

艺术品市场的金融属性研究：一个文献述评^{*}

朱 澄

〔摘 要〕近年来,全球文化艺术消费日益构成经济活动的一个重要部分,艺术品也逐步展现出其作为一种特殊投资品的吸引力。本文通过对大量既有文献的研究得出以下结论:首先,艺术品市场的独特金融属性源于艺术品的多重属性以及艺术品市场的特性;其次,艺术品的价值评估和价格决定不同于一般金融资产,必须持“二分”的观点;第三,艺术品市场中存在诸多异象,这说明其信息效率较低;最后,艺术品的风险收益特征尚不明确,有待进一步深入研究。本文的目的并不止于对文献的考察,而是力图指出既有研究的不足,并给出我国建立艺术品经济理论的建议和未来研究展望。

关键词: 艺术品市场 艺术品价值 艺术品价格指数

JEL 分类号: A12 G14 Z11

一、引 言

美的价值在很大程度上来源于其稀缺性。

——亚当·斯密

漫漫经济思想史,不乏对艺术的关注与争论。人类对于艺术之经济与金融属性的关注可以追溯到 17 世纪并延续至今^①。伴随着经济发展和物质财富的积聚,艺术品日益展现出其作为资产和投资品的特征(Goodwin, 2006)。Anderson (1974)最早考察了艺术品作为投资品的特征, Bryan (1985)的研究揭示了艺术品在经济上具有耐用消费品和投资资产的双重属性。事实上,货币与艺术的结合,使艺术品逐渐演变为一种获利手段和投资工具。Goetzmann (1993)通过对艺术品市场的近 271 年的系统研究发现,在艺术与货币之间存在着一种非常基本的联系。

国外理论界之所以对艺术品的研究起步较早,其目的主要在于探求其作为一种资产的投资价值何在,而这离不开对艺术品市场金融属性的研究。然而,既有文献大都借助于传统金融市场理论来分析艺术品市场的金融属性,缺乏对艺术品市场特殊金融属性的成因分析,缺乏对艺术品市场活动的宏观动因和微观机制的考察,同时,没有将艺术作为文化与经济互动的重要领域纳入考量,从而缺乏对艺术影响经济活动和社会发展的整体性把握。

^{*} 朱澄,中国人民大学财政金融学院,博士研究生,中国人民大学中国艺术品金融研究所,研究员。本研究是中国人民大学中国艺术品金融研究所研究课题“艺术品金融化模式及金融创新研究”(RUC13CAFI003)的阶段性成果。作者感谢审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

^① 艺术品在 17 世纪被认为是服务于封建社会王公贵胄之腐朽奢靡生活的,是一种非生产性的资源浪费。进入 18 世纪,以曼德维尔(Mandeville)和格利安尼(Galiani)为代表的学者给予“艺术的功用”以更为积极和更具启示性的思考。随后,休谟(Hume, 1752)、杜尔哥(Turgot)等经济启蒙主义思想家已能认识到艺术对社会的积极影响,亚当·斯密更是对艺术和艺术市场进行了开创性的深入研究,他指出,社会的习俗和时尚形成了社会文化中的规则,这些规则引导和影响了人们对于“美”的判断。虽然,风云突变,艺术对人类社会的积极作用在边沁的“功利主义”思潮和“边际革命”之下被无情抹煞,然而,随着布卢姆茨伯里派(Bloomsbury Group)重拾 18 世纪启蒙运动的传统,凡勃伦(Veblen)在《有闲阶级论》中提出了“炫耀性消费”(conspicuous consumption)的概念,指出人们对艺术品的需求来自一种标榜自身地位、身份、品味和情趣的需求和欲望,凯恩斯等经济学家重新给予艺术以积极正确的定位。20 世纪中后期以来,人们开始将艺术品作为一种投资工具进行研究。

