Zabrze, 30.09.2026 r.

dr hab. inż. Aneta Michalak, prof. PŚ
Politechnika Śląska

Recenzja pracy doktorskiej mgra Krzysztofa Szulca nt.
Ryzyko w procesach doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw
opracowanej pod kierunkiem
dra hab. Andrzeja Letkiewicza, Prof. UG – promotora pracy

1. Podstawy formalne opracowania recenzji

Niniejsza recenzja została opracowana na postawie decyzji Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Gdańskiego, przekazanej przez Przewodniczącego dra hab. Leszka Czerwonkę, Prof. UG, pismem z dnia 20.07.2026 roku (E001.6110.11.2026).

2. Ocena formalna pracy

Przedłożona do recenzji praca nt. „Ryzyko w procesach doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw", wpisuje się w bardzo ważną problematykę dotyczącą relacji pomiędzy postrzeganiem ryzyka przez decydentów w przedsiębiorstwie, a procesem kształtowania finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Problematyka ta mieści się jednoznacznie w dyscyplinie ekonomia i finanse, w szczególności na styku finansów przedsiębiorstw, finansowania inwestycji, zarządzania ryzykiem.

Autor podjął problem polegający na rozpoznania zależności pomiędzy sposobem percepcji ryzyka przez decydentów, a kryteriami wykorzystywanymi w procesie doboru źródeł finansowania inwestycji. Następnie uporządkował rozpoznane zależności w postaci modeli odnoszonych do zróżnicowanego poziomu rozwoju organizacyjno-strukturalnego podmiotów gospodarczych. Jest to problematyka ważna zarówno z punktu widzenia sfery poznawczej, jak i aplikacyjnej. Wkład przeprowadzonych badań w sferę poznawczą polega na scharakteryzowaniu relacji pomiędzy sposobem postrzegania ryzyka przez decydentów, a wyborem sposobu finansowania inwestycji. Przy tym relacja ta analizowana jest szerzej niż w klasycznym ujęciu, uwzględnia bowiem

behawioralny wymiar decyzji finansowych. Z kolei znaczenie aplikacyjne wiąże się z możliwością wykorzystania wyników badań w podejmowaniu strategicznych decyzji rozwojowych przedsiębiorstw, a w szczególności w procesach finansowego planowania inwestycji, kształtowania struktury kapitału, oceny i mitygacji ryzyka, zarządzania płynnością finansową i innych obszarach corporate finance.

Tytuł rozprawy jednoznacznie określa ramy przedmiotowe badania. Rozprawa liczy 290 stron i składa się z wstępu, pięciu rozdziałów, w tym trzech rozdziałów teoretycznych, w których na podstawie analizy literatury budowane są podstawy pojęciowe, rozdziału koncepcyjno-metodycznego, w którym budowane są autorskie modele percepcji ryzyka oraz rozdziału empirycznego. Praca zawiera ponadto zakończenie, w którym sformułowano wnioski końcowe. Na końcu pracy znajduje się bibliografia, spis tabel i rysunków.

Struktura pracy jest logiczna, właściwie zhierarchizowana, od zagadnień dotyczących funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa, poprzez problematykę źródeł finansowania i ryzyka, do autorskiej koncepcji modeli percepcji ryzyka oraz ich empirycznej identyfikacji. Proporcja pomiędzy częścią teoretyczno-opisową a problemem właściwym rozprawy jest pod względem objętości w zasadzie zrównoważona. Należy jednak zauważyć, że część teoretyczna została rozbudowana w trzech rozdziałach, podczas gdy zasadniczy wkład autorski, obejmujący konstrukcję modeli oraz analizę wyników badań własnych, koncentruje się w dwóch ostatnich rozdziałach. Taki układ jest poprawny, choć miejscami powoduje on nadmierne rozszerzenie warstwy teoretyczno-opisowej w stosunku do bezpośrednio realizowanego problemu badawczego. Autor wprowadza tu na przykład bardzo rozbudowaną aparaturę teorii systemów. Przykładowo przedsiębiorstwo ujmowane jest jako system przetwarzający wiązki energomaterialne i informacyjne, a procesy finansowe wbudowane są w szerszy mechanizm samoregulacji. Jest to logiczne i spójne rozumowanie, ale z perspektywy finansów przedsiębiorstw momentami nadmiernie rozbudowane i prowadzące do oddalenia się od zasadniczego problemu naukowego, którym jest związek pomiędzy percepcją ryzyka a wyborem sposobu finansowania inwestycji. Praca mogłaby być skrócona o około kilkadziesiąt stron bez uszczerbku dla jej zasadniczego wkładu naukowego. Pozwoliłoby to z pewnością wyraźniej wyeksponować problem, modele i wyniki badań. Pomimo tego spostrzeżenia struktura pracy jest poprawna formalnie i metodycznie, a jej ocena jest pozytywna,

Poniżej przedstawiono szczegółową ocenę poszczególnych części pracy oraz zawartych w nich treści.

