

Szczecin, 07.07.2022

dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US  
Uniwersytet Szczeciński  
Instytut Ekonomii i Finansów  
Katedra Finansów i Bankowości

Recenzja rozprawy doktorskiej mgra Artura Chołody  
pod tytułem „Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego”  
przygotowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Magdaleny Szyszko, prof. WSB

I. Podstawa opracowania recenzji

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Pana Przewodniczącego Rady Akademickiej Wyższej Szkoły Bankowej, dra hab. Arnolda Bernaciaka, prof. WSB, z dnia 13 kwietnia 2022 r., w sprawie powierzenia mi obowiązków recenzenta rozprawy doktorskiej Pana mgra Artura Chołody, pt. „*Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego*”.

II. Informacja ogólna o tematyce pracy podjętej przez Doktoranta oraz celu i hipotezach badawczych

Przygotowana przez mgra Artura Chołody rozprawa doktorska liczy 225 stron, z czego właściwy tekst to 206 stron. Praca podzielona jest na cztery rozdziały i zawiera wstęp, zakończenie, bibliografię, aneks oraz spisy tabel, wykresów, schematów i załączników. Bibliografia pracy składa się z 74 pozycji zwartych i 63 artykułów.

**Problematyka rozprawy** dotyczy ważnego zagadnienia z zakresu finansów, a mianowicie inwestycji alternatywnych, które na rozwiniętych rynkach kapitałowych funkcjonują od kilkudziesięciu lat i szczególnie zyskują na popularności w trakcie okresów zwiększonej niepewności ekonomicznej oraz kryzysów gospodarczych. Chambers i in. (2020) w swojej analizie dowodzą, że fundusze uniwersyteckie pochodzące z darowizn były inwestowane w alternatywne klasy aktywów już od początku lat 80-tych. Należy tu podkreślić, że fundusze uniwersyteckie należą do grupy najstarszych inwestorów instytucjonalnych, a ich kapitały żelazne (*ang. endowment funds*) z definicji miały być stałym źródłem dochodów dla instytucji, które tradycyjnie dochodów nie generowały. Badania Chambers i in. (2020) wskazują na to, że długoterminowa strategia alokacji aktywów funduszy miała charakter antycykliczny właśnie dzięki inwestowaniu w walory charakteryzujące się niskim współczynnikiem korelacji z rynkami instrumentów tradycyjnych. Kryzys *subprime*, zawirowania na światowych rynkach kapitałowych, konflikty zbrojne oraz wysoka inflacja powodują, że inwestorzy są coraz bardziej zainteresowani takimi formami pomnażania

str. 1



kapitału, które pozwolą im skuteczniej dywersyfikować i ograniczać zmienność wahań portfela. O znaczeniu nowoczesnych instrumentów rynku finansowego na płaszczyźnie badawczej świadczą prace takich autorów jak Cumming i Zhang (2016), Aytaç i Mandou (2016) oraz Paule-Vianez et al. (2022). Mundi i Kumar (2022) w swojej analizie bibliometrycznej odnoszą się aż do 570 prac z zakresu inwestycji alternatywnych.

Reasumując, próba stworzenia indeksu rynku inwestycji numizmatycznych oraz porównanie stóp realizowanych w tym segmencie inwestycji alternatywnych ze stopami zwrotu z tradycyjnych klas aktywów jest bardzo interesującym, ambitnym i ważnym zagadnieniem. Tym ważniejszym, że można zaobserwować znaczący wzrost wolumenu obrotów na rynku numizmatów. W związku z tym należy uznać, że **Autor trafnie identyfikuje lukę badawczą**, którą zamierza wypełnić. Wątpliwości budzi sposób realizacji tego ambitnego celu badawczego. Prac dotyczących numizmatów jako formy inwestowania jest rzeczywiście niewiele. Mimo to Doktorant pomija w studiach literaturowych wiele istotnych analiz (np. Cumming i Zhang, 2016), koncentrując się w znaczącym stopniu na polskim piśmiennictwie, co osłabia prowadzony wywód.

Słusznie zdiagnozowana luka badawcza rozmywa się w zbyt obszernych wywodach o charakterze historycznym, które same w sobie są interesujące, ale z perspektywy dyscypliny naukowej ekonomia i finanse mają charakter beletrystyczny. Dopiero od str. 110 Doktorant koncentruje się na zagadnieniach zmierzających do realizacji celu głównego rozprawy, jakim jest, zgodnie z jego deklaracją ocena rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018.

