

dr hab. Marek Pauka, prof. UEW
Katedra Finansów
Wydział Ekonomii i Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław, 28 września 2026 r.

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Oskara Becha
pt. „Factors determining the propensity to invest in equity crowdfunding”**

Promotor: dr hab. Piotr Zientara, prof. UG

1. Podstawa prawna i zakres recenzji

Niniejsza recenzja została przygotowana w odpowiedzi na pismo od Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse Uniwersytetu Gdańskiego dr. hab. Leszka Czerwonki, prof. UG z dnia 20 lipca 2026 r., w którym poinformowano o wyznaczeniu mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej w postępowaniu mgr. Oskara Becha w sprawie nadania stopnia doktora. Podstawą do przygotowania recenzji jest ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Praca mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse. Recenzja została wykonana na podstawie przesłanej wersji papierowej.

Przedmiotem niniejszej recenzji jest szczegółowo uzasadniona ocena spełnienia przez rozprawę doktorską jednocześnie trzech warunków:

- musi stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego,
- wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w danej dyscyplinie naukowej,
- potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Aby odnieść się do każdego z wymienionych warunków, podzieliłem recenzję na następujące części:

- ocena wyboru problemu badawczego, celu i metody badawczej,
- ocena struktury i treści merytorycznych, w tym realizacji celu i wniosków,
- ocena formalna pracy,

a ostatnia część zawiera ostateczną ocenę rozprawy i konkluzję co to tego, czy w/w rozprawa doktorska spełnia ustawowe wymagania niezbędne do nadania stopnia doktora w dyscyplinie ekonomia i finanse.

2. Ocena wyboru problemu badawczego, celu i metody badawczej

Rola finansowania społecznościowego, w tym w formule crowdfundingu udziałowego, stale rośnie, co Doktorant podkreśla w swojej pracy (s. 12), pomimo wysokiego poziomu

asymetrii informacji pomiędzy dawcami kapitału a podmiotami pozyskującymi kapitał przez kampanie crowdfundingowe. Objęcie tych relatywnie nowych rynków nadzorem przez regulatora publicznego jednocześnie wzmacnia wiarygodność tego segmentu, jak również potwierdza rosnące jego znaczenie dla gospodarki. Crowdfunding udziałowy, w szczególności po wejściu w życie ustawy z dn. 7 lipca 2022 roku o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, staje się z perspektywy inwestorów indywidualnych i potencjalnych emitentów dodatkową atrakcyjną opcją na rynku kapitałowym w stosunku do alternatywnych systemów obrotu (NewConnect). Autor wskazuje na dotychczas dużą koncentrację uwagi badaczy na czynnikach sukcesu kampanii crowdfundingowych, a jednocześnie podkreśla brak uwzględnienia w badaniach bezpośredniego kontaktu emitenta z inwestorami i inwestorów między sobą, pomimo tego, że wirtualizacja społecznych kontaktów ułatwia wymianę opinii i doświadczeń między inwestorami oraz wspiera kanały dwustronnej komunikacji między podmiotem pozyskującym kapitał a podmiotem udostępniającym kapitał. Zauważając te aspekty w badaniach nad crowdfundingiem udziałowym, Doktorant przeprowadził badania ankietowe wśród inwestorów, uzasadnione istnieniem luk badawczych, koncentrując się na wpływie negatywnych komentarzy publicznych oraz braku komunikacji ze strony kapitałobiorców na skłonność inwestorów do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku crowdfundingu udziałowego.

Badania zostały mocno osadzone w teorii w oparciu o *“teorię sygnalizacji, oceny poznawczej, samookreślenia, zaufania oraz gwarancji instytucjonalnych”* (s. 5) i zachowań stadnych (s. 12)¹, o teorię racjonalnego działania oraz jej rozszerzenie, tj. o teorię planowanego zachowania (s. 116 i inne)², wskazując na interdyscyplinarny zakres pracy. Mnogość podstaw teoretycznych może początkowo przytłaczać. Sam Autor pominął części teorii w streszczeniu i wstępie. Warto podkreślić, że w pracy dość dobrze zostały opisane kolejno poszczególne wątki teoretyczne. Warto rozważenia byłoby ich schematyczne uporządkowanie w kontekście hipotez i testowanego modelu teoretycznego (por. Tab. 1 Wasiuzzaman i in. (2020)) oraz podsumowanie w kontekście wniosków końcowych.