Pracę otwiera **wstęp**, w którym Autor nakreślił podłoże podjętego w pracy problemu badawczego, podkreślając jego rolę oraz prawidłowo wskazując istniejące w tym zakresie luki badawcze. Uzasadnienie celowości podjęcia pracy jest wyczerpujące. Autor prawidłowo określił cel główny pracy i cele pomocnicze, hipotezę główną i hipotezy szczegółowe. W dalszej kolejności zaprezentował strukturę rozprawy i zakres poszczególnych rozdziałów oraz nakreślił zakres badań empirycznych.

W rozdziale pierwszym Doktorant przedstawił teoretyczne podstawy procesów rozwojowych przedsiębiorstw, osadzając je w warunkach generowanych przez otoczenie oraz wnętrze przedsiębiorstwa. Odniósł się również do istoty zasileń kapitałowych na tle innych strumieni zasileniowych oraz układu sprzężeń pomiędzy nimi oraz omówił problematykę finansowania inwestycji. Rozdział ten spełnia funkcję wprowadzającą i tworzy szerokie zaplecze teoretyczne dla właściwego problemu rozprawy, choć miejscami jest dość obszerny w stosunku do jego roli w konstrukcji całej pracy.

W rozdziale drugim Doktorant dokonał rozwinięcia teorii dla późniejszej analizy decyzji dotyczących finansowania inwestycji. Funkcjonowanie przedsiębiorstw zostało tu przedstawione w perspektywie procesowej i systemowej z akcentem na rolę regulacji oraz utrzymywanie równowagi ekonomiczno-finansowej. W dalszej części rozdziału Autor określił uwarunkowania doboru zasileń pieniężnych w systemie ekonomiczno-finansowym. Przeanalizował szeroką paletę źródeł finansowania, zarówno krótko, jak i długoterminowych, wewnętrznych i zewnętrznych, a także finansowanie hybrydowe. Rozdział ten, podobnie jak poprzedni tworzy kontekst teoretyczny i fundament koncepcyjny dla dalszych rozważań. Jednocześnie, tak jak w przypadku rozdziału pierwszego cechuje się szerokim, w niektórych przypadkach nadmiernie rozbudowanym, aparatem pojęciowym.

Rozdział trzeci przedstawia istotę ryzyka oraz jego miejsce w procesach gospodarowania, akcentując zarówno obiektywny, jak i subiektywny jego wymiar. Autor wskazuje na zróżnicowanie ryzyka w zależności od obszaru funkcjonowania przedsiębiorstwa i horyzontu czasowego. Porządkuje kategorie ryzyka istotne z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych i finansowych. Należy, tak jak w przypadku wcześniejszych rozdziałów zwrócić uwagę na bardzo szeroki zakres

omawianych rodzajów ryzyka, co miejscami osłabia koncentrację wywodu na zasadniczym problemie rozprawy.

Rozdział czwarty ma charakter głównie koncepcyjny i prowadzi do budowy modeli postrzegania ryzyka. Autor przedstawia koncepcję modeli percepcji ryzyka w obszarze strategicznych uwarunkowań kwalitatywnych oraz kwantytatywnych procesu doboru finansowania inwestycji. Ich niewątpliwą wartością jest uporządkowanie zróżnicowanych sposobów postrzegania ryzyka w procesach finansowania inwestycji oraz powiązanie ich z charakterem wykorzystywanych kryteriów decyzyjnych – od bardziej subiektywnych i behawioralnych do coraz bardziej skwantyfikowanych. Dużym walorem przedstawionej koncepcji jest połączenie wymiaru behawioralnego z klasycznymi kategoriami finansowymi, takimi jak np. WACC, NPV, IRR, DFL, ROA czy ROE. Dzięki temu modele nie mają wyłącznie charakteru opisowego, lecz są osadzone w problematyce rzeczywistych decyzji dotyczących struktury finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych.

Rozdział piaty to przedstawienie wyników badań empirycznych, w ramach których zweryfikowana została przyjęta w pracy koncepcja badawcza. W pierwszej kolejności Autor zidentyfikował wymiary percepcji ryzyka (kadry i personel, technika i technologia, rynek, kapitał), a następnie wskazał profile percepcji ryzyka występujące w każdym z tych wymiarów. W dalszej kolejności Doktorant odniósł się do kwalitatywnych (podrozdział 5.2.) i kwantytatywnych (podrozdział 5.3.) uwarunkowań strategicznego doboru finansowania inwestycji, analizując sposób postrzegania ryzyka w ramach czterech wyróżnionych wcześniej modeli: indywidualnego, indywidualno-kwantytatywnego, kwalitatywno-kwantytatywnego oraz kwantytatywnego. Dla każdego z nich wskazał charakterystyczne rodzaje identyfikowanego ryzyka oraz sposoby jego mitygacji w zależności od cech decydenta. Rozdział piąty należy uznać za zasadniczą część empiryczną rozprawy. Na podkreślenie i uznanie zasługuje szczegółowość analizy oraz konsekwentne odnoszenie wyników do czterech modeli percepcji ryzyka. Pewnym ograniczeniem jest natomiast silnie opisowy i klasyfikacyjny charakter analizy. Autor przedstawia wiele zależności i typologii, jednak ich weryfikacja ma w znacznej mierze charakter interpretacyjny, polegający na empirycznej identyfikacji i uporządkowaniu, a nie na pełnej statystycznej weryfikacji zależności pomiędzy badanymi zmiennymi. Ogranicza to wnioskowanie o charakterze statystycznym i możliwość wykazania siły dowodu empirycznego. Nie neguje to jednak uzyskanych wyników i nie oznacza, że