有鉴于此,本文的目的在于,阐明艺术品市场与传统资产市场的差别及成因,通过对既有文献的梳理和研究,总结和分析艺术品市场的金融属性,并在此基础上提出现有研究的不足以及未来研究的方向。本文余下部分的结构安排如下:第二节分析艺术品的属性和市场特性;第三节研究艺术品的价值评估和价格决定;第四节考察艺术品市场的信息效率;第五节介绍艺术品市场的风险收益特征;最后,第六节给出有关结论和研究展望。

二、艺术品市场金融属性之“源”

在许多方面,艺术品市场的发展其实就是一种特定商品交易的发展……李嘉图的一些原则指出,贸易竞争会鼓励发明创造,而产品的差异则会作用于艺术创新。

——詹姆斯·古德温(2010)

(一)艺术品的多重属性

Stein(1977)指出,艺术品是一种极为特殊的商品,具有多重属性,包括提供观赏服务的耐用消费品、带来金融增值的金融资产、供给弹性极低的商品、异质性商品、公共物品、投机性商品。Pesando(1993)指出,艺术品交易的不频繁性使得人们很难追溯同一件艺术品的历史价格信息。Frey and Eichenberger(1995)也指出,拥有艺术品的回报不仅包括期望的价格升值,同时也包括了一种拥有者心理上的收益(满足感),艺术品这种作为资产和消费品的双重属性是其在本质上区别于其他金融资产的重要特性。Mei and Moses(2002)强调了艺术品异质性和交易的不频繁性对艺术品市场风险收益特征的影响。Higgs and Worthington(2004)指出,艺术品通常具有很低的流动性、不可拆分性^①、交易成本高、决定销售和实际成交之间的间隔期较长等特点。McAndrew(2006)则认为,艺术品区别于其他金融资产在于其唯一性和低流动性。此外,艺术品是一种特殊的“奢侈品”,艺术品的消费与投资一直以来是富人的专利(Spaenjers,2010,2011)。Capgemini(2010)指出,人们对艺术品的追捧,正是因为所有奢侈品当中,艺术品比其他品类具有更大的升值潜力。当然,McCain(2006)也指出,艺术品是一种蕴含了艺术家智慧和思想的具有独特创造性的商品,对艺术品的消费要求消费者本身也具有一定的审美品位,这使得对艺术品价值的评估变得复杂^②。可见,艺术品的多重属性意味着,对不同人群而言它具有不同的“内涵”与“价值”,这实际上是艺术品市场“独特性”的内在成因。

(二)艺术品市场的特性

通常认为,艺术品的多重属性决定了艺术品市场具有如下显著特性:

1. 艺术品市场具有很强的分割性,这种分割性显然源自于艺术品的异质性(Candela et al., 2003)。McAndrew (2006)特别指出,艺术品市场具有极强的分割特性,目前全球的艺术市场可以分为 300 多个不同的子市场。

2. 艺术品市场是高度专业化的垄断性市场,信息效率较低。投资艺术品需要有很高的专业性,艺术品市场往往被少数一些大的拍卖商和经纪商所垄断,通常也只有很少的作品被充分销售(Higgs and Worthington, 2004)。较低的流动性以及市场中普遍存在的垄断性使得买卖双方的信息不对称,从而艺术品市场的信息问题突出,这意味着艺术品价格并不能充分反映所有全部信息^③。

^① 艺术品的不可拆分性(indivisibility)决定了财富有限的投资者无法投资于高端艺术品,从而使得艺术品市场的公众参与度较低,这影响了艺术品市场的效率。

^② 而事实上,品味作为一个特殊因素被纳入艺术品交易和市场中,使得艺术品的价值评估、价格决定以及艺术品市场中多了一些不可捉摸也无从控制的主观因素,人的心理和行为因素被完美地引入。

^③ 20 世纪波普艺术代表人物安迪·沃霍尔(Andy Warhol)将绘画作品比作股票,而将艺术经纪商比作股票经纪人,他认为投资艺术品需要掌握大量内部信息,这也说明了艺术品市场的信息效率很低、信息不对称程度较高(Goetzmann, 1995)。

