

**Artur Cholody**  
**Streszczenie rozprawy doktorskiej**

**Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego**

**Promotor: dr hab. Magdalena Szyszko, prof. WSB**

Na wybór tematu rozprawy traktującej o inwestycjach alternatywnych decydujący wpływ miały trzy główne aspekty. Pierwszym jest istniejąca luka w literaturze tematu: rynki alternatywne, a w szczególności emocjonalne, są relatywnie młode i nie doczekały się kompleksowej analizy w piśmiennictwie ekonomicznym. Znacznym problemem dla badaczy jest specyfika tych rynków. Często ich analiza wymagała profesjonalnej wiedzy w dziedzinie innej niż ekonomia (historia, sztuka, a nawet geologia). Kolejnym argumentem za wyborem tego tematu badawczego jest rosnące zainteresowanie rynkiem numizmatycznym ze strony inwestorów, mediów oraz potencjalne zaangażowanie instytucji finansowych przekładające się na wzrost obrotów oraz stóp zwrotu z inwestycji. Dzięki temu, wyniki prac badawczych mogą zostać praktycznie zastosowane. Ostatni z powodów podjęcia tych badań to zainteresowania własne autora rynkiem numizmatycznym sięgające dwudziestu lat wstecz oraz wiedza z zakresu praktycznego inwestowania na rynku inwestycji emocjonalnych, którą może on wykorzystać w niniejszej rozprawie. Praca ma charakter interdyscyplinarny. Jej rezultaty wynikają z połączenia ekonomii (badanie rynku), finansów (badanie stóp zwrotu) oraz numizmatyki jako nauki pomocniczej historii (numizmaty jako przedmiot obrotu).

Kierując się przedstawioną powyżej motywacją autor zmierzył się z **problemem badawczym** sformułowanym w następujący sposób: **rynek numizmatyczny w Polsce nie jest wystarczająco zbadany pod względem jakościowym i ilościowym. Brakuje również narzędzi pozwalających na jego ocenę.** Z tych problemów wynikają cele oraz pytania badawcze, jakie postawił przed sobą autor niniejszej rozprawy. W pracy postawiono następujące pytania badawcze:

**PB 1:** Jak zdefiniować rynek inwestycji emocjonalnych i jak go umiejscowić w strukturze rynku finansowego?

**PB 2:** W jaki sposób syntetycznie oceniać sytuację na rynku inwestycji numizmatycznych?

**PB 3:** W jaki sposób rozwijał się rynek numizmatyczny w Polsce w ujęciu jakościowym i ilościowym (z punktu widzenia stóp zwrotu)?

**PB 4:** Jak kształtowały się stopy zwrotu na rynku numizmatycznych w porównaniu ze stopami zwrotu z innych instrumentów finansowych?

**Celem głównym rozprawy** jest ocena rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018 wraz z przygotowaniem narzędzi umożliwiających taką ocenę. Cel ten został zrealizowany poprzez realizację celów szczegółowych (CS) przyporządkowanych pytaniom badawczym (oznaczone w nawiasie za celem):

**CS1:** Opracowanie definicji inwestycji alternatywnych i emocjonalnych o znacznym stopniu ogólności (PB1).

**CS2:** Przygotowanie spójnej z powyższą definicją klasyfikacji rynków finansowych (PB1).

**CS3:** Zaprojektowanie narzędzia pozwalającego na syntetyczną ocenę rynku, jakim jest rynek inwestycji emocjonalnych (PB2).

**CS4:** Ocena jakościowa ewolucji rynku numizmatycznego w Polsce w badanym okresie (PB2).

**CS5:** Ocena ilościowa rynku numizmatycznego w Polsce w badanym okresie (PB3).

**CS6:** Porównanie wybranych segmentów rynku tradycyjnego z rynkiem numizmatycznym (PB4).

W związku z poszukiwaniem rozwiązania problemu badawczego oraz odpowiedzi na postawione pytania badawcze autor przyjął **hipotezę główną** rozprawy, która zakłada, że **rynek numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu** w porównaniu do rynków tradycyjnych. Dodatkowo przyjęto trzy hipotezy pomocnicze (szczegółowe):

**Hs1:** W latach 1995–2018 nastąpiła jakościowa zmiana rynku numizmatycznego w Polsce przejawiająca się wzrostem jego profesjonalizacji (do celu 4).

