, czy jedynie zdecydowana większość respondentów, to Polacy. Brak przy tym precyzyjnych danych o ich obywatelstwie. Ponadto w streszczeniu stwierdzono, że badanie przeprowadzono w Polsce, podczas gdy opis metody pozwala ustalić jedynie, że anglojęzyczny kwestionariusz rozpowszechniono za pośrednictwem wybranych grup na Facebooku. Proszę zatem Autora o wyjaśnienie podstaw określenia badania jako przeprowadzonego w Polsce, wskazanie krajów zamieszkania i narodowości respondentów oraz uzasadnienie zastosowania języka angielskiego zamiast polskiego w odniesieniu do zamierzonej populacji docelowej.

W rozprawie nie przedstawiono rozkładów odpowiedzi na poszczególne pozycje siedmiopunktowych skal Likerta. Uniemożliwia to ocenę małych liczebności w kategoriach skrajnych, skośności rozkładów oraz zasadności ewentualnego łączenia kategorii przed rozpoczęciem analizy. Autor wspomniał o zgodzie komisji etyki na realizację badania ankietowego, lecz nie podał numeru ani daty decyzji. Ponadto, warto zauważyć, że porównanie wczesnych i późnych respondentów nie rozwiązuje problemu samoselekcji ani reprezentatywności próby, a porównywanie średnich dla zakodowanych liczbowo zmiennych jakościowych, takich jak płeć i status zawodowy, budzi wątpliwości.

4.3. Metoda analizy

Podrozdział 4.3 zawiera zasadniczo poprawne, podręcznikowe omówienie modelowania równań strukturalnych opartego na kowariancji oraz confirmacyjnej analizy czynnikowej. Autor wskazał modele pomiarowy i strukturalny, wymienił powszechnie stosowane wskaźniki dopasowania oraz trafnie stwierdził, że przeprowadzona ponowna specyfikacja modelu może pozbawić analizę charakteru confirmacyjnego.

Autor nie przedstawił jednak pełnej specyfikacji faktycznie oszacowanego modelu. Brakuje równań modelu pomiarowego i strukturalnego, jawnych założeń dotyczących składników losowych oraz formalnego zapisu efektów bezpośrednich i pośrednich. Estymator, sposób traktowania porządkowych danych ze skal Likerta, ocena normalności oraz dokładne kryteria akceptacji nie zostały opisane dostatecznie precyzyjnie. W rezultacie podrozdział wyjaśnia ogólnie SEM i CFA, lecz nie przedstawia specyfikacji umożliwiającej pełne odtworzenie przeprowadzonej analizy.

4.4. Wyniki

W podrozdziale 4.4 Autor przedstawił wyniki confirmacyjnej analizy czynnikowej i modelu strukturalnego. Czytelnie zaprezentowano ładunki czynnikowe, standardowe miary rzetelności i trafności, wskaźniki dopasowania modelu oraz oszacowania ścieżek. Bardzo wysokich wartości współczynnika alfa Cronbacha i rzetelności złożonej nie należy jednak interpretować wyłącznie jako dowodu wysokiej jakości pomiaru; wartości przekraczające 0,95 mogą wskazywać na nadmiarowość pozycji pomiarowych.

Kluczowym problemem jest korelacja postawy wobec inwestowania (ATTD) z intencją inwestowania w equity crowdfunding (IECF) wynosząca 0,979, wskazująca na brak trafności różnicowej. Wynik ten nie dowodzi automatycznie istnienia teoretycznie uzasadnionego konstruktów wyższego rzędu. Może natomiast wynikać z niemal identycznych pozycji, wadliwej operacjonalizacji, zastosowania niewalidowanego kwestionariusza lub wykorzystania języka angielskiego w próbie zdominowanej przez polskich respondentów – możliwości te przyznaje sam Autor. Nie wykazano, że utworzony post hoc konstrukt ATINT, określony jako „attitudinal intention to invest”, jest konstruktem znajdującym uzasadnienie w istniejącej literaturze. Nie jest również jasne, czy rzeczywiście oszacowano czynnik wyższego rzędu, czy jedynie połączono wskaźniki ATTD i IECF.