¹ Jeśli nie wskazano inaczej, cytowania pochodzą z pracy doktorskiej.

² Tłumaczenie za D. Pogorzelec, O. Gorbaniuk (2005). Mediacyjna rola modelu planowanego zachowania w wyjaśnianiu prośrodowiskowych zachowań konsumenckich. *Czasopismo Psychologiczne*. t. 11, nr 1, s. 81–89.

Wybór problemu badawczego oceniam pozytywnie. Poruszony w badaniach problem komunikacji pomiędzy inwestorami i kapitałobiorcą jako czynnika wpływającego na powodzenie kampanii crowdfundingowej oceniam za dobrze uzasadniony, ważny i aktualny, a potencjalne wnioski z badania - możliwe do adaptacji w innych segmentach rynku kapitałowego. Autor skrupulatnie przedstawił dotychczasowy stan wiedzy, identyfikując lukę badawczą oraz poprawnie uzasadniając wybór problemu i propozycję jego rozwiązania.

We wstępie sformułowano cel w brzmieniu *“the objective of this study is to identify the factors that shape individual’s propensity to invest in equity crowdfunding campaigns”* (s. 12) oraz *“This study focuses on the purpose of broadening the list of known factors that shape the willingness to invest in equity crowdfunding”* (s. 13). Cel z pewnością wskazuje na podjęcie w pracy próby wypełnienia luki badawczej, zidentyfikowanej przez Doktoranta w opracowaniu. Struktura pracy w zdecydowanej większości została podporządkowana przedstawionemu celowi. We wstępie Autor uszczegóławia kierunek badań wymieniając dwa pytania badawcze w brzmieniu (s. 13):

- Pyt. 1. W jaki sposób negatywne komentarze wpływają na zamiar potencjalnych inwestorów uczestniczenia w kampanii [crowdfundingowej] (*“intention to participate in a campaign”*)?
- Pyt. 2. W jaki sposób postrzeganie braku komunikacji ze strony przedsiębiorców podczas kampanii zniechęca do inwestowania (*“discourages investment intentions”*)?

Dodatkowo w rozdziale 4.1. zostały wyprowadzone hipotezy badawcze. H1 została przedstawiona w brzmieniu: **H1: Istnieje pozytywna zależność między nastawieniem do inwestowania w crowdfunding kapitałowy a zamiarem inwestowania w crowdfunding kapitałowy.** Hipotezy od 2 do 7 zostały podsumowane w tabeli 1.

Tabela 1. Podsumowanie hipotez badawczych

Nr hipotezy	Czynnik badany	Oczekiwany kierunek relacji ze skłonnością do inwestowania	Powiązanie z pytaniami badawczymi
H2	skłonność do zaufania	pozytywny	brak
H3	gwarancje instytucjonalne	pozytywny	brak
H4	zachowania stadne	pozytywny	brak
H5	postrzegane ryzyko	negatywny	brak
H6	postrzegana diagnostyczność braku interakcji z przedsiębiorcą	pozytywny	Pytanie 2
H7	postrzegana diagnostyczność negatywnych opinii	pozytywny	Pytanie 1

Źródło: na podstawie Dysertacji (s. 154-162).

Dodatkowo zostały sformułowane tzw. hipotezy pośredniczące (*“mediation hypothesis”*) od H2a do H7a, wynikające z oczekiwania, że każdy badany czynnik poprzedzający kształtuje ocenę inwestorów wobec finansowania w formie equity crowdfundingu, a te zmiany w nastawieniu inwestora determinują z kolei jego zamiar uczestnictwa (s. 161).