hipotezy nie ostały zweryfikowane. Autor przyjął alternatywny, jakościowo-analityczny sposób ich sprawdzania, oparty na analizie dokumentacji źródłowej przedsiębiorstw, analizie treści, klasyfikacji obserwowanych przypadków, porównywaniu sposobów percepcji ryzyka oraz przyporządkowywaniu ich do wcześniej skonstruowanych modeli. Materiał empiryczny obejmuje dokumentację 124 przedsiębiorstw realizujących projekty inwestycyjne w latach 2023–2025 w ramach Polskiej Strefy Inwestycji. Autor wskazuje przy tym, że badaniem objęto całą dostępną populację badawczą, a nie próbę reprezentatywną.

Taki sposób weryfikacji jest metodologicznie poprawny, jeżeli hipotezy mają charakter jakościowy, eksploracyjny lub typologiczny i nie dotyczą wielkości efektu czy statystycznej istotności zależności. W naukach ekonomicznych nie każda hipoteza musi być weryfikowana metodami statystycznymi. Analiza dokumentów, analiza treści, porównanie przypadków czy budowa typologii mogą stanowić pełnoprawną podstawę wnioskowania naukowego. Hipotezy pomocnicze w większości mają taki charakter, jednak hipoteza główna została sformułowana nieco niefortunnie. Jej treścią jest stwierdzenie o istnieniu zależności pomiędzy percepcją ryzyka, a charakterystyką procesu doboru finansowania inwestycji. Przy takim brzmieniu hipotezy, przyjęty sposób jej weryfikacji jest poprawny, jako procedura jakościowa i eksploracyjna, ale naturalnym oczekiwaniem czytelnika może być nie tylko jakościowe wykazanie współwystępowania określonych cech, lecz także określenie siły tej zależności, a ewentualnie również jej istotności. Można uznać to za kierunek dalszych, pogłębionych badań. Przy okazji dalszego rozwijania problemu badawczego warto byłoby zbadać nie tylko jak silna jest zależność i czy jest statystycznie istotna, ale również w jakim stopniu jest wyjaśniana przez inne czynniki, takie jak czy dostępność określonych źródeł finansowania.

Autor w bardzo drobiazgowy, ale jednocześnie ściśle uporządkowany sposób przeprowadza czytelnika przez cały proces badawczy, prezentując poszczególne jego etapy. Zasadnicza część pracy zostaje podsumowana wnioskami ujętymi w **zakończeniu**. W dalszej części Autor umieszcza bibliografię i spisy.

Bibliografia obejmuje 240 pozycji zwartych, 150 artykułów, źródła internetowe i inne. Literatura jest bardzo szeroka i wielowątkowa. Autor sięga do literatury dotyczącej funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw, finansowania inwestycji, struktury kapitału, równowagi ekonomiczno-finansowej, zarządzania ryzykiem, procesów decyzyjnych oraz behawioralnych uwarunkowań decyzji

finansowych. Wykorzystuje zarówno literaturę krajową, jak i zagraniczną. Zakres dokonanego przeglądu literaturowego oceniam pozytywnie.

Układ treści rozprawy, a więc nazwy i kolejność rozdziałów oraz podrozdziałów, jest na ogół poprawny. Drobnym mankamentem jest sformułowanie tytułu rozdziału piątego w sposób bardzo zbliżony do tytułu całej dysertacji (jest to drobna uwaga redakcyjno-strukturalna, a nie zarzut merytoryczny). Z punktu widzenia konstrukcji rozprawy korzystniej byłoby, aby tytuł rozdziału piątego wyraźniej wskazywał jego funkcję empiryczną, a nie powielał zakresu całej pracy. Na przykład uzasadnione byłoby bezpośrednie odwołanie się w tytule tego rozdziału do wyników badań nad percepcją ryzyka w procesach doboru finansowania inwestycji. Poza tą uwagą, tytuł pracy oraz tytuły jej poszczególnych elementów konstrukcyjnych odpowiadają zawartym wewnątrz treściom. Logiczność konstrukcji przejawia się w przechodzeniu pomiędzy rozdziałami, co odzwierciedla harmonijny przebieg procesu badawczego. W pracy wyraźnie rysuje się określony kierunek, cel i tok rozumowania, choć czasem obszerne wywody teoretyczne prowadzą do pewnego rozproszenia uwagi względem kluczowego problemu badawczego. Autor unika powtórzeń i zachowuje jednoznaczność terminologiczną. Świadczy to o dojrzałości naukowej i badawczej Pana mgra Krzysztofa Szulca oraz umiejętności organizacji pracy i sprawnego redagowania opracowań naukowych. Praca pod względem językowym i redakcyjnym nie budzi żadnych zastrzeżeń formalnych. Jest perfekcyjnie dopracowana od strony technicznej. To zasługuje na podkreślenie i szczególne uznanie.