Moje wątpliwości budzi fakt, że w pracy nie sformułowano w sposób jasny celu **głównego/podstawowego**, którym - jak rozumiem - jest próba oceny rynku numizmatycznego w Polsce w latach 1995–2018 oraz przygotowanie narzędzia umożliwiającego taką ocenę. Nie doprecyzowano jednak, w jakim kontekście będzie ta ocena prowadzona - obrotów, stóp zwrotu, ryzyka czy też korelacji z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Co więcej, nie wskazano, jakiego rodzaju narzędzie służące tej ocenie Doktorant ma zamiar opracować. Zamiast tego Autor formułuje aż sześć równie ogólnych i enigmatycznych celów częściowych (z wyjątkiem celu szczegółowego pierwszego i drugiego).

Oceniając **hipotezy badawcze** pracy, uważam, że przynajmniej część z nich nie została prawidłowo postawiona. Największe zastrzeżenia budzi hipoteza główna, hipoteza szczegółowa pierwsza (Hs1) oraz hipoteza szczegółowa trzecia (Hs3). Hipoteza jako taka powinna być przypuszczeniem co do współwystępowania lub współzmienności badanych zjawisk lub ich genezy, które w trakcie procesu badawczego jest weryfikowane (lub falsyfikowane). Jak wskazuje Adamkiewicz-Drwiłło (2008): „*Hipoteza to zdanie przyjęte jako założenie w celu wyjaśnienia jakiegoś zjawiska, zdanie wymagające sprawdzenia*”. Tym samym w odniesieniu do hipotezy głównej sformułowanej na stronie 10 (...rynek

*numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu w porównaniu do rynków tradycyjnych*) pojawia się wątpliwość, jak Autor planował sprawdzić atrakcyjność rynku numizmatycznego. Czy rzeczywiście inwestorzy postrzegają go jako atrakcyjny? Czy w tej sytuacji nie powinny zostać przeprowadzone badania ankietowe wśród inwestorów instytucjonalnych oraz indywidualnych? Poza tym w hipotezie powinno zostać jasno wskazane, w stosunku do których segmentów rynku kapitałowego Autor zamierza przeprowadzać porównania. W przypadku hipotezy szczegółowej pierwszej (*W latach 1995–2018 nastąpiła jakościowa zmiana rynku numizmatycznego w Polsce przejawiająca się wzrostem jego profesjonalizacji*) pojawia się wątpliwość, czy obserwacja dotycząca profesjonalizacji jest na tyle ważna, że powinna znaleźć odzwierciedlenie w hipotezie. Natomiast w przypadku hipotezy szczegółowej trzeciej w treści hipotezy powinna zostać jasno wskazana klasa aktywów, do której Autor zamierza odnosić stopy zwrotu z rynku numizmatycznego. Pojawiają się tu również pytania dotyczące teorii, w odniesieniu do których Autor powinien formułować hipotezy badawcze. Tego w tej pracy zdecydowanie zabrakło.

Pomimo tych poważnych braków warsztatowych intencje badawcze Doktoranta są stosunkowo czytelne i stanowią problemy metodyczne i praktyczne, których rozwiązanie może być realizowane w rozprawie doktorskiej.

**Tytuł rozprawy** powinien jasno informować o problemie, któremu jest ona poświęcona, niemniej jednak nie może być zbyt krótki, czyli informujący jedynie o przedmiocie rozważań. Tytuł zaproponowany przez Autora byłby właściwy dla opracowania dydaktycznego.

### III. Prezentacja struktury rozprawy doktorskiej

We **wstępie** zawarto charakterystykę i komentarz dotyczący podmiotu i przedmiotu badań. Przedstawiono pytania badawcze – ogólne i szczegółowe, sformułowano cele pracy i jej hipotezy. Jak już wyżej wspomniano, sposób prezentacji hipotez budzi poważne zastrzeżenia. Doktorant w sposób dyskusyjny artykułuje swój wkład do literatury przedmiotu (str. 15): „**Z punktu widzenia dyscypliny ekonomia i finanse, wkładem w naukę, a jednocześnie przewidywanym rezultatem rozprawy jest opracowanie definicji inwestycji alternatywnych i emocjonalnych oraz zaproponowanie spójnego z nią miejsca rynków emocjonalnych w strukturze rynku finansowego**”. Moim zdaniem trudno jest definiować różnego rodzaju zjawiska bez wcześniejszego systematycznego przeglądu literatury w tym zakresie, tym bardziej że w przeglądzie literatury pominięto bardzo ważne prace autorstwa Cumminga i Zhanga (2016) oraz Chamber et al. (2020). Niemniej jednak należy tu podkreślić, że prac poświęconych inwestycjom w numizmaty jest bardzo mało, choć istnieją (np. Paule-Vianez et al., 2022). Jeśli zaś chodzi o brak kompleksowych opracowań przedstawiających



rynek numizmatyczny oraz stopy zwrotu na nim generowane na gruncie zarządzania aktywami w Polsce to (abstrahując od niezręcznego ujęcia celu badawczego) rzeczywiście nie zidentyfikowałam tego typu analizy empirycznej. Wstęp zamyka charakterystyka wykorzystanych w rozprawie źródeł danych i struktury pracy.