Całość koncepcji oceniam pozytywnie. Z pewnością nie jest to banalny problem, w szczególności został on w pracy solidnie uzasadniony. Mógłbym jedynie podzielić się w tym miejscu refleksjami:

- brzmienie H1 sugeruje, że sam Doktorant zauważa różnicę między skłonnością a zamiarem, dlatego warto by temu aspektowi poświęcić w pracy więcej miejsca,
- porównując pytania badawcze i hipotezy, wydaje się, że jest pewna niekonsekwencja w budowaniu zadania badawczego,
- wskazane w hipotezach i pytaniach zależności są trudno mierzalne na gruncie ekonomii i finansów, co stanowi poważne wyzwanie dla badaczy.

Jednak nasuwają się pewne wątpliwości do dyskusji. Po pierwsze, czy H1 w brzmieniu odwrotnym miałaby sens na takim rynku jak crowdfunding udziałowy? Po drugie, z kiego powodu dla hipotez od H2 do H5 nie zostały sformułowane pytania badawcze, a zostały dla H6 i H7, a może wszystkie hipotezy są powiązane z pytaniami, ale nie zostało to odpowiednio uwypuklone w opisie i samym modelu? Po trzecie, miary dla tak przedstawionych czynników stanowią pewnego rodzaju ograniczenie dla wniosków z badania.

W części empirycznej opracowania za podstawę badania przyjęto metodę kwestionariuszową. Odpowiedzi, uzyskane z ankiet, zostały poddane badaniu z wykorzystaniem dwuetapowej procedury modelowania równań strukturalnych bazujących na kowariancji (CB-SEM, *covariance-based structural equation modeling*), co wymagało w pierwszym kroku zaproponowania modelu, bazującego na teorii. Przyjętą metodę oceniam pozytywnie.

Podkreślić należy, że znaczącą część pracy stanowi opis dotychczasowych badań. Przegląd literatury został wykorzystany zarówno do zdefiniowania i uzasadnienia problemu badawczego, identyfikacji luki badawczej, wyboru i opisu metody jak oraz do uzasadnienia hipotez. Warto podkreślić, że eksplorowany obszar ma ogromny potencjał do kontynuowania dalszych badań.

Podsumowując, wybór i uzasadnienie problemu badawczego oceniam pozytywnie. Osadzenie koncepcji badawczej w teorii jednoznacznie dowodzi, że Autor posiadał wiedzę teoretyczną i wykazuje znajomość badań empirycznych dotyczących badanego problemu. Podjęte zadanie badawcze, opisane poprzez wskazanie celu, 2 pytań i 7 hipotez badawczych oraz 6 hipotez uzupełniających, uznaję za oryginalne i wartościowe. Jest to, moim zdaniem, argument potwierdzający znajomość przez Doktoranta teorii w dyscyplinie ekonomia i finanse, będącej bazą dla przeprowadzonych badań, oraz umiejętność samodzielnego konstruowania badań.

3. Ocena struktury i treści merytorycznych, w tym realizacji celu i wniosków

Przedłożona do recenzji praca przedstawia wyniki unikalnych dla rynku polskiego badań wśród inwestorów na rynku crowdfundingu udziałowego. Struktura pracy została podporządkowana realizacji celu.

We wstępie wymieniono a następnie rozwinięto w dalszej części pracy podstawowe koncepcje teoretyczne, na których oparto badanie, dokonano uzasadnienia wyboru tematu, wskazując lukę badawczą, cel opracowania i pytania badawcze oraz wspomniano, że część empiryczna bazuje na przeprowadzonych badaniach ankietowych. Krótko przedstawiono również zawartość poszczególnych rozdziałów. We wstępie brak wzmianki o hipotezach badawczych oraz o wykorzystaniu modelu ekonometrycznego. Brakuje również informacji o tym, w jakim momencie Autor zakończył aktualizowanie przeglądu literatury i stanu regulacji prawnych, a także kiedy przeprowadzono badania ankietowe. W mojej ocenie warto by w większym stopniu powiązać opis kolejnych rozdziałów z realizacją celu lub wskazaniem powiązania treści rozdziałów z elementami zadania badawczego.