Powyższy problem empiryczny zasadniczo zmienił badanie. Usunięto H1, połączono ATTD i IECF w ATINT, przeformułowano H2–H7, wprowadzając inną zmienną zależną, a także zrezygnowano z pierwotnie zakładanej struktury mediacyjnej. Twierdzenie Autora, że merytoryczny sens hipotez pozostał niezmienny, nie jest zatem przekonujące. Przedstawienie modelu początkowego było właściwe z punktu widzenia przejrzystości, jednak jego nieudaną specyfikację należy raczej traktować jako etap diagnostyczny i eksploracyjny, a nie jako równoważne confirmacyjne testowanie hipotez. Zrewidowany (nowy) model i nowe hipotezy mają obecnie charakter post hoc i wymagają odpowiednio ostrożnej interpretacji. Wniosek ten wzmacniają dodatkowe zastrzeżenia. Pozycje pomiarowe H6 wydają się wyrażać normatywne oczekiwanie, że organizatorzy kampanii powinni odpowiadać na negatywne

komentarze, a nie diagnostyczność braku interakcji. Pozycje TRST w dosłownym brzmieniu wyrażają nieufność i sceptycyzm, lecz nie udokumentowano jasno ich odwrotnego kodowania. Współczynnik dotyczący płci zinterpretowano jako dowód większej skłonności mężczyzn do ryzyka, chociaż nie wyjaśniono w pełni sposobu kodowania zmiennej, a ATINT nie mierzy skłonności do ryzyka.

Co ważne, hipotezy odnoszą się do zależności, natomiast wyniki są interpretowane również w kategoriach efektów, wpływu i przyczynowych uwarunkowań. Jednofalowe, przekrojowe badanie, oparte na próbie nielosowej nie daje podstaw do wnioskowania przyczynowego. Wyniki wskazują *de facto* związki występujące w ramach próby badawczej, w estymowanym modelu.

4.5–4.8. Dyskusja, wkład, implikacje i ograniczenia

W podrozdziałach 4.5–4.8 podsumowano wyniki oraz omówiono wkład teoretyczny, implikacje praktyczne, ograniczenia i kierunki dalszych badań. Podsumowanie w użyteczny sposób porządkuje oszacowane zależności: ATINT pozostaje w związku ze skłonnością do zaufania, gwarancjami strukturalnymi, postrzeganym ryzykiem i diagnostycznością odpowiedzi organizatora kampanii; zachowania stadne nie są istotne, a zależność dotycząca negatywnych komentarzy ma kierunek przeciwny do zakładanego. Wyniki te nie potwierdzają szerokiego twierdzenia, że rozprawa przenosi punkt ciężkości z czynników sukcesu kampanii na mechanizmy hamujące inwestowanie. Większość istotnych zależności dotyczy czynników dodatnio związanych z konstruktem wynikowym, natomiast dwa czynniki mające zniechęcać do inwestowania nie tworzą w mojej ocenie spójnego wzorca empirycznego.

W „Theoretical Contributions” nie wskazano jednoznacznie teorii, do których rozprawa wnosi wkład ani w jaki sposób je rozwija. Przede wszystkim porównano tu wyniki z wcześniejszymi badaniami, nie określając ich znaczenia dla teorii sygnalizacji, teorii zaufania, teorii racjonalnego działania, teorii planowanego zachowania, teorii oceny poznawczej ani teorii autodeterminacji. Nie przedstawiono również teoretycznego wyjaśnienia ATINT ani braku rozróżnienia między postawą a intencją.