Rozdział **pierwszy** ma charakter wprowadzający. Autor omawia w nim podstawowe pojęcia i definicje związane z inwestowaniem oraz klasyfikacje inwestycji. Treści zawarte w tej części rozprawy są omawiane w wielu pracach z zakresu podstaw inwestowania lub artykułach przeglądowych. Poza tym w podrozdziale 1.2 pojawia się pewien dysonans – praca ma dotyczyć inwestycji alternatywnych, natomiast w autorskiej klasyfikacji inwestycji nie są one nawet wymienione (str. 29). Uważam również, że rozważania zawarte w podrozdziale 1.3 nie wnoszą niczego nowego i w sposób nieuzasadniony zwiększają objętość rozprawy. Podobnie jest w przypadku podrozdziału 1.4. W tej części pracy Doktorant powinien przeprowadzić analizę rozwoju rynków alternatywnych klas aktywów na rynkach wschodzących i w Polsce na tle rynków rozwiniętych. Jestem przekonana, że tego typu komentarz wniósłby o wiele więcej niż omówienie przykładowych rynków aktywów alternatywnych. Za najbardziej wartościowy i interesujący uznaję podrozdział 1.5 dotyczący specyfiki inwestycji emocjonalnych.

W rozdziale **drugim** Doktorant omawia historię i ewolucję numizmatyki. Moim zdaniem rozważania zawarte na stronach 67-109 są interesujące, świadczą o pasji i zainteresowaniach Autora, niemniej jednak z punktu widzenia wywodu w dyscyplinie ekonomii i finansów są niepotrzebne. Przedstawiony w podrozdziale 2.3 słownik jest nadmiernie rozbudowany. Przykładowo wyjaśniane tam pojęcie zarządcy mennicy pojawia się w pracy tylko raz, właśnie w tej tabeli. W Tabeli 7 powinny zostać uwzględnione jedynie terminy niezbędne do opisu kryteriów służących ocenie monet. Ważną częścią pracy jest opis organizacji rynku numizmatycznego, choć wymienianie poszczególnych imprez lub nazw sklepów numizmatycznych nie powinno mieć miejsca w rozprawie doktorskiej. Najbardziej interesujący i wartościowy w tej części dysertacji jest podrozdział poświęcony podstawom prawnym i podatkowym obrotu numizmatami.

W rozdziale **trzecim** Doktorant rozpoczyna wywód od opisu metodyki badań. Szczegółowo opisuje żmudny proces zbierania danych niezbędnych do stworzenia indeksu, za pomocą którego planuje analizować stopy zwrotu oraz wolumen transakcji na rynku numizmatów. Należy docenić i podkreślić nakład pracy związany z pozyskiwaniem danych i tworzeniem bazy transakcji która objęła ponad dwudziestoletni okres od roku 1995 do 2018. W pierwszym etapie Doktorant zbudował bazę aukcji organizowanych przez polskie domy aukcyjne specjalizujące się w numizmatyce. Następnie skompletował 195 katalogów aukcyjnych. W konsekwencji zebrał unikatowe informacje na temat około 200 tys. notowań aukcyjnych monet wraz z ich szczegółowym opisem. To niezwykła baza danych. Niestety Doktorant pomija w swojej pracy dyskusję na temat pomiaru stóp zwrotu na rynkach

emocjonalnych. I to jest mój podstawowy zarzut w stosunku do przedłożonej pracy. Na stronach 141-144 Autor jedynie zdawkowo wymienia indeksy rynku sztuki, wina czy diamentów. Nie omawia jednak ich konstrukcji, ograniczeń oraz korzyści płynących z zastosowania tych narzędzi. Co więcej, na stronie 143 Doktorant przytacza indeksy rynków numizmatycznych funkcjonujące od wielu lat w krajach anglosaskich. W tym przypadku również nie porównuje ich konstrukcji, nie wskazuje wad ani zalet. Opisuje jedynie proces kalkulacji proponowanego przez siebie Polskiego Indeksu Numizmatycznego. Moim zdaniem to poważne uchybienie. W podrozdziale 3.2 Autor dokonuje oceny jakościowej ewolucji rynku numizmatycznego na podstawie wywiadów z właścicielami popularnych domów aukcyjnych. Nie dowiadujemy się jednak, jakiego typu były to wywiady (nieustrukturyzowane, częściowo ustrukturyzowane, ustrukturyzowane). Nie udostępniono również transkrypcji. Kolejny raz zamysł badawczy jest interesujący i wartościowy, natomiast jego realizacja nie odpowiada wymogom stawianym pracom naukowym. Rozdział 3 zamyka porównanie stóp zwrotu na rynku emocjonalnym ze stopami zwrotu na rynkach klasycznych. We wnioskowaniu nie wykorzystano nawet najprostszych testów parametrycznych czy też nieparametrycznych.