W rozdziale pierwszym przedstawiono koncepcję crowdfundingu. Rozdział stanowi szerokie tło kontekstowe dla całej dysertacji, wprowadzając kluczowe pojęcia i ma za zadanie umożliwić czytelnikowi lepsze zrozumienie powstania, funkcjonowania i zależności całego ekosystemu crowdfundingu. Rozdziały 1.4. i 1.5. opisują specyfikę crowdfundingu udziałowego i poświęcono je zagadnieniom, na których bazuje dalszy wywód, tj. asymetrii informacji, kosztom agencji, mechanizmom instytucjonalnym, ważnym z perspektywy zabezpieczenia instytucjonalnego i postrzegania ryzyka przez inwestorów. Jednak w mojej opinii, w tak obszernej pracy opis modeli nieinwestycyjnych oraz rynku pożyczek społecznościowych jest zbędny, chyba że wykorzystano by mechanizmy stosowane w tych

modelach jako tło do analizy segmentu crowdfundingu udziałowego. Z dzisiejszej perspektywy sporne wydają się również wskazane w opracowaniu argumenty, dla których w crowdfundingu należy doszukiwać się innowacyjności. W rozdziale tym warto by pokazać “twarde” dane empiryczne i statystyki opisujące rynek crowdfundingu udziałowego w Polsce (np. wielkość rynku, liczba platform, odsetek kampanii udanych i nieudanych). Warto by było, w odpowiedzi na zapowiedź ze wstępu, podsumować przyczyny porażek kampanii, analizując takie aspekty jak np. brak osiągnięcia celu finansowego, problemy z komunikacją, czynniki zewnętrzne. Ze względu na podstawy teoretyczne, warto by było opisać, jak w Polsce wygląda mechanizm komunikowania się inwestorów i spółek, wskazując przykładowo na funkcjonalności platform crowdfundingowych czy wykorzystanie mediów społecznościowych.

Z kolei w rozdziale drugim został zaprezentowany dotychczasowy dorobek naukowy dotyczący roli przedsiębiorcy, teorii sygnalizacji i znaczenia zaufania w kontekście crowdfundingu udziałowego. Rozdział jest ściśle podporządkowany celowi pracy i stanowi bezpośrednio przygotowanie dla modelu badawczego. Koncentracja na teorii sygnałów umożliwia zrozumienie znaczenia negatywnej krytyki oraz braku responsywności ze strony przedsiębiorcy. Biorąc pod uwagę osiągnięte wyniki warto by skonfrontować ze sobą diagnostyczność responsywności założyciela i negatywnych komentarzy (wynik 0,921 w tabeli 7 pomiędzy tymi cechami wskazuje na wysoki poziom powiązania). Ponadto warto byłoby wskazać na ograniczenia teorii Spence’a na rynku kapitałowym. Np. czy w ogóle i jeśli tak, to w jakich sytuacjach sygnały od kapitałobiorcy zaczynają być podważane? Warto by było również dokonać klasyfikacji treści krytycznych komentarzy, rozróżniając zarzuty finansowo-prawne od tych subiektywnych i emocjonalnych.

