

Warszawa, 13 czerwca 2022 r.

Dr hab. Mariusz Próchniak, prof. SGH
Katedra Ekonomii II
Kolegium Gospodarki Światowej
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
mproch@sgh.waw.pl

**Recenzja pracy doktorskiej pt.
„Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego”
autorstwa mgr. Artura Chołody**

Przedmiotem recenzji jest praca doktorska autorstwa mgr. Artura Chołody pod tytułem: *Inwestycje alternatywne na przykładzie rynku numizmatycznego*. Promotorem jest dr hab. Magdalena Szyszko z Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu. Praca zawiera 225 stron oraz składa się z czterech rozdziałów.

Recenzowana praca doktorska dotyczy bardzo ważnego obszaru tematycznego. Rynek numizmatyczny stanowi interesujący obszar poszukiwań w ekonomii z kilku powodów.

Po pierwsze, jest to mało znany i nieodkryty temat badawczy. Istnieje bardzo mało badań teoretycznych i empirycznych w literaturze, zwłaszcza polskiej, na temat rynku numizmatów. Większość badań z zakresu inwestycji alternatywnych koncentruje się na analizie rynku alkoholi oraz rynku dzieł sztuki, natomiast prac dotyczących rynku numizmatycznego jest niewiele.

Po drugie, co wynika częściowo z powyższych przesłanek, praca doktorska ma dużą wartość poznawczą. Jest to jedna z pierwszych analiz rynku numizmatycznego w Polsce. Autor stara się scharakteryzować ten rynek, przedstawić sposób jego pomiaru, obliczyć stopy zwrotu oraz porównać stopy zwrotu na tym rynku ze stopami zwrotu z innych inwestycji.



Po trzecie, praca doktorska ma bardzo dużą wartość aplikacyjną i praktyczną. Jest to szczególnie widoczne w dzisiejszych czasach charakteryzujących się występowaniem licznych kryzysów oraz rozmaitych nieoczekiwanych szoków popytowych i podażowych o charakterze zarówno wewnętrznym, jak i zewnętrznym. W okresie trwającego konfliktu zbrojnego na Ukrainie warto dogłębnie zbadać alternatywne sposoby lokowania kapitału. Podobnie jak w Polsce w trakcie II Wojny Światowej, tak samo teraz w Ukrainie ludzie nie alokują kapitału np. inwestując w nieruchomości z uwagi na potencjalne zniszczenia wojenne i możliwość poniesienia dużej straty. Z kolei na trzymanie pieniędzy w bankach na rachunkach oszczędnościowych zniechęcająco działają wysoka inflacja oraz ujemne realne stopy procentowe. Tak więc dla inwestorów ważne są alternatywne sposoby gromadzenia kapitału. Jednym z nich są inwestycje w numizmatykę. Opis tego rynku, pokazanie sposobu jego funkcjonowania czy też obliczenie stóp zwrotu ma zatem dużą wartość informacyjną dla potencjalnych inwestorów i w świetle powyższego – istotną wartość poznawczą.

Problem badawczy postawiony w pracy należy przyjąć z uznaniem. Brzmi on następująco: „Rynek numizmatyczny w Polsce nie jest wystarczająco zbadany pod względem jakościowym i ilościowym. Brakuje również narzędzi pozwalających na jego ocenę”. Taki sposób przedstawienia problemu badawczego jest poprawny i nie budzi żadnych zastrzeżeń. Wysoko oceniam dobrze zdefiniowany cel badania, zakres analizy, problematykę pracy, metody badawcze i dobór próby. Wszystko jest jasno i klarownie przedstawione w dysertacji doktorskiej. Pomijając pewne drobne uwagi, o czym będzie później, Autor precyzyjnie stawia cztery pytania badawcze, klarownie formułuje sześć celów szczegółowych, poprawnie przedstawia hipotezę główną oraz trzy hipotezy pomocnicze. Jasno opisuje próbę badawczą i okres analizy, przedmiot badań, a także wykorzystywane metody ilościowe i jakościowe.

Hipoteza główna rozprawy jest bardzo ciekawa. Mówi ona, iż rynek numizmatyczny jest atrakcyjnym rynkiem alternatywnym dla inwestorów, przynoszącym długoterminowo wysokie stopy zwrotu w porównaniu do rynków tradycyjnych. Jak wynika z brzmienia hipotezy głównej, jej weryfikacja wymaga przeprowadzenia przez Autora badania empirycznego. Do tego celu niezbędne jest przyjęcie odpowiednich założeń, poprawne przeprowadzenie obliczeń oraz właściwa interpretacja wyników. Moja ocena jest zatem wysoce pozytywna.