**Hs2:** W latach 1995–2018 następował wzrost wolumenu transakcji oraz stóp zwrotu z badanego rynku (do celu 5).

**Hs3:** Stopy zwrotu na rynku numizmatycznym mogą być wyższe niż stopy zwrotu z inwestycji na rynkach tradycyjnych (do celu 6).

Przedmiotem badań był rynek inwestycji w numizmatykę, podmiotem badawczym specjalistyczne domy aukcyjne. Analizie poddane zostały transakcje dokonane w latach 1995–2018 podczas aukcji numizmatycznych na terenie Polski. W niniejszej pracy zastosowane zostało kilka **metod badawczych o charakterze jakościowym i ilościowym**. Przeprowadzono analizę literatury niezbędną do przygotowanie podstaw teoretycznych rozprawy. Metoda opisowa pozwoliła na zbadanie genezy oraz przedstawienie rozwoju rynków inwestycji alternatywnych, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji emocjonalnych. W ramach badań

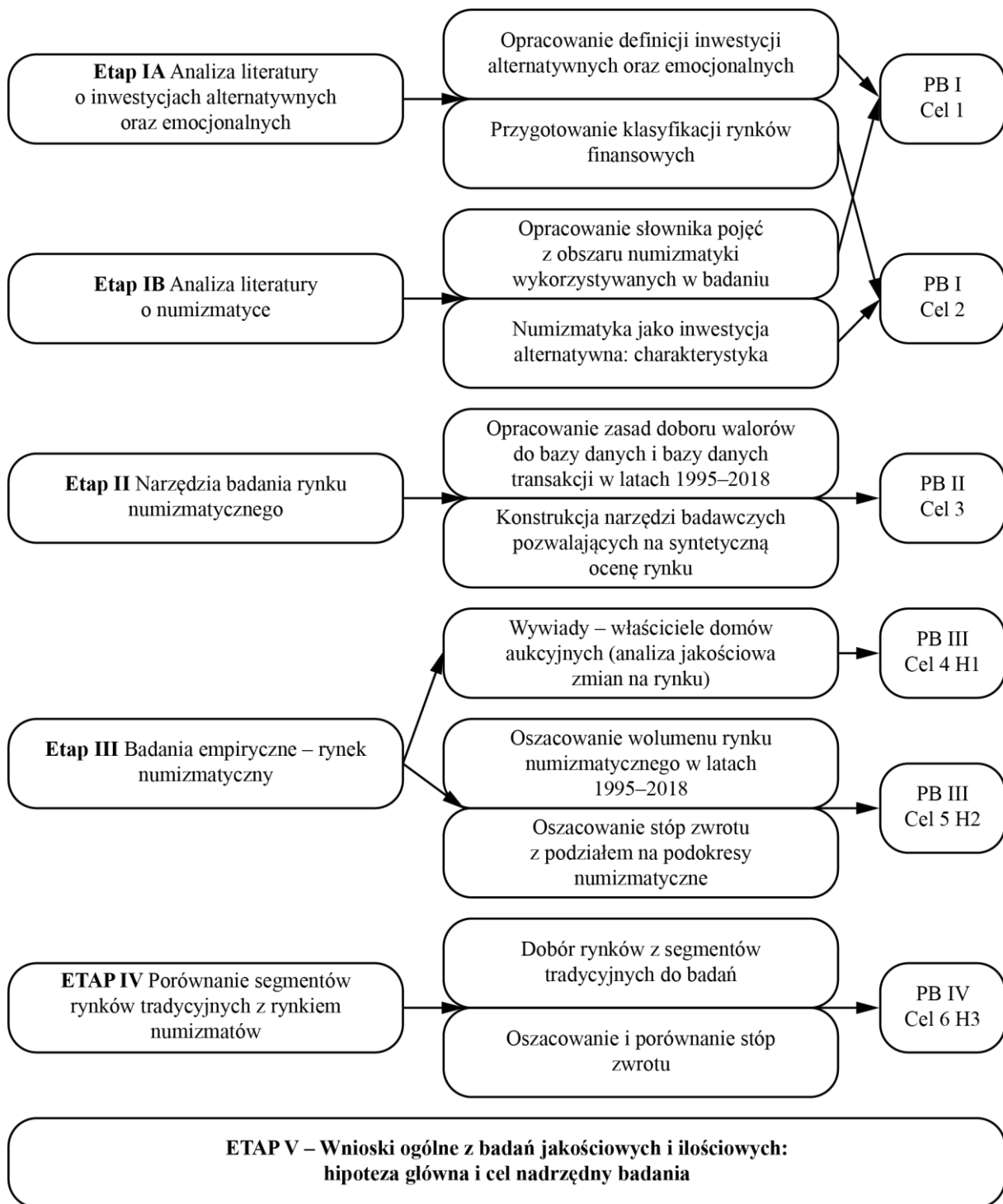
empirycznych zbudowana została **baza aukcji numizmatycznych z lat 1995–2018 będąca pierwszym występującym w literaturze i praktyce rynkowej ich zbiorczym opracowaniem**, zgromadzony został kompletny zestaw katalogów aukcyjnych wraz z listami wyników. Analiza zgromadzonych danych pozwoliła na opracowanie **narzędzia do syntetycznej oceny rynku numizmatycznego – Polskiego Indeksu Numizmatycznego**. W kolejnym etapie wyniki stóp zwrotu osiągnięte na rynku numizmatycznym porównano ze stopami zwrotu z rynków klasycznych – akcyjnym oraz obligacyjnym. Prace nad badaniem ilościowych i jakościowych zmian na rynku numizmatycznym prowadzone były równolegle. **Wywiady z właścicielami domów aukcyjnych** oraz analiza krajowych aukcji numizmatycznych wskazywały kierunek ewolucji badanego rynku. Pięcioetapową procedurę badawczą prezentuje schemat 1.