Rozdział trzeci został poświęcony perspektywie inwestora, w szczególności jego motywacjom i mechanizmom podejmowania decyzji, podkreślając dwutorowy (hybrydowy, tj. łączący finansowe i niefinansowe motywy) profil motywacyjny występujący w crowdfundingu udziałowym w warunkach silnej asymetrii informacji. Jest to kluczowy i bardzo wartościowy rozdział dla zrozumienia proponowanego modelu. Jednak po analizie źródeł wykorzystanych w tym rozdziale warto ustalić, czy Doktorant celowo pominął omówienie klasycznej koncepcji behawioralnej, tj. teorii perspektywy, o której wspomina chociażby Wasiuzzaman³, cytowany jako pierwszy w rozdziale 3 (s. 116). W tym kontekście

³ S. Wasiuzzaman (2021). Regulations, perceived information quality and perceived risk of equity crowdfunding: A study of Malaysian investors. *Strategic Change*, 30(4), 353–366. <https://doi.org/10.1002/jsc.2429>.

pojawia się pytanie, czy koncepcją Kahnemanna i Twerskiego można wyjaśnić to, że negatywna opinia innych inwestorów może wywołać nieproporcjonalnie silną awersję do ryzyka. A propos tego przypisu, wydaje się, że zastąpił błędnie inną pracę Wasiuzzamana z tego samego roku⁴, gdzie faktycznie były wykorzystywane koncepcje racjonalnego działania i planowanego zachowania. Wartościowe byłoby również przedstawienie krytycznej dyskusji nad ograniczeniami teorii planowanego zachowania, gdzie wskazuje się na lukę między intencją a działaniem⁵, na co zresztą sam Autor wskazał w podrozdziale 4.8. (s. 190).

W mojej opinii zasadne by było również wprowadzenie w rozdziale 3 pojęcia diagnostyczności informacji, które zostało wykorzystane do zbudowania dwóch hipotez (H6 i H7). Autor użył takiego sformułowania, jednak nie wyjaśnił ani jego znaczenia⁶ ani powiązania z wykorzystywanymi teoriami, dotyczącymi podstaw psychologicznych inwestora.

W rozdziale 4 przedstawiono wyniki autorskich badań empirycznych. Na podstawie koncepcji teoretycznych zostały tu wyprowadzone hipotezy, opisano propozycję modelu, opis metody, estymację modelu i analizę wyników. Przyjętą metodę oceniam pozytywnie. Rozdział w sposób spójny realizuje postawiony cel. Ze względu na przytaczaną już mnogość koncepcji teoretycznych warto by je pokazać schematycznie w odniesieniu do wyprowadzonych hipotez, podobnie jak to zrobiono w tab. 1 w znanej Autorowi pracy Wasiuzzaman i in. (2021))⁷. Przeprowadzone badanie uznaję za potwierdzające umiejętność prowadzenia badań. Jednocześnie, aby dochować należytej staranności recenzji, chciałbym wskazać na następujące wątpliwości:

- Brak opisu struktury ankiety, analizy wstępnej odpowiedzi na poszczególne pytania (poza metryczką) - Autor od razu przeszedł do analizy modelu. W szczególności należy zauważyć, że w Tab. 6 (s. 175-176) zostało połączonych ze zmiennymi tylko 25 pytań

⁴ S. Wasiuzzaman, C. L. Lee, O. H. Boon, & H. P. Chelvam (2021). Examination of the motivations for equity-based crowdfunding in an emerging market. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*, 16(2), 63–79. <https://doi.org/10.4067/S0718-18762021000200105>.

⁵ por. m.in. P. Sheeran (2002). Intention–Behavior Relations: A Conceptual and Empirical Review. *European Review of Social Psychology*, 12, 1–36. <https://doi.org/10.1080/14792772143000003>.

⁶ Czy chodziło o stopień, w jakim dana informacja jest postrzegana jako użyteczna, trafna i pomocna przy formułowaniu oceny lub podjęciu decyzji. Nie chodzi o to, czy informacja jest obiektywnie prawdziwa, lecz czy odbiorca uważa ją za przydatną do wyciągnięcia wniosków. por. J.M. Feldman, J.G. Lynch (1988). Self-generated validity and other effects of measurement on belief, attitude, intention, and behavior. *Journal of Applied Psychology*, 73, 421–435. DOI:10.1037/0021-9010.73.3.421.