Recenzowana dysertacja jest pierwszą znaną mi pracą analizującą rynek numizmatyczny w szerokim ujęciu. Niemniej jednak, jako że celem recenzenta jest również krytyczna ocena pracy, chciałem sformułować kilka uwag dotyczących pytań i hipotez badawczych. Zastanawiam się mianowicie, czy konieczne jest stawianie pytania badawczego mającego na celu uzyskanie właściwej definicji rynku inwestycji emocjonalnych. Czy nie wystarczyłaby tylko odpowiednia definicja rynku numizmatycznego, a rynek inwestycji emocjonalnych mógłby być jedynie przedmiotem przeglądu literatury bez próby odpowiadania na pytanie jak go najlepiej zdefiniować. W tytule bowiem termin „inwestycje emocjonalne” nie występuje; pojawiają się pojęcia „inwestycji alternatywnych” oraz „rynku numizmatycznego”.

Zastanawiam się także, czy cel szczegółowy jakim jest opracowanie definicji inwestycji alternatywnych i inwestycji emocjonalnych o znacznym stopniu ogólności jest konieczny. Czy nie lepiej byłoby po prostu wykorzystać przegląd literatury i pojawiające się tam rozmaite definicje inwestycji emocjonalnych oraz inwestycji alternatywnych bez tworzenia odrębnego celu szczegółowego? Podobnie, drugi cel szczegółowy, a mianowicie przygotowanie klasyfikacji rynków finansowych, jest bardzo szeroki i moim zdaniem wykraczający poza zakres przedmiotu badania jakim jest rynek numizmatyczny. Niejednokrotnie trzeba zastosować w badaniach tzw. „brzytwę Ockhama” i wyłączyć z analizy pewne bardziej odległe lub nieistotne rzeczy, a skoncentrować się *stricte* na przedmiocie badania.

Powyższe uwagi stanowią raczej element polemiki z Autorem i nie zmniejszają mojej wysokiej oceny dysertacji.

Hipoteza szczegółowa 2 w pierwszej swojej części nie wymaga – moim zdaniem – jakiegoś skomplikowanego i szczególnego sposobu weryfikacji. Po prostu wystarczy pozyskać dane statystyczne o wolumenie transakcji na rynku numizmatycznym i badając zmiany w czasie będzie można określić czy nastąpił wzrost czy też spadek wolumenu transakcji.

Zakres tematyczny pracy oceniam bardzo wysoko. Podoba mi się skrupulatne i szczegółowe przedstawienie celów oraz przedmiotu badania. Interesujący jest schemat 1 przedstawiony na stronie 14, gdzie Autor prezentuje w formie graficznej całą procedurę badawczą. W schemacie tym przedstawione są związki między etapami badania, celami badania i problemami badawczymi. Stanowi to dowód na to, że analiza jest przemyślana i od początku do końca prowadzona według określonej metodologii.

Przyjętemu celowi badania jest podporządkowana struktura rozprawy, która jest (poza moją drobną uwagą pod koniec recenzji) poprawna i nie budzi zastrzeżeń. Autor w umiejętny sposób przechodzi od przeglądu literatury, definicji pojęć, podstaw teoretycznych do analizy empirycznej. Pierwsze dwa rozdziały mogą być traktowane jako podstawy teoretyczne inwestycji alternatywnych oraz rynku numizmatycznego, natomiast rozdziały 3 i 4 przedstawiają wyniki badań własnych Autora.

Rozdział 1 przedstawia szeroką analizę inwestycji alternatywnych z teoretycznego punktu widzenia. Stanowi zatem bardzo dobre podstawy teoretyczne wywodu. Autor zawarł w tym rozdziale umiejętny przegląd literatury. Nie jest to po prostu zwykły opis kolejno różnych badań, lecz przegląd tematyczny zgodny z problematyką poszczególnych podrozdziałów. Na podstawie przeglądu literatury widać, że Autor ma bardzo dużą wiedzę na tematy poruszane w dysertacji. Cytowane są zarówno prace znanych polskich autorów wywodzących się z różnych ośrodków akademickich w Polsce, jak i powoływane są publikacje autorów zagranicznych, co należy ocenić bardzo wysoko. Oddzielny podrozdział jest poświęcony inwestycjom emocjonalnym wraz z szerokim omówieniem różnych przykładów, co także jest atutem tego rozdziału. Podsumowując, nie mam uwag do rozdziału 1.

Rozdział 2 koncentruje się na numizmatyce jako jednym z typów inwestycji alternatywnych. Rozdział ten jest także osadzony głęboko w literaturze. Autor przedstawia z najwyższą dozą staranności wiele różnych ciekawych aspektów, np. opisana jest historia pieniądza i historia polskich monet, co ma dużą wartość dodaną. Rozdział ten ma także bardzo duże walory dydaktyczne – może bowiem stanowić fragment podręcznika akademickiego do historii gospodarczej. W dalszej części rozdziału jest opisany rynek numizmatyczny, co stanowi właściwy załączek przeprowadzonej w rozdziałach 3 i 4 analizy empirycznej. Chciałem w recenzji podkreślić dużą szczegółowość analizy przeprowadzonej w rozdziale 2. Na przykład, Autor dokładnie i skrupulatnie przedstawia różne zestawienia związane z szeroko rozumianą numizmatyką. Można wyciągnąć uprawniony wniosek, że pisze dysertację z wielkim zainteresowaniem i pasją.