W rozdziale **czwartym** Autor podsumowuje wnioski wynikające z przeprowadzonych badań własnych. Następnie przedstawia perspektywy rozwoju rynku numizmatycznego w Polsce.

W **zakończeniu** Autor podsumowuje wyniki badań empirycznych i ocenia stan weryfikacji hipotez. Ponadto nakreśla kierunki możliwych dalszych badań.

#### IV. Zalety rozprawy doktorskiej

Praca doktorska mgra Artura Chołody stanowi głos w dyskusji na temat alternatywnych klas aktywów. Zawiera interesujące spostrzeżenia dotyczące rynku numizmatycznego. Z racji funkcji recenzenta wskazałabym na następujące pozytywne elementy charakteryzujące przedłożoną rozprawę doktorską mgra Artura Chołody.

1. Recenzowana rozprawa stanowi kompleksową analizę rynku numizmatycznego w Polsce.
2. W pracy Autor podejmuje temat aktualny z punktu widzenia uczestników polskiego rynku finansowego.
3. W analizie Autor uwzględnił bardzo długi okres badawczy obejmujący lata od 1995 do 2018.
4. Na potrzeby pracy stworzono unikatową bazę 200 tys. notowań aukcyjnych monet wraz z ich szczegółowym opisem.
5. Zaproponowano pierwszy polski indeks numizmatyczny opisujący zmiany stopy zwrotu z inwestycji w monety w długim horyzoncie czasowym.

V. Niedostatki i uwagi krytyczne do recenzowanej rozprawy

Najważniejszy zarzut, jaki można poczynić wobec recenzowanej rozprawy doktorskiej, dotyczy sposobu sformułowania hipotez badawczych - są one bardzo nieczytelne i w konsekwencji ich weryfikacja jest utrudniona. Zabrakło przeglądu literatury dotyczącego indeksów opisujących inne segmenty rynku inwestycji alternatywnych. Moim zdaniem większość rozważań teoretycznych ujętych w rozdziałach pierwszym i drugim mogłaby być znacząco skrócona. Praca jest zbyt długa i w konsekwencji w wielu fragmentach „przegadana”. Tym trudniej jest Doktorantowi zachować konsekwencję i klarowność wywodu. Następnym moim zarzutem dotyczy staranności pracy na płaszczyźnie bibliograficznej – wiele ze znaczących prac pominięto.

VI. Uwagi szczegółowe

Strona formalna pracy nie budzi zastrzeżeń. Język pracy jest komunikatywny. Występują niedociągnięcia redakcyjne, które nie zmieniają pozytywnej oceny strony formalnej rozprawy jako całości.

VII. Konkluzja

Podniesione uwagi krytyczne i nie dyskwalifikują przedłożonej rozprawy ze względu na trafnie zidentyfikowaną lukę badawczą i zamiar badawczy. Wyniki uzyskane w ramach przeprowadzonych prac badawczych należy ocenić jako pogłębiające wiedzę o polskim rynku inwestycji alternatywnych.

W świetle powyższych opinii, stwierdzam, że **rozprawa mgra Artura Chołody w stopniu minimalnym spełnia wymogi merytoryczne i formalne stawiane rozprawom doktorskim w Ustawie o stopniach naukowych i tytule naukowym z dnia 14 marca 2003 r. (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789, art. 13 ust. 1).**

Katarzyna Byrka - Kita

Szczecin, 07.07.2022



### **Literatura:**

Adamkiewicz-Drwiłło, H.G., 2008. Współczesna metodologia nauk ekonomicznych. Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa.

Aytaç, B. and Mandou, C., 2016. Wine: To drink or invest in? A study of wine as an investment asset in French portfolios. *Research in International Business and Finance*, 36, pp.591-614.

Chambers, D., Dimson, E. and Kaffe, C., 2020. Seventy-five years of investing for future generations. *Financial Analysts Journal*, 76(4), pp.5-21.

Cumming, D. and Zhang, Y., 2016. Alternative investments in emerging markets: A review and new trends. *Emerging Markets Review*, 29, pp.1-23.

Mundi, H.S. and Kumar, D., 2022. The potential of alternative investments as an asset class: a thematic and bibliometric review. *Qualitative Research in Financial Markets*, (ahead-of-print).

Paule-Vianez, J., Alcázar-Blanco, A. and Coca-Pérez, J.L., 2022. Effect of Economic Policy Uncertainty on the investment in numismatic assets: Evidence for the Walking Liberty Half Dollar. *Finance Research Letters*, 46, p.102412.