Podsumowując, formalną stronę pracy, pomimo drobnych uwag krytycznych, oceniam pozytywnie i bardzo wysoko.

3. Ocena merytoryczna pracy

Tematyka pracy mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz dotyczy niezwykle ważnego zagadnienia, jakim jest ryzyko w procesach doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw. Na podkreślenie zasługuje tu trafność wyboru tematu i jego oryginalność. Podjęte zagadnienie jest istotne zarówno dla nauki, jak i praktyki gospodarczej. W wymiarze naukowym jego znaczenie wynika z próby wyjaśnienia zależności pomiędzy percepcją ryzyka, a sposobem kształtowania decyzji dotyczących finansowania inwestycji, a więc z połączenia

problematyki finansów przedsiębiorstwa z behawioralnymi uwarunkowaniami procesów decyzyjnych. W wymiarze praktycznym wyniki pracy mogą wspierać przedsiębiorstwa w trafniejszym doborze źródeł finansowania.

Autor właściwie identyfikuje istniejącą lukę badawczą. Wskazuje, że dotychczasowe badania koncentrowały się przede wszystkim na postawie wobec ryzyka i premii za ryzyko oraz na optymalizacji struktury finansowania, natomiast słabiej rozpoznany pozostawał sam sposób percepcji, identyfikacji i akceptacji ryzyka w procesach wyboru finansowania inwestycji. Na tej podstawie sformułowano cel główny polegający na identyfikacji zależności pomiędzy uwarunkowaniami postrzegania ryzyka a sposobem ewaluacji kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy doboru zasileń kapitałowych projektowanych procesów inwestycyjnych. Cel te uzupełniło pięć celów szczegółowych, jakim były:

1. Identyfikacja roli działalności inwestycyjnej w długookresowych procesach gospodarowania przedsiębiorstw oraz możliwych sposobów jej kapitałowego zasilania;
2. Rozpoznanie uwarunkowań dynamicznej homeostazy systemu ekonomiczno-finansowego;
3. Ustalenie rodzajów ryzyka oraz ich roli w długookresowo ujętym funkcjonowaniu przedsiębiorstw;
4. Opracowanie modeli percepcji ryzyka w strategicznych procesach decyzyjnych dotyczących procesów inwestycyjnych;
5. Zbadanie zależności pomiędzy właściwym dla przedsiębiorstwa sposobem percepcji ryzyka a ewaluacją strategicznych kryteriów decyzyjnych warunkujących procesy strukturalizacji finansowania inwestycji.

Cele szczegółowe zostały sformułowane w sposób logicznie podporządkowany celowi głównemu rozprawy i znajdują odzwierciedlenie w strukturze pracy. Pierwsze trzy cele mają przede wszystkim charakter poznawczo-porządkujący i zostały zrealizowane w części teoretycznej. Szczególnie istotny z punktu widzenia oryginalności rozprawy jest cel czwarty, związany z opracowaniem modeli percepcji ryzyka, który został osiągnięty poprzez konstrukcję autorskich modeli, wśród których wyróżniony został model indywidualny, indywidualno-kwantytatywny, kwalitatywno-kwantytatywny oraz kwantytatywny. Cel piąty, odnoszący się do zależności pomiędzy percepcją ryzyka a kryteriami doboru finansowania inwestycji, został zrealizowany w drodze analizy empirycznej, przy

czym jak wyżej wspomniano, ze względu na jakościowo-klasyfikacyjny charakter postępowania badawczego, jego realizację należy oceniać przede wszystkim jako identyfikację i interpretację występujących zależności, a nie ich pełną statystyczną weryfikację.