Rozdział 3 stanowi trzon rozprawy doktorskiej i jej najważniejszą część. Prezentuje on wyniki badań własnych Autora dotyczące rynku numizmatycznego w Polsce. Najważniejszym elementem tego rozdziału jest opracowanie i obliczenie indeksu obrazującego syntetycznie

sytuację na rynku numizmatycznym, czyli Polskiego Indeksu Numizmatycznego (PIN) będącego autorską koncepcją. Badanie przedstawione w rozdziale 3 zostało przeprowadzone na podstawie danych pochodzących z domów aukcyjnych oraz wywiadów. Autor utworzył bazę danych zawierającą transakcje zawierane w ramach obrotu monetami polskimi oraz monetami z Polską związanymi. Przeprowadził także ustrukturyzowane wywiady z właścicielami domów aukcyjnych. Zebranie oraz usystematyzowanie danych oraz informacji będących podstawą badania, w tym utworzenie bazy danych transakcji numizmatycznych organizowanych przez polskie domy aukcyjne specjalizujące się w numizmatyce w latach 1995-2018, jest dużym wkładem własnym Autora. Autor we właściwy sposób przeprowadza analizę ilościową oraz jakościową. Przedstawia szereg informacji dotyczących notowań poszczególnych monet w obrocie aukcyjnym zarówno w ujęciu wolumenu transakcji, jak i struktury. W umiejętny sposób dokonuje podziału obrotów domów aukcyjnych według różnych kategorii numizmatycznych, wyróżniając monarchię średniowieczną, monarchię nowożytną, czasy zaborów, II Rzeczpospolitą, Polską Rzeczpospolitą Ludową, III Rzeczpospolitą oraz monety państw z Polską związanymi. Wisienką na torcie jest utworzenie Polskiego Indeksu Numizmatycznego pokazującego zmiany cen polskich monet w latach 1995-2018. Indeks ten jest poprawnie skonstruowany i oceniony przeze mnie bardzo wysoko. Interesujące jest także porównanie stóp zwrotu z inwestycji numizmatycznych ze stopami zwrotu z inwestycji klasycznych (np. w akcje i obligacje). W efekcie rozdział 3 oceniam bardzo wysoko i nie mam do niego zastrzeżeń. Analiza jest prowadzona poprawnie i na wysokim poziomie merytorycznym.

W rozdziale czwartym autor przedstawia swoją ocenę rozwoju i atrakcyjności rynku numizmatycznego w Polsce. Zawartość tego rozdziału budzi jednak pewien niedosyt. Zajmuje on niecałe 15 stron i jest znacznie krótszy niż inne rozdziały. Przede wszystkim jednak nie podoba mi się, że pierwszym podrozdziałem w ramach tego rozdziału są wnioski z badań własnych, co powinno znaleźć się na końcu rozdziału trzeciego. Czytelnik ma wrażenie, że rozdział 4 jest niejako doklejony na siłę.

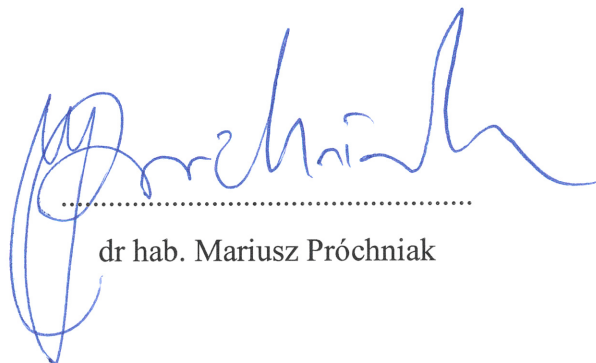
Pod koniec recenzji chciałem zwrócić uwagę jeszcze na trzy rzeczy, które mi się bardzo podobają:

- Bardzo dobrze napisane zakończenie, gdzie Autor odnosi się do wszystkich pytań badawczych, hipotez badawczych itp. i omawia, na ile udało się odpowiedzieć na dane pytanie badawcze czy też zweryfikować określoną hipotezę badawczą;
- Szeroka bibliografia, co oznacza, że praca jest dobrze osadzona w teorii;

- Bardzo dobra redakcja dysertacji.

Mimo moich pewnych uwag krytycznych, co jest naturalnym elementem recenzji, w ogólnym rozrachunku uważam, że **praca jest bardzo ciekawa i wnosi wiele nowego do literatury przedmiotu**. Autor we właściwy sposób wykorzystuje teorię, stawia hipotezy badawcze, weryfikuje hipotezy badawcze, prezentuje oraz interpretuje wyniki, a także wyciąga wnioski. Nie mam do tego zastrzeżeń.

Praca stanowi ważny wkład w rozwój dziedziny nauk społecznych, dyscypliny „Ekonomia i finanse”. Uważam że praca spełnia wszelkie wymogi ustawowe. W ujęciu całościowym oceniam ją bardzo wysoko. Wnoszę zatem o przyjęcie pracy, dopuszczenie mgr. Artura Chołody do dalszych etapów postępowania doktorskiego i do publicznej obrony pracy doktorskiej.



.....
dr hab. Mariusz Próchniak