Baumol(1986)的研究也指出,艺术品市场的信息公开性比股票等市场低得多。

3.艺术品市场的周期性十分明显。研究表明,艺术品市场的一个典型周期长度可以达到30~40年,这一方面是艺术品的低流动性决定的,另一方面是由与艺术品买卖相关的成本费用通常较高所引致的^①。

4.艺术品市场具有很强的“行为异象”。Frey and Eichenberger(1995)指出,在艺术品市场中,行为异象十分普遍,它使得市场行为系统性地偏离了冯·诺依曼—摩根斯坦的理性行为原理以及主观期望效用最大化的假设。王艺(2011)指出,艺术品市场中的参与者不符合“理性经济人”假设,这显然违背了商品市场的经济学基本假设。因此,对艺术品市场中价格、收益和风险的分析,将不得不考虑对传统微观金融理论进行必要的扩充。

5.艺术品市场中的投资回报不可确定和预估,艺术品的定价十分困难、主观因素较强。艺术品市场中的投资回报不仅包括金融收益,还包括心理上的回报(psychic return),或称之为精神享受,这显著区别于其他金融市场。此外,艺术品与股票、债券不同,持有艺术品并没有可预期的未来现金流,也无法找到与该艺术品相近的风险资产来确定折现率,从而也就无从通过准确的金融模型来为艺术品定价(Baumol,1986)。而且,艺术品定价对专家评估意见有着较高的依赖性,定价中的主观性较强。

6.艺术品市场具有较高的交易成本。艺术品市场的淡静(thin)特征、信息不对称、以及运输、保管、保险、税收等因素,都推高了艺术品的交易成本。

虽然如此,艺术品市场仍然具有一般市场的基本特征,这使得大多数对市场规律的理论分析依然能够奏效(Velthuis,2003)。正如所有市场活动一样,艺术品市场中的供求买卖、价格决定以及风险收益特征,都是由市场中的微观行为主体的选择行为所决定的,因此,对艺术品市场的市场结构分析以及交易主体的微观行为分析,对于深入理解艺术品市场中的一般性规律具有重要价值^②。

三、艺术品市场金融属性的“载体”:价值与价格

如果我们不能精确地对艺术和文化产品下定义的话,那么艺术产业或者文化可持续性发展的相关问题将无法被正确地理解,从而也就无从解决和缓解。

——麦克凯恩

艺术品曾被一些艺术史学家和文化学者认为具有“无价格”、“不可比”、“价值无从度量”等特性(Velthuis,2003),而对艺术品属性和市场特性的分析说明,艺术品的价值评估与价格决定因素分析是可行的,只不过与一般商品和资产颇为不同。

(一)艺术品“价值几何”

对艺术品价值的著述颇丰,其共同观点在于“艺术品具有多重价值”(McCain,2006),是“多样

① 特别地,艺术品的二级市场与股票市场大为不同,高水平艺术作品供给的突然性上升往往是由于知名艺术家的“3Ds”(divorce, death, debt)效应,这也使得艺术品价格会随供给的突然增加而显著上升。艺术品市场的长周期性显然主要源自于艺术品供给的极低弹性,从这个意义上讲,艺术品市场是供方市场(supply-driven market)。

② 事实上,在系统中,结构会显著影响功能,微观主体的行为也会对集体行为和结果产生复杂的甚至意想不到的效果。Bates and Constance(1983)的研究指出了艺术品市场的经济结构对于艺术品市场表现的影响。Baumol(1986)深入分析了不同类型的行为人对艺术品市场效率以及艺术品投资收益率的影响。Frey and Eichenberger(1995)也指出,对于艺术品投资回报的研究中往往忽视了艺术品市场中不同类型行为人的行为的影响,研究指出,艺术品市场中的诸多异象都与行为人的构成与行为本身有关,个人收藏者不全为“利”而投资艺术品,机构和企业投资艺术品往往是管理层并非出于利润和回报的决策,此外,博物馆、投机者的行为也都各有特点,这些行为主体的构成比例会显著影响艺术品市场的表现。