Praca składa się z czterech rozdziałów, wstępu oraz zakończenia. Pierwsze dwa rozdziały mają charakter teoretyczno-opisowy. Rozdział pierwszy definiuje – będące głównym punktem rozważań – inwestycje alternatywne, omawia ich specyfikę oraz genezę. Zostały w nim opisane przykładowe rynki alternatywne wraz ze szczególnymi rynkami emocjonalnymi, których egzemplifikacją jest interesujący autora rynek numizmatyczny.

W rozdziale drugim przedstawiony został świat numizmatyki, jej historia i ewolucja z punktu widzenia nauki pomocniczej historii. Pozwoli to zrozumieć specyficzny język, jaki funkcjonuje na tym rynku oraz podstawowe kryteria służące ocenie walorów będących w obrocie. Omówione zostały zmiany na rynku i jego aktualny kształt. Autor przedstawił w nim również podstawy prawne i podatkowe obrotu numizmatami, których znajomość jest konieczna dla potencjalnych inwestorów.

Rozdział trzeci poświęcony został badaniom własnym. Omówiono w nim metodykę badań, założenia przyjęte do budowy podstawowej bazy danych oraz dobór próby badawczej. Autor przedstawił koncepcję narzędzia służącego do oceny sytuacji na rynku. Za jego pomocą oszacowany został wolumen rynku numizmatycznego w latach 1995–2018 oraz wagi podokresów numizmatycznych. Na podstawie wcześniej dobranej próby badawczej autor obliczył stopy zwrotu z inwestycji na rynku numizmatycznym. Zostały one porównane ze stopami zwrotu na rynkach klasycznych.

## Schemat 1. Procedura badawcza



Źródło: opracowanie własne.

W rozdziale czwartym autor dokonał podsumowania wniosków wynikających z przeprowadzonych badań własnych. Zostały przedstawione perspektywy rozwoju rynku numizmatycznego w Polsce.