W logicznym związku z celami rozprawy i jej strukturą pozostają hipotezy badawcze. Hipoteza główna sprowadza się do stwierdzenia istnienia zależności pomiędzy percepcją ryzyka przez przedsiębiorstwo a charakterystyką procesu doboru finansowania nakładów inwestycyjnych. Hipoteza główna trafnie ujmuje zasadniczy problem badawczy, choć została sformułowana dość szeroko. Jak wyżej wspomniano, użycie kategorii „zależności" może sugerować czytelnikowi zamiar jej pomiaru, określenia siły i kierunku, a w konsekwencji zastosowania metod statystycznych służących weryfikacji relacji pomiędzy zmiennymi. Tymczasem przyjęta w rozprawie procedura badawcza ma inny charakter - opiera się przede wszystkim na analizie dokumentacji przedsiębiorstw, identyfikacji i klasyfikacji sposobów percepcji ryzyka, porównywaniu ich cech oraz odnoszeniu wyników do skonstruowanych przez Autora modeli. Nie oznacza to jednak, że zastosowane postępowanie badawcze należy uznać za metodologicznie niepoprawne. W naukach społecznych, a więc również w dyscyplinie ekonomia i finanse, weryfikacja problemów badawczych nie musi być każdorazowo oparta na metodach statystycznych. Dobór metod powinien wynikać przede wszystkim z charakteru problemu badawczego, rodzaju analizowanych danych oraz celu poznawczego badania. W przypadku problemów dotyczących sposobów postrzegania zjawisk, mechanizmów decyzyjnych, typologii zachowań czy rekonstrukcji procesów gospodarczych uzasadnione jest stosowanie metod jakościowych, analizy dokumentów, analizy treści, porównań przypadków oraz metod klasyfikacyjnych i typologicznych. Ich wartość naukowa zależy nie od obecności aparatu statystycznego jako takiego, lecz od logicznej spójności procedury badawczej, jednoznaczności przyjętych kategorii analitycznych, transparentności sposobu wnioskowania oraz możliwości intersubiektywnej kontroli uzyskanych rezultatów.

W recenzowanej pracy zastosowana procedura pozwala na rozpoznanie oraz uporządkowanie powtarzających się wzorców percepcji ryzyka i powiązanie ich z określonymi sposobami podejmowania decyzji w zakresie finansowania inwestycji. Autor na tej podstawie wskazuje na odmienne preferencje dotyczące strukturalizacji finansowania odpowiadające różnym modelom percepcji ryzyka.

Tak zaprojektowane badanie dostarcza wartościowych wyników poznawczych również bez zastosowania testów statystycznych.

Problem polega zatem nie tyle na braku metod statystycznych, ile na brzmienia hipotezy głównej. Gdyby hipoteza została sformułowana w sposób bardziej precyzyjny i odpowiadający jakościowo-typologicznemu charakterowi badania, np. poprzez założenie, że *zróżnicowanym modelom percepcji ryzyka odpowiadają odmienne sposoby oceny kryteriów wykorzystywanych w procesie doboru finansowania inwestycji*, jej weryfikacja nie budziłaby wątpliwości.

W konsekwencji zastrzeżenie dotyczy przede wszystkim konstrukcji hipotezy, a nie samej koncepcji badawczej. Przy odpowiednim zawężeniu zakresu hipotezy przeprowadzony proces badawczy można ocenić jako metodologicznie poprawny i dostarczający wartościowych wniosków dotyczących zróżnicowania percepcji ryzyka oraz jej znaczenia dla decyzji finansowych przedsiębiorstw. Brak statystycznej weryfikacji ogranicza możliwość wypowiadania się o sile i istotności zależności oraz generalizowania wyników w sensie statystycznym, nie przekreśla jednak wartości poznawczej badań jakościowych ani możliwości generalizacji analitycznej i formułowania uzasadnionych wniosków naukowych.

W przypadku hipotez pomocniczych, pierwsze trzy mają w znacznej mierze charakter teoretyczno-poznawczy. Dotyczą związku procesów inwestycyjnych z doborem finansowania, roli finansowania w utrzymywaniu dynamicznej homeostazy ekonomiczno-finansowej oraz heterogeniczności ryzyka. Ich potwierdzenie następuje przede wszystkim w wyniku rozważań teoretycznych i analizy literatury. Ich funkcja w rozprawie jest więc bardziej porządkująca, jednak są potrzebne, gdyż wprowadzają logiczną konstrukcję prowadzonego wywodu naukowego.

Większe znaczenie poznawcze mają hipotezy czwarta i piąta. Hipoteza czwarta dotyczy zróżnicowania percepcji ryzyka w ekonomiczno-finansowym wymiarze strategii. Autor wiąże ją z czterema modelami percepcji ryzyka. Tę hipotezę można ocenić jako dobrze osadzoną w autorskiej części rozprawy i dobrze wspartą przeprowadzoną analizą.

Hipoteza piąta jest najściślej związana z zasadniczym wkładem empirycznym rozprawy, ponieważ łączy model percepcji ryzyka z architekturą finansowania inwestycji i kryteriami podejmowania decyzji. Autor formułuje wniosek o odmiennych preferencjach finansowania w zależności od sposobu percepcji ryzyka.