性”的统一(Nozick,1981),且其价值不具有可加性和可分性(Throsby,2001)^①。从经济学的视角来看,任何物品成为商品都是因为其能够满足人们一定的需求。然而,艺术品似乎并不能满足人们的某些实际需求,或者艺术品并不存在能够在满足某些特定需求方面与之相竞争的其他商品作为对手,这是艺术品区别于其他人类活动所生产的产品之根本所在(Reinach,1924)。正因如此,经济学家们试图在艺术品审美价值的基础上扩展艺术品的有用性,于是,两个重要扩展应运而生——发展价值(development value)^②与活动价值(activity value)^③——艺术品被看作是“中间产品”而非最终消费品,被看作是能够通过其对智力、技术、偏好等的刺激和推进作用而引致其他社会与经济需求进而推动社会与经济发展的商品(Grefe,2002)。

一般意义上,当进行艺术品投资的价值分析时,通常是指艺术品的经济价值。只有辨清艺术品的艺术价值与经济价值,才能真正意义上把握艺术品作为一种特殊商品的价值所在(陈敏,2006)。McAndrew(2006)指出,对艺术品市场中的价值研究必须采用一系列“二分”的观点与方法——即客观评估与主观评估、理性因素分析和非理性因素分析、定量因素考量与定性因素考察。

(二)艺术品的价格决定

虽然 Baumol(1986)指出,艺术品市场的特性使得其均衡机制会表现得相对脆弱和无力,然而,Velthuis(2003)引用马歇尔(Marshall,1890)对价格的描述和定义,指出艺术品的价格同样遵循经济理论中对商品价格的定义,它反映了市场中供求达到均衡的状态,反映了人们为艺术品所愿意支付的费用。文化经济学家们也通过研究表明了艺术市场中的参与者(艺术家、收藏者、交易商等^④)的经济行为与其他商品市场无异。Heilbrun and Gray(1993)指出,艺术品价格终归是由对艺术品的需求与供给所共同决定的^⑤。

既然艺术品市场的供给在短期是“近似”不变的^⑥,那么,对艺术品价格的分析就要聚焦于需求。通常而言,有四个因素决定了市场对艺术品的需求,分别是收入、品味、价格以及替代品的可得性、投资回报(预期)^⑦。不过,艺术品价格中既包括了金融价值(financial value),也包括了主观价值(subjective value),这使得要明确地辨清究竟哪些因素决定了价格以及各个因素的作用大小,是非常困难的,从而,必须区分决定艺术品价格的客观因素(objective determinants)与主观因素(subjective determinants)。已有文献对艺术品价格的决定因素进行了大量研究,并将影响艺术品价格的主要客观因素归纳为艺术家、艺术作品、销售特性(环境)和外部经济环境(Rengers and Velthuis,2002^⑧;

① McCain(2006)将艺术品的价值概括为内在价值、文化价值和经济价值。Hutter and Shusterman(2006)从美学的角度来分析,艺术品价值表现为其所蕴涵的艺术价值。更一般地,广义的艺术价值涉及十种形式的价值,包括道德与宗教的教化价值、情感与感受的表达价值、公共交流价值、社会与政治价值、认同价值、经验价值、形式与设计价值、技巧价值、历史价值、艺术崇拜价值,而艺术品用货币形式来衡量的经济价值的高低则取决于上述各种价值在一件艺术品中的结合与表现情况。

② 艺术品的发展价值在经济上被定义为以下四个方面:(1)艺术对创意产业的促进作用;(2)艺术能够为其他产业和经济部门的创建新的质量标准;(3)艺术生产是一种企业内新的管理人际关系的方法;(4)艺术的使用使得消费更具吸引力。此外,艺术的发展价值还体现在其社会层面和地域层面。

③ 艺术品的活动价值是指艺术能够促进与博物馆、文化节、餐饮、保险等相关的经济活动。

④ 具体而言,艺术市场中的参与者主要包括私人收藏者、企业收藏者、投机交易者、公共博物馆、私人博物馆、画廊与艺术交易商、拍卖行、艺术评论家、画家(Gawrisch,2008)。