⁷ S. Wasiuzzaman, C. L. Lee, O. H. Boon & H. P. Chelvam (2021). Examination of the motivations for equity-based crowdfunding in an emerging market. *Journal of Theoretical and Applied Electronic Commerce Research*, 16(2), 63–79. <https://doi.org/10.4067/S0718-18762021000200105>. Zwłaszcza że prawdopodobnie Autor świetnie zainspirował się tą publikacją przy tworzeniu Tab. 6 (s. 175).

spośród 52 zadanych. Nie zostało to w pracy wyjaśnione. Domysłem pozostawiono również przejście pomiędzy pogrupowanymi pytaniami a zmiennymi syntetycznymi zastosowanymi w modelu końcowym.

- Diagnostykę trafności dyskryminacyjnej przeprowadzono stosując kryterium Fornella-Larkera. Czy Autor przeprowadzał też analizę rozszerzoną wg standardu HTMT (*Heterotrait-Monotrait Ratio of Correlations*)?
- Autor zastosował redukcję zmiennych IECF i ATTD, zauważając ich silne skorelowanie. Podobne zjawisko Doktorant zauważył również dla zmiennych NEG i LACK, co ponownie wystąpiło w zrewidowanym modelu (0,92, Tabela 8, s. 180). Czy nie należało ponownie zredukować liczby zmiennych? Czy Autor przeprowadził takie analizy? Warto by było rozważyć, do czego mógł doprowadzić brak tej redukcji w wynikach końcowych i wnioskach? Czy takie wyniki oznaczają brak odrębności empirycznej oraz skrajną współliniowość? Czy Autor przeprowadził analizy po usunięciu z modelu raz zmiennej NEG, a drugim razem zmiennej LACK, żeby zbadać jak zachowują się takie odrębne modele oraz porównać z wynikami pokazanymi na rys. 3? Warto podkreślić, że sam Doktorant wspomina w propozycjach dalszych badań o połączeniu obu zmiennych (s. 191).
- Można mieć wątpliwość, czy przy 9 osobach w próbie (2,6% respondentów), deklarujących doświadczenie na rynku crowdfundingu udziałowego wyniki badania można uznać za reprezentatywne dla całej populacji inwestorów aktywnych w tym segmencie. Czy zatem badanie jest pomiarem "hipotetycznych intencji nowicjuszy" a nie opisem realnych doświadczeń? W tej sytuacji czy Doktorant próbował wyłączyć z próby odpowiedzi doświadczonych osób i porównać wyniki modelu? Może warto rozważyć w omówieniu wyników, czy to mogło wpłynąć na, stojące w sprzeczności z dotychczasowymi badaniami, wyniki odrzucające wpływ zachowań stadnych na skłonność do inwestowania.
- W opracowaniu w mojej opinii zabrakło również testów odporności.

W dalszej części Autor omówił wyniki badania, odnosząc je do przedstawionych w pracy teorii. W części "Wkład teoretyczny" i "Praktyczne implikacje" warto by było w większym stopniu rozdzielić podsumowanie własnych badań od licznie przytaczanych wniosków innych autorów. Części te wnoszą wiele wartościowych podpowiedzi o charakterze ogólnym zarówno

dla organizatorów platform jak i potencjalnych kapitałobiorców na rynku crowdfundingu udziałowego. Wartościowe byłoby również zaproponowanie bardziej konkretnych działań, np. związanych z oceną poziomu ryzyka, monitorujących komunikację czy responsywność kapitałobiorcy, a może nawet coś z obszaru profilowania psychologicznego inwestorów? Za szczególnie wartościowy uważam podrozdział o ograniczeniach i przyszłych kierunkach badań. W szczególności te przyszłe kierunki zostały dość precyzyjnie wskazane i uzasadnione wynikami również innych autorów. Jednak w moim odczuciu zabrakło zidentyfikowania i podania wprost listy ograniczeń dla przeprowadzonych w rozprawie badań, bez konieczności głębokiej analizy "z jakiego powodu Autor ucieka do przodu", proponując nowe badania.