Podsumowując, proces badawczy w zakresie realizacji postawionych celów oraz weryfikacji wskazanych hipotez oceniam pozytywnie. Przyjęta koncepcja badawcza jest spójna z zasadniczym problemem rozprawy, a poszczególne etapy postępowania prowadzą od rozważań teoretycznych, przez konstrukcję modeli percepcji ryzyka, do ich konfrontacji z materiałem empirycznym. Pomimo wskazanych ograniczeń metodologicznych, odnoszących się przede wszystkim do szerokiego sformułowania hipotezy głównej oraz braku statystycznej oceny analizowanych zależności, zastosowane podejście jakościowo-analityczne i klasyfikacyjne należy uznać za adekwatne do charakteru znacznej części podjętych problemów badawczych. Przeprowadzone analizy pozwoliły na osiągnięcie zakładanych celów, uporządkowanie sposobów percepcji ryzyka oraz sformułowanie wartościowych wniosków. W konsekwencji stwierdzone ograniczenia nie podważają zasadniczej wartości poznawczej przeprowadzonych badań, lecz wskazują raczej granice ich interpretacji i możliwości ich dalszego rozwinięcia.

Stronę merytoryczną rozprawy doktorskiej Pana mgra Krzysztofa Szulca oceniam wysoko. Oryginalne rozwiązanie podjętego przez niego problemu badawczego, którym jest przede wszystkim opracowanie autorskiej typologii modeli percepcji ryzyka w procesach doboru finansowania inwestycji przedsiębiorstw oraz powiązanie tych modeli z kwalitatywnymi i kwantytatywnymi kryteriami podejmowania decyzji finansowych, stanowi realny wkład do nauki i potwierdza posiadanie odpowiedniej wiedzy teoretycznej w zakresie dyscypliny ekonomia i finanse oraz umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

4. Uwagi o charakterze polemicznym

Pomimo wysokich walorów naukowych i praktycznych, pewne kwestie poruszane w ocenianej dysertacji mogą budzić polemikę i można sformułować kilka pytań, prosząc jednocześnie Autora o ustosunkowanie się do nich w trakcie publicznej obrony rozprawy:

- Po pierwsze, polemiczne jest założenie o relatywnie uporządkowanym przechodzeniu od bardziej behawioralnych do bardziej kwantytatywnych modeli percepcji ryzyka wraz z rozwojem organizacyjno-strukturalnym przedsiębiorstwa. Koncepcja ta jest interesująca i stanowi jeden

z autorskich elementów pracy, jednak można postawić pytanie, czy rozwój organizacji rzeczywiście musi prowadzić do ograniczenia znaczenia subiektywnych ocen decydentów. Czy w dużych i wysoko sformalizowanych przedsiębiorstwach decyzje strategiczne nie są podejmowane pod wpływem doświadczenia, preferencji i heurystyk kadry zarządzającej?

- Po drugie, należy bliżej przyjrzeć się relacji przyczynowej pomiędzy percepcją ryzyka a sposobem finansowania inwestycji. W rozprawie akcent położony jest przede wszystkim na wpływ sposobu postrzegania ryzyka na preferencje finansowe. Można jednak rozważyć zależność odwrotną: dostępność kapitału, standing finansowy przedsiębiorstwa, jego płynność czy zdolność kredytowa mogą kształtować sposób, w jaki decydenci postrzegają i akceptują ryzyko. Uzyskane wyniki pozwalają więc przekonująco mówić o współwystępowaniu określonych wzorców, ale czy kierunek oddziaływania jest jednoznacznie określony?
- Po trzecie, czy przedsiębiorstwa można wyraźnie przyporządkowywać do czterech modeli percepcji ryzyka? Sam Autor wskazuje, że sposób postrzegania ryzyka nie ma charakteru binarnego i może zmieniać się wraz z rozwojem organizacji. Powstaje więc pytanie, czy modele należy traktować jako rozłączne typy przedsiębiorstw, czy raczej bardziej elastycznie jako typy idealne i punkty na kontinuum.
- Po czwarte, warto zastanowić się nad zakresem pojęcia „percepcja ryzyka". W rozprawie kategoria ta obejmuje bardzo szerokie spektrum elementów: od subiektywnych ocen decydenta, poprzez sposób identyfikowania zagrożeń, aż po stosowanie mierników takich jak WACC, ROE, ROA czy NPV. Pojawia się zatem pytanie, gdzie kończy się percepcja ryzyka jako konstrukcja behawioralna, a zaczyna sformalizowana analiza finansowa?
- Po piąte, szczególnej ostrożności wymaga zakres uogólniania wyników. Materiał empiryczny pochodzi z dokumentacji przedsiębiorstw ubiegających się o wsparcie nowych inwestycji w ramach Polskiej Strefy Inwestycji. Jest to wartościowy i interesujący materiał źródłowy, jednak badane przedsiębiorstwa tworzą specyficzną kategorię podmiotów aktywnych inwestycyjnie i korzystających z określonego instrumentu wsparcia. Sam Autor zaznacza, że nie dokonano reprezentatywnego doboru próby dla całej populacji przedsiębiorstw. Dlatego wnioski dotyczące

modeli percepcji ryzyka należałoby ostrożnie przenosić na wszystkie przedsiębiorstwa.