⑤ Heilbrun and Gray(1993)在本书中写道:“as is the case in any other market, the resulting price reflects the operation of the forces of supply and demand”(第169页)。

⑥ 当然,艺术品的供给在长期显然是可变的(虽然没有其他商品那样可以更加富于弹性地变化),王艺(2011)将影响艺术品供给的因素概括为艺术品自身价格、相关艺术品的价格、艺术家的创作周期、提供者对未来的预期以及政府的政策五个方面。

⑦ Goetzmann(1993)指出,投资者财富和艺术品味是决定艺术品需求的两大核心因素,艺术品审美价值的主观性使得对艺术品价格唯一的限制和约束就是那些想要购买艺术品的收藏者的财富水平,而这显然构建了股票、债券等传统金融资产视角影响艺术品价格升值的投资者“财富效应”渠道。

⑧ Rengers and Velthuis(2002)研究的不同之处在于他是以艺术品的一级市场为研究对象,所以在价格决定的因素分析中,销售的影响因素被界定为与画廊的艺术品交易相关的信息。

Higgs and Worthington, 2005; McAndrew, 2006; Gawrisch, 2008 等)。在实证方面,通常是运用特征价格回归方法来确定各种因素对艺术品价格的具体影响(系数的正负)和显著性(对客观影响因素的一个详细总结见表 1)。

表 1 影响艺术品价格的客观因素

影响因素	细分因素	解释说明
艺术家	艺术家姓名 (它包含了艺术家的声誉、历史地位、在市场中的作用等因素)	通常而言,艺术家的姓名构成其作品主要价值的内在驱动之一,知名艺术家的作品通常被赋以较高的价值 ^① 。
	艺术家生存状态	艺术家在拍卖时的生存状态对艺术品价格的影响是不确定的:一方面,已故艺术家的作品供给将不再增加,这对价格有向上的推动作用;另一方面,已故艺术家的作品无法随着市场品味的变化进行调整,因此也有可能会因此而不再受到追捧,价格会迅速下降。
	艺术家国籍	不同国籍的艺术家,受到本国的历史、文化、宗教信仰等的影响,其作品所表现出来的艺术风格和民族特色会有较大差异,这会显著影响艺术品价格 ^② 。
艺术作品	作品尺寸	作品的尺寸会影响购买者和观赏者的满足感,通常而言,随着作品尺寸的变大,人们会对其持有更高的心理满足感的预期。然而,太大的作品通常会不易展出和拜访,因此也会产生负面影响。其结果是,随着作品尺寸(面积)的增大,作品价格的边际上涨率会下降 ^③ 。
	作品介质	通常而言,作品创作所使用的介质决定了艺术作品的质量和耐久性,而且艺术家在不同介质上创作的难度也不同 ^④ 。
	作品质量	艺术品质量代表的是艺术品的创造性和权威性,是影响艺术品价格的重要因素 ^⑤ 。
	作品时期	艺术家在不同创作时期的作品,其水准、风格、艺术追求、审美情趣和意境等方面会有明显差异,这会体现在该时期的艺术作品上,此因素在市场上会对艺术品的价格产生较为显著的影响 ^⑥ 。
	作品主题	不同的购买者对不同的主题有不同的偏好。
	作品风格	不同的购买者对不同的风格有不同的偏好。
	作品保存状况	作品保存状况显然会影响艺术品的收藏价值、吸引力、流动性乃至交易成本等。
	作品出处(渊源)	艺术品作品的出处能够很好地反映该艺术品在过去的收藏流转情况,能够很好地体现出该作品所内涵的社会与历史价值 ^⑦ 。中国艺术品市场中,人们一直以来非常重视作品的“流传有序”。