Spis literatury zajmuje 67 stron, co pokazuje ogrom włożonej pracy w przygotowanie dysertacji. Źródła mają charakter publikacji naukowych, z czego większość stanowią znakomite artykuły. Przegląd literatury w sposób właściwy wskazał lukę badawczą oraz był podstawą do uzasadnienia przyjętych hipotez, a także posłużył jako baza do prezentacji teorii oraz tło dla omówienia wniosków. Zaznaczyć jednak należy, że spis ten nie zawiera wszystkich wykorzystanych pozycji, o czym więcej w części dotyczącej oceny formalnej.

Za najważniejsze silne strony pracy uważam:

- Oryginalne spojrzenie na problem crowdfundingu z perspektywy negatywnych determinant powodzenia w pozyskiwaniu kapitału, przełamujące klasyczne podejście do badań skoncentrowane na czynnikach sukcesu, co pozwala na zrozumienie mechanizmu niepowodzenia.
- Osadzenie decyzji inwestora o inwestycji na rynku crowdfundingu na gruncie wybranych i precyzyjnie uzasadnionych koncepcji behawioralnych oraz opracowanie i usystematyzowanie dotychczasowego dorobku naukowego, dotyczącego crowdfundingu i w szczególności crowdfundingu udziałowego.
- Zaprojektowanie i przeprowadzenie ciekawego oryginalnego badania ankietowego wśród inwestorów na rynku crowdfundingu udziałowego.
- Wykorzystanie w analizie wyników ankiet metody CB-SEM (*Covariance-Based Structural Equation Modeling*), który posłużył do testowania złożonych relacji przyczynowo-skutkowych między pojęciami, nie dającymi się zmierzyć bezpośrednio jednym pytaniem (tzw. zmiennymi ukrytymi), wymagającej posiadania solidnej wiedzy o metodach ilościowych.

- Uzupełnienie wiedzy dotyczącej czynników determinujących skłonność do podejmowania decyzji o udziale w kampanii crowdfundingu udziałowego.

Mając na uwadze wysoki walor naukowy i poznawczy pracy, chciałbym również podsumować pewne szczegółowe elementy pracy, które budzą moje wątpliwości.

- Ograniczenie badania jedynie do subiektywnych deklaracji i nastawienia psychologicznego inwestorów, pomimo zapowiedzi zbadania czynników determinujących faktyczną porażkę kampanii, przy dość skromnym doświadczeniu respondentów w inwestowaniu na rynku crowdfundingu udziałowego.
- Konieczność wyraźniejszego rozdzielenia mechanizmów porażki kampanii (perspektywa podmiotu pozyskującego kapitał) od postaw inwestorów (perspektywa podmiotów udostępniających kapitał)
- Przyjęcie częściowo pasywnej postawy przy prezentacji przeglądu literatury, bez wskazania szczegółów prezentowanych badań (np. rynków, wielkości próby, metod badawczych czy ograniczeń) oraz w ograniczony sposób przedstawienie krytycznego podejścia do zastosowanych koncepcji teoretycznych.
- Brak szczegółów na temat próby badawczej i omówienia kontekstu populacyjnego, uniemożliwiającej oszacowanie wskaźnika odpowiedzi oraz ograniczenia wynikające z nielosowości próby i obciążenia wyboru respondentów algorytmami mediów społecznościowych.
- Brak analizy poszczególnych pytań ankietowych z uzasadnieniem ich treści w kontekście postawionych pytań i hipotez badawczych, brak wstępnej analizy odpowiedzi na te pytania oraz brak wyjaśnienia, z czego wyniknęło pominięcie w opisie badania odpowiedzi na część pytań, zawartych w ankiecie.
- Wskazane w recenzji wątpliwości co do weryfikacji trafności dyskryminacyjnej samego modelu oraz związane z wysokim poziomem korelacji między dwiema zmiennymi, których nie wyeliminowano z dalszej analizy oraz nie wskazano konsekwencji z tego wynikających.
- Brak precyzyjnego wskazania ograniczeń dla przeprowadzonego badania.