Praktyczne rekomendacje dla organizatorów kampanii i platform są rozsądne, lecz należy traktować je ostrożnie, ponieważ badanie nie obejmowało obserwacji zachowań, wyników kampanii ani rzeczywistych interwencji platform. W części poświęconej ograniczeniom wskazano przekrojowy charakter badania, dane samoopisowe, kanał rekrutacji i koncentrację geograficzną, lecz niedostatecznie wyeksponowano ograniczenia, jak: niejednoznacznie zdefiniowaną populację docelową, brak udokumentowanej walidacji kwestionariusza, zastosowanie anglojęzycznego narzędzia w próbie zdominowanej przez

polskich respondentów, brak trafności różnicowej, utworzenie ATINT post hoc oraz przeformułowanie modelu post hoc. Problemy te bezpośrednio wpływają na jakość wyników.

Zakończenie (rozdział piąty)

W Zakończeniu podsumowano cel badawczy, wyniki i deklarowany wkład rozprawy. Przedstawia ono crowdfunding udziałowy jako rynek wiarygodności funkcjonujący za pośrednictwem technologii cyfrowych i akcentuje związki z dyspozycją do zaufania, zabezpieczeniami instytucjonalnymi, postrzeganiem ryzykiem, komunikacją podmiotu pozyskującego kapitał i komentarzami innych uczestników, wskazując jednocześnie na nieistotność zachowań stadnych. Proponuje również przyszłe badania podłużne, eksperymentalne, międzykulturowe oraz dotyczące konkretnych platform. Zawarte w zakończeniu twierdzenie, że rozprawa przenosi uwagę z czynników sukcesu kampanii na mechanizmy hamujące inwestowanie, jest zbyt daleko idące: większość badanych czynników miała być lub okazała się dodatnio związana ze zmienną wynikową, a wyniki nie potwierdziły istnienia ogólnej kategorii mechanizmów ograniczających inwestowanie.

Zakończenie nie jest w pełni zgodne z ostatecznym modelem empirycznym. Wyniki wielokrotnie przedstawiono jako dotyczące „investment intention”, chociaż intencję połączono post hoc z postawą, tworząc ATINT. Wyniki końcowe dotyczą zatem hybrydowego konstruktu postawy i intencji, a nie intencji inwestycyjnej jako odrębnej zmiennej. Nie znajduje również podstaw twierdzenie, że uogólnione zaufanie nie jest abstrakcyjną cechą osobowości oderwaną od ocen finansowych: w badaniu nie mierzono ocen finansowych, nie analizowano konkretnej kampanii ani nie obserwowano rzeczywistych decyzji inwestycyjnych. Wykazano jedynie związek między deklarowanym zaufaniem a ATINT. W Zakończeniu zastosowano także język przyczynowy, którego badanie nie uzasadnia, oraz przeceniono wkład teoretyczny bez wskazania teorii, która została rozwinięta.

Ocena końcowa w świetle art. 187 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce

Ocena końcowa wymaga odniesienia się do warunków określonych w art. 187 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Rozprawa doktorska powinna prezentować ogólną wiedzę teoretyczną Autora w danej dyscyplinie naukowej i umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, a jej przedmiot powinien stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego albo oryginalne rozwiązanie w zakresie zastosowania wyników własnych badań naukowych w sferze gospodarczej lub społecznej.

W odniesieniu do ogólnej wiedzy teoretycznej rozprawa potwierdza znajomość przez Autora literatury dotyczącej finansowania społecznościowego, w szczególności equity