① 参见 Gawrisch(2008)。
② Calin Valsan 对 20 世纪后期的 10 年时间内的美国和加拿大画家的拍卖数据进行研究,发现了艺术家国籍对作品价格的显著影响,参见 Valsan(2002)。
③ 参见 Gawrisch(2008)以及 Agnello and Pierce(1996)。
④ 参见 Higgs and Worthington(2005)。
⑤ 参见 Lazarro(2006)。
⑥ 通常,某一艺术家在特定时期所创作的艺术作品会有鲜明的特点,而且不同时期作品会形成对艺术家整个艺术生涯的清晰描述。然而,从直觉和实践上易于判断,作品时期因素显然会与作品风格、作品主题、艺术家姓名等因素有明显的相关关系,因此在确定艺术品价格决定因素的研究和艺术品价格的特征模型构建中,需要确定哪个因素更具代表性以及具有更高的显著性。
⑦ 参见 McCain(2006)。

影响因素	细分因素	解释说明
销售特性 与环境	作品签名	作品上的签名可以证明作品的真伪以及作品持有者与艺术家之间的关系,人们总是愿意购买那些“加上商标的”艺术作品 ^① 。
	销售地(拍卖地)	相同的艺术品在不同地点拍卖会有十分不同的价格表现,“一价定律”在艺术品市场中并不必然存在,地点是重要的 ^② 。
	拍卖行	通常而言,水平较高的艺术品更多地会在好的拍卖行进行拍卖,其拍卖价格也会较高 ^③ 。
	拍卖时机的选择	艺术品不是连续交易的,通常只在春季和秋季进行拍卖,因此,选择艺术品进行拍卖的时机就非常重要。
	是否重复销售	重复销售的作品通常更具收藏与投资价值,同时,重复销售无疑也增加了作品的可信度,降低了投资于该作品的风险。
外部经济环境	作品是否出现在拍卖录	拍卖录中的作品通常会更具吸引力
	宏观经济趋势	艺术品是一种奢侈品,这决定了其需求在相当大的程度上取决于人们的收入,而收入又必然与外部的经济条件和趋势相联系,包括与股票等市场的联动关系。传统金融市场的财富效应会使得艺术品市场价格的滞后项与其他金融市场价格走势出现一定的联动现象 ^④ 。
	居民收入和财富水平	艺术品需求具有很高的收入弹性,这源于其奢侈品的性质,居民收入和财富水平会显著影响艺术品的需求和价格 ^{⑤⑥} 。
	税收结构与政策	税收一方面是艺术品交易成本的重要组成部分,另一方面税收也是影响居民财富水平和企业投融资行为的重要因素(例如,艺术品在很多情况下是因为税收抵扣的目的而被购买和捐献给博物馆的;又比如税收的意外变化会给投机者提供机会,艺术市场中投机者数量的上升会使得艺术市场的投资收益率接近其他金融市场) ^⑦ 。
	艺术市场的全球化	经济全球化推动了文化与艺术国际交流活动的日益频繁,在艺术市场领域,拍卖行的跨国经营、艺术品金融化的发展、投资者的跨市场选择、品位的全球化、艺术品市场的套利行为与汇率等因素,势必影响艺术品的价格以及相关的风险收益特征 ^⑧ 。