- Po szóste, doprecyzowania wymaga sposób empirycznej weryfikacji modeli. Rozbudowana część opisowo-klasyfikacyjna pozwala dostrzec wyraźne różnice pomiędzy sposobami postrzegania ryzyka, lecz procedura przejścia od dokumentu źródłowego do przypisania określonego podmiotu do konkretnego modelu nie została przedstawiona w stopniu zapewniającym pełną replikowalność badania. Autor dostatecznie opisuje ogólną koncepcję postępowania badawczego, źródła danych i logikę analizy. Określa materiał badawczy, obejmujący dokumentację 124 przedsiębiorstw realizujących projekty inwestycyjne w latach 2023–2025, oraz wskazuje podstawowe metody: analizę literatury, badanie dokumentów, analizę danych pierwotnych i wykorzystanie macierzy ryzyka. Jest więc jasne co badano i przy użyciu jakiego ogólnego podejścia. Autor następnie konsekwentnie wykorzystuje cztery skonstruowane modele percepcji ryzyka i odnosi do nich kwalitatywne oraz kwantytatywne kryteria podejmowania decyzji finansowych. Słabiej przedstawiono natomiast etap pośredni, czyli odpowiedź na pytanie: w jaki dokładnie sposób treść konkretnego dokumentu przedsiębiorstwa została przekształcona w zmienną badawczą, ocenę ryzyka, a następnie w przypisanie do określonego modelu percepcji ryzyka. Nie podważa to wartości zgromadzonego materiału ani poznawczej użyteczności zaproponowanej typologii, ogranicza jednak sprawdzalność i replikowalność przeprowadzonego postępowania badawczego. Nie jest to argument przeciwko podejściu jakościowemu, lecz przemawia za potrzebą bardziej precyzyjnego określenia reguł kodowania i klasyfikacji materiału empirycznego.

Przedstawione uwagi mają charakter polemiczny, otwierający dalszą dyskusję. Dotyczą przede wszystkim granic interpretacyjnych zaproponowanej koncepcji oraz możliwości jej dalszej operacjonalizacji i empirycznej weryfikacji. Jednocześnie wskazują one, że rozprawa podejmuje problem wystarczająco złożony, aby stanowił podstawę dalszej dyskusji naukowej i rozwijania zaproponowanych przez Autora modeli percepcji ryzyka.

5. Podsumowanie

Uwagi polemiczne nie pomniejszają mojej ogólnej pozytywnej i wysokiej oceny pracy. Pan mgr Krzysztof Szulc podjął się opracowania dysertacji na ciekawy i ważny temat, związany z problemem ryzyka w procesach doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw. Wybór badanej problematyki, układ pracy, zawartość merytoryczna, przeprowadzone badania własne, stworzenie autorskich modeli, w tym poprawna argumentacja podnoszonych kwestii i wnioskowanie zasługują na wysoką ocenę. Kandydat oraz przedstawiona przez Niego dysertacja spełnia warunki określone w art. 187 ust. 1-3 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

W zakresie pierwszej przesłanki ustawowej, tj. ogólnej wiedzy teoretycznej kandydata w dyscyplinie naukowej (w tym przypadku w dyscyplinie ekonomia i finanse), moja ocena jest zdecydowanie pozytywna. Na szczególne podkreślenie zasługuje bardzo wysoki poziom świadomości i rzetelności metodologicznej Doktoranta, który – w mojej ocenie – wykracza poza standard oczekiwany od rozpraw doktorskich. Przejawia się to w samodzielności koncepcyjnej i konsekwencji prowadzonego toku badawczego, jak również w dojrzałości sposobu konceptualizacji analizowanych zjawisk. O gruntownym przygotowaniu metodologicznym Autora świadczy ponadto rozbudowany i konsekwentnie stosowany aparat pojęciowy o charakterze systemowym, pozwalający ujmować problematykę finansowania inwestycji i percepcji ryzyka w kategoriach wzajemnych zależności, procesów regulacyjnych, sprzężeń, uwarunkowań funkcjonalnych oraz dynamicznej równowagi przedsiębiorstwa. Takie ujęcie wymaga nie tylko dobrej znajomości literatury i warsztatu badawczego, lecz również zdolności do abstrakcyjnego, syntetycznego i wielowymiarowego myślenia o procesach ekonomicznych i finansowych.

Szczególną wartość rozprawy dostrzegam w umiejętnym połączeniu rozbudowanej warstwy teoretycznej z autorską konceptualizacją modeli percepcji ryzyka oraz ich odniesieniem do rzeczywistych procesów decyzyjnych przedsiębiorstw. Oryginalność zaproponowanego ujęcia, samodzielność badawcza Autora, dojrzałość metodologiczna oraz wartość poznawcza i aplikacyjna uzyskanych wyników powodują, że rozprawa – pomimo wskazanych w recenzji uwag o charakterze polemicznym i metodologicznym – prezentuje poziom

wyraźnie ponadprzeciętny. W mojej ocenie cechy te uzasadniają nie tylko pozytywną ocenę rozprawy doktorskiej, lecz również rozważenie jej wyróżnienia.