crowdfunding, a także role organizatorów kampanii, inwestorów i platform, jak również znaczenie asymetrii informacji, ryzyka, zaufania, sygnalizacji i zabezpieczeń instytucjonalnych. Wartościowe jest dostrzeżenie, że intencje inwestycyjne zależą nie tylko od finansowych cech przedsięwzięcia, lecz również od wiarygodności organizatora kampanii, komunikacji, rozwiązań stosowanych przez platformę oraz informacji pochodzących od innych uczestników. Ocena tego kryterium wymaga jednak istotnego zastrzeżenia: problem o charakterze finansowym analizowano za pomocą modelu zdominowanego przez konstrukty psychologiczne, których związku z teorią finansów, wyborem inwestycyjnym, relacją ryzyka i oczekiwanego zwrotu, płynnością, dywersyfikacją i finansami behawioralnymi nie wykazano dostatecznie przekonująco w rozprawie doktorskiej. Wyniki z innych modeli finansowania społecznościowego i crowdsourcingu przenoszono również bez konsekwentnego określenia granic ich porównywalności. Mimo tych słabości zakres rozważań pozwala uznać, że Autor posiada ogólną wiedzę teoretyczną dotyczącą finansowania społecznościowego jako obszaru badawczego mieszczącego się w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej potwierdzają sformułowanie problemu badawczego i hipotez, opracowanie modelu koncepcyjnego, zgromadzenie danych jednostkowych, dotyczących 342 respondentów oraz zastosowanie CFA i SEM. Autor przeprowadził główne etapy ilościowego procesu badawczego i odniósł uzyskane wyniki do wcześniejszych badań. Pozytywna ocena wymaga jednak zastrzeżenia z uwagi na wskazane słabości metodologiczne: nie udokumentowano walidacji kwestionariusza ani jego adekwatności językowej i kulturowej; populacja docelowa i kryteria kwalifikacji respondentów nie są w pełni jasne; zastosowano dobór nielosowy; a brak trafności różnicowej doprowadził do zasadniczej zmiany modelu post hoc. Uchybienia te wpływają na jakość wniosków, lecz nie podważają całkowicie dowodów na umiejętność samodzielnego prowadzenia badań przez Autora.

Oryginalność rozprawy wynika przede wszystkim z jej empirycznego i integracyjnego charakteru, a nie wkładu teoretycznego. W badaniu połączono czynniki osobiste, instytucjonalne, informacyjne i społeczne oraz zwrócono szczególną uwagę na negatywne komentarze i brak komunikacji ze strony organizatora kampanii jako potencjalne czynniki zniechęcające do inwestowania. Nieistotny związek zachowań stadnych oraz wyniki dotyczące komunikacji i komentarzy mają wartość poznawczą. Autor nie wskazał jednoznacznie teorii, którą rozwija, twierdzenia przyczynowe wykraczają poza możliwości projektu badania, a ATINT nie może być traktowany jako oryginalny wkład teoretyczny, ponieważ powstał w reakcji na niepowodzenie pomiarowe. Ograniczenia te osłabiają, lecz nie

eliminują oryginalności wynikającej z podjętego problemu, autorskiego połączenia czynników i przeprowadzenia własnego badania empirycznego.

Podsumowując, rozprawa podejmuje istotny problem dotyczący deklarowanej „postawowej intencji” inwestowania w ramach equity crowdfunding. Do jej zalet należą obszerny przegląd literatury, uwzględnienie uwarunkowań instytucjonalnych i behawioralnych, zgromadzenie własnego materiału empirycznego oraz łączna analiza czynników mogących sprzyjać inwestowaniu lub do niego zniechęcać. Główne słabości dotyczą ograniczonego osadzenia modelu w teorii finansów, braku udokumentowanej walidacji kwestionariusza, niepewności co do populacji docelowej i próby, operacjonalizacji konstruktów, modyfikacji modelu post hoc oraz przyczynowej interpretacji zależności przekrojowych. Zagadnienia te powinny zostać doprecyzowane podczas publicznej obrony rozprawy doktorskiej, zwłaszcza w kwestii założeń modelu w odniesieniu do teorii finansów, walidacji i języka kwestionariusza, identyfikacji populacji, której postawy/intencje inwestycyjne były badane, powodów określenia badania jako krajowego oraz teoretycznego i empirycznego statusu ATINT.

Pomimo powyższych zastrzeżeń stwierdzam, że rozprawa prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną Autora w dyscyplinie ekonomia i finanse, potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej oraz zawiera oryginalne empiryczne rozwiązanie podjętego problemu naukowego. Tym samym spełnia wymagania określone w art. 187 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.