Przedstawione w rozprawie badania inspirują do zadania następujących pytań:

1. Co oznacza i jakie może mieć konsekwencje dla praktyków wysoki poziom korelacji między zmienną LACK i NEG?

2. Jakie techniki eksperymentalne pozwoliłyby na odseparowanie wpływu merytorycznej krytyki od milczenia przedsiębiorcy bez generowania współliniowości?
3. Czy z perspektywy inwestorów na rynku crowdfundingu udziałowego kluczowe są sytuacja finansowa emitenta czy sposób budowania komunikacji z inwestorami? Opinia doktoranta wsparta wynikami dotychczasowych badań

Podsumowując, uważam, że przedstawienie w sposób uporządkowany koncepcji teoretycznych i wyników dotychczasowych badań empirycznych, będące odpowiedzią na postawione cele, w połączeniu z przeprowadzonymi badaniami i ich interpretacją, daje gruntowną podstawę do twierdzenia, że Autor posiadał umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, oraz że w sposób oryginalny rozwiązał problem naukowy, wykazując przy tym ogólną wiedzę teoretyczną w dyscyplinie ekonomii i finansów. Jednocześnie chciałbym zaznaczyć, że zgłoszone w toku recenzji uwagi mają w większości charakter polemiczny.

4. Ocena formalna pracy

Przedstawiona do recenzji ostateczna wersja praca składa się z 264 stron łącznie z załącznikiem. Została ona podzielona na cztery rozdziały oraz wstęp i zakończenie. Do tego dochodzą bibliografia, załącznik 1 oraz streszczenia w języku polskim i angielskim. Praca nie zawiera spisu tabel i rysunków. Struktura pracy nie budzi większych wątpliwości. Układ treści jest prawidłowy, podporządkowany realizacji celu. W pracy zachowana została jednolita forma graficzna i edytorska. Zastosowany język oceniam bardzo wysoko. Drobne potknięcia nie stanowią żadnej przeszkody w zrozumieniu prezentowanych treści. Jako drobne zaniedbanie traktuję fakt, że Autor pominął w spisie literatury część wykorzystanych publikacji (np. Reichenbach & Walther, 2021, (s. 12), Wanicki et al., 2025 (s. 12, 14, 15), Kozioł-Nadolna, 2024 (s. 169), Perotti et al., 2025 (s. 132), Joshipura et al., 2025 (s. 14, 196)).

5. Ostateczna ocena pracy i wnioski końcowe

Na podstawie przeprowadzonej analizy przedłożonej rozprawy mgr. Oskara Becha pt. *„Factors determining the propensity to invest in equity crowdfunding”* stwierdzam, że oceniana praca spełnia wymagania stawiane przed rozprawami doktorskimi. Po pierwsze, rozprawa stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, dotyczącego czynników wpływających na skłonność inwestorów do finansowego wsparcia kampanii crowdfundingu

udziałowego. Po drugie, Autor potwierdził **umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej**, określając trafnie cel, pytania i hipotezy badawcze. Następnie Autor przeprowadził obszerny przegląd literatury w celu wykazania luki badawczej oraz uzasadnienia i wyprowadzenia hipotez, a ostatecznie odniósł się do badań innych autorów prezentując wyniki i wnioski z własnych badań. Autor zaprojektował badania ankietowe, a następnie, posługując się modelem CB-SEM dokonał analizy ilościowej otrzymanych wyników. PO trzecie, zarówno forma jak i treść ocenianej rozprawy doktorskiej są dla mnie wystarczająco przekonującym argumentem za tym, żeby uznać, iż Autor **wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną w dyscyplinie ekonomii i finansów**.

**PODPIS ZAUFANY****MAREK JERZY
PAUKA**

28.09.2026 13:13:27 GMT+0200

Dokument podpisany elektronicznie
podpisem zaufanym

Wrocław, 28.09.2026

.....