Zgodnie z drugą przesłanką ustawową, należy jeszcze raz podkreślić, że przedstawione w dysertacji badania spełniają warunek oryginalności rozwiązania problemu naukowego. Oryginalność tę należy wiązać nie z samym podjęciem problematyki ryzyka czy finansowania inwestycji, które są szeroko obecne w literaturze, lecz ze sposobem konceptualizacji relacji pomiędzy percepcją ryzyka, a procesem doboru finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Autor wychodzi poza klasyczne ujęcie koncentrujące się na koszcie kapitału, efektywności inwestycji czy strukturze źródeł finansowania i włącza do analizy sposób postrzegania oraz akceptowania ryzyka przez decydentów przedsiębiorstw. Jest to bardzo oryginalne połączenie *corporate finance* z percepcją ryzyka. Ważnym elementem w ocenie oryginalności rozwiązania problemu naukowego jest przedstawiona w dysertacji autorska typologia czterech modeli percepcji ryzyka: indywidualnego, indywidualno-kwantytatywnego, kwalitatywno-kwantytatywnego oraz kwantytatywnego. Modele te porządkują odmienne sposoby identyfikowania, oceny i akceptowania ryzyka w procesach decyzyjnych dotyczących finansowania inwestycji. Autor ujmuje przy tym percepcję ryzyka nie jako kategorię jednorodną i statyczną, lecz jako zjawisko zmieniające się wraz z rozwojem organizacyjno-strukturalnym przedsiębiorstwa i wzrostem znaczenia sformalizowanych kryteriów decyzyjnych. Oryginalny charakter ma również powiązanie wymiaru behawioralnego z kategoriami typowymi dla finansów przedsiębiorstwa. W zaproponowanej koncepcji indywidualne i jakościowe sposoby postrzegania ryzyka są stopniowo zestawiane z kryteriami ilościowymi, takimi jak WACC, ROE, ROA, NPV czy IRR. Dzięki temu rozwiązanie nie ogranicza się do ogólnego stwierdzenia, że postawy wobec ryzyka wpływają na decyzje finansowe, ale próbuje wskazać, w jaki sposób różne wzorce percepcji ryzyka przekładają się na odmienne kryteria i preferencje w zakresie strukturalizacji finansowania inwestycji.

Istotnym elementem oryginalności jest ponadto zastosowanie systemowej perspektywy interpretacyjnej, w której decyzje dotyczące finansowania inwestycji są ujmowane jako część procesów regulacyjnych przedsiębiorstwa, powiązanych z utrzymywaniem jego dynamicznej równowagi ekonomiczno-finansowej. W ten sposób Autor integruje problematykę percepcji ryzyka, finansowania inwestycji, samoregulacji i rozwoju przedsiębiorstwa w jeden spójny konstrukt teoretyczny.

Dopełniając wymogów stawianych rozprawom doktorskim należy na zakończenie potwierdzić, że rozprawa Pana mgr Krzysztofa Szulca ma formę monograficznej pracy pisemnej, a więc mieści się w katalogu form przewidzianych przez art. 187 ust. 3. ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

6. Konkluzja

Konkludując, przedłożoną do oceny pracę doktorską Pana mgr Krzysztofa Szulca nt. „Ryzyko w procesach doboru zasileń kapitałowych inwestycji przedsiębiorstw" oceniam pozytywnie i wnioskuję do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Gdańskiego o dopuszczenie jej do publicznej obrony. Spełnia ona w pełni wymogi określone w ustawie Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, niezbędne do nadania stopnia doktora w dyscyplinie ekonomia i finanse. Stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, dowodząc posiadanie przez Doktoranta ogólnej wiedzy teoretycznej w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz potwierdzając umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Wysoko oceniam poziom świadomości i rzetelności metodologicznej Autora. W mojej ocenie wykracza on ponad poziom standardowo oczekiwany od doktorantów, zwłaszcza w zakresie samodzielności koncepcyjnej oraz przyjętego toku postępowania naukowego. O dobrym i gruntownym przygotowaniu metodologicznym Doktoranta świadczy również rozbudowany i konsekwentnie stosowany aparat pojęciowy o charakterze systemowym, pozwalający na ujmowanie analizowanych zjawisk w kategoriach wzajemnie powiązanych elementów, procesów regulacyjnych, zależności funkcjonalnych oraz dynamicznej równowagi przedsiębiorstwa. Umiejętność posługiwania się tak rozbudowaną perspektywą analityczną potwierdza nie tylko znajomość metod i technik badawczych, lecz także dojrzałość w zakresie konceptualizacji złożonych problemów ekonomicznych i finansowych. Uwzględniając oryginalność podjętej problematyki, samodzielność i dojrzałość naukową Doktoranta, wysoki poziom warsztatu metodologicznego oraz istotną wartość poznawczą i aplikacyjną uzyskanych rezultatów, wnioskuję o wyróżnienie rozprawy doktorskiej.