W ramach realizacji celów badawczych **inwestycje emocjonalne** zostały zdefiniowane jako **inwestycje rzeczowe, których przedmiot posiada indywidualnie wyróżniające go cechy powodujące powstanie u posiadacza psychologicznej korzyści, tzw. dywidendy emocjonalnej, niezależnej od wartości finansowej.** W strukturze rynku zastąpiły one grupę inwestycji alternatywnych. W autorskiej klasyfikacji główna oś podziału przebiega pomiędzy inwestycjami rzeczowymi oraz inwestycjami finansowymi. Nie podważa ona dotychczasowych prac badawczych, ale stanowi ich pewną ewolucję adekwatną do zmieniającej się sytuacji rynkowej.

Wolumen obrotu został podliczony poprzez zsumowanie osiągniętych wartości wyszczególnionych w listach wynikowych tworzonych po każdej aukcji numizmatycznej. **Zagregowano około 200.000 szczegółowych danych.** Wygenerowano **odrębne wyniki dla każdej aukcji, domu aukcyjnego oraz kategorii numizmatycznej.** Wyjściowe badanie konieczne do analizy stóp zwrotu stanowiło element obliczeń wolumenu aukcyjnego. Monety musiały zostać wybrane zgodnie z właściwą proporcją obrotów generowanych w ramach poszczególnych kategorii aukcyjnych. **Na bazie ich procentowego podziału zostały dobrane do próby właściwe monety.** W ramach kategorii wybrano **sto monet zgodnie z następującym parytetem:** monarchia średniowieczna – sześć sztuk, monarchia nowożytna – sześćdziesiąt sześć sztuk, czasy zaborów – jedenaście sztuk, II Rzeczypospolita – trzynaście sztuk oraz monety państw z Polską związanych – sześć sztuk. Wybranim walorom przyporządkowano 2.400 ich notowań aukcyjnych z lat 1995–2018. Zmiany cen zostały przedstawione w postaci zmian indeksowych, stanowiących **podstawę obliczania corocznej wartości indeksu.** Zyski z inwestycji w numizmatykę zwiększały się praktycznie przez cały okres badawczy. **Pełna ocena opłacalności inwestycji możliwa była tylko w porównaniu do innych dostępnych inwestycji, najlepiej klasycznych.** Do takiego porównania wybrano dwa standardowe instrumenty: rynek akcji, którego sytuację reprezentował indeks WIG, czyli rynek o relatywnie wysokim ryzyku oraz rynek długoterminowych obligacji skarbowych o niskim ryzyku.

Hipoteza główna zakładała, że **rynek numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu w porównaniu do rynków tradycyjnych.** Potwierdzenie hipotezy nastąpiło poprzez szczegółowe badanie jej poszczególnych elementów i powiązanych z nimi pomocniczych hipotez badawczych. Wyniki badań sugerują, że w latach 1995–2018 nastąpił znaczny wzrost cen oraz

obrotu na aukcyjnym rynku numizmatycznym. Odzwierciedlenie tych wyników w postaci autorskiego Polskiego Indeksu Numizmatycznego wykazało zmianę jego wartości z **10.000 do 140.724 punktów**. W tym samym okresie badawczym **wolumen sprzedaży zwiększył się z 886.630 do 42.557.920 złotych**. Wskazuje to na to, iż nastąpił kilkunastokrotny wzrost stóp zwrotu analizowanego segmentu rynku aktywów emocjonalnych w badanym okresie, przy jednoczesnym zdecydowanym zwiększeniu obrotów. **Długoterminowa stopa zwrotu z PIN była ponad dwukrotnie wyższa od stopy zwrotu z porównywanych inwestycji klasycznych.**

Rozprawa została zrealizowana w **pełnym założonym zakresie przedmiotowym, podmiotowym, czasowym oraz terytorialnym**. **Cel główny pracy został osiągnięty**, dokonano syntetycznej oceny rynku numizmatycznego za pomocą nowo opracowanych narzędzi badawczych. Rezultaty rozprawy stanowią przede wszystkim wkład w naukę. Uzupełniają istniejącą lukę w wymiarze teoretycznym i metodycznym w literaturze z obszaru ekonomii i finansów. Ich praktyczne aspekty są istotne zwłaszcza dla potencjalnych inwestorów – zarówno tych planujących wejście na rynek, jak i obecnie na nim funkcjonujących.