① 参见 Renneboog and Van Houtte(2002)。

② 参见 Pesando(1993)。

③ 参见 De La Barre 等(1994)。

④ 参见 Stein(1973,1977)、Bryan(1985)、Singer(1990)、Chanel(1995)。

⑤ 参见 Goetzmann(1993)、Chanel(1995)、Capgemini(2008)、Spaenjers(2011)。

⑥ 事实上,官员的俸禄一直都是中国古代书画作品价格的较为重要的决定因素——相关内容可参见彭信威:《中国货币史》,上海人民出版社,2007年版。

⑦ 参见 Frey and Eichenberger(1995)、McAndrew(2006)、Breus(2010)。

⑧ 这一部分内容是目前有关艺术品市场和金融问题的文献研究所欠缺的。

然而,即便我们获得了投资于某件艺术品的全部信息,在参考了各方的专业意见后,得出了此件艺术品的保留价格(reserve price)^①或公允价值的区间,我们仍然无法保证最终的拍卖成交价格会落于此区间内。实际销售价格与公允价值的差额部分,来自于非理性溢价,它取决于卖方或中间人意欲推动情绪化投资的动机以及造势并提高作品吸引力的技巧和能力。研究表明,艺术品价格中的确包含了无法被解释的溢价,并且溢价来源于购买艺术品过程中情感的、主观的以及非理性的因素,更为特殊的是,艺术品价格中的主观性溢价是因时而异、因购买者而异、因作品而异的(McAndrew, 2006)^②。据李万康(2012)的研究,我国古代绘画价格的一个重要决定因素是“好尚”,它体现了品味对艺术品需求与价格的主观性影响。而且,中国历史上曾出现过很多著名的艺术圈子,这些艺术圈在很大程度上影响着其各自时代的审美、品味和风格(李铸晋, 2013)。品味决定了艺术作品带给购买者的心理回报,也决定了对不同类型和风格艺术品的追捧程度,在艺术市场全球化的趋势下,对不同地域国家艺术品味的形成与变化的研究不可或缺。另一种主观因素来自所谓的“参考价格效应”(reference price effects),即一件艺术作品的历史成交价格将不可避免地成为该作品在下一次拍卖时的参考价格(或起拍价),因而曾经拍出高价的艺术品通常会在未来仍然拍出高价。事实上,这是一种“锚定效应”(anchoring effects)^③,指代不相关信息对结果产生影响(Tversky and Kahneman, 1982)。研究表明,艺术品市场中存在着显著的锚定效应,在很多情形下,不仅是历史成交价,拍卖预估价也会被看作是拍卖价格的重要参考(Beggs and Graddy, 2009)^④。此外,艺术品市场中的参与者因为其主观性,加之艺术品市场中广泛存在的信息不完美和非对称性,形成了很多买家对专业人士评估的过度依赖,这催生了艺术品价格形成过程中的种种异象,并且这些异象具有较强的持续性(Bauwens and Ginsburgh, 2000; Czujack and Martins, 2004; 王艺, 2011等)。因此,专家意见对艺术品价格的影响也是不容忽视的^⑤。

由此可见,前文所提到的“二分”观点是必要的:艺术品的估值和定价,需要艺术品金融化来推动艺术品向投资品的“华丽变身”,正如 Stein (1977)所指出的那样,非金融收益的存在使得在对艺术品进行定价分析时要求对传统的资产定价等模型进行扩展。同时,艺术品定价过程中的诸多主观因素也将不可避免,它赋予艺术品以迷人的“魅力”^⑥。

四、艺术品市场中的信息与效率

艺术品拍卖为艺术作品的价值评估提供了关键性信息,同时,它也为我国业已建立的微观行

① 通常,卖方所设定的保留价格要低于拍卖行或专家估价的下限,并且通常设为估价下限的 70%左右。

② 1990 年,梵高(Van Gogh)的一幅肖像作品《加谢医生的肖像》(Portrait of Dr. Gachet)在纽约克里斯蒂拍出 7500 万美元的高价,购买者是来自日本的纸业大亨,这个价格即便在今天也仍然算得上全球价格最高的作品之一。通常而言,天价艺术品的升值潜力非常小,因为该作品再次被销售的可能性很小(至少在短期内),除非再次遇到另一位“非理性”的投资者。

③ 锚定效应的关键特征是,人们会受到过往估计的影响,在涉及未来的预期中,会过多地关注过往的估计,并不自觉地将过往的估计作为未来估计的初始估计值,这实际上是一种心理偏差,但同时也反映了人们对自身或他人(通常是专家)所掌握的专业知识和信息的信任。

④ Beggs and Graddy (2009)基于历史价格数据利用特征价格法建立了艺术品价格的回归模型,各种可观测的特征因素出现在模型中,依此建立的价格指数反映了需求的变化,而那些不可观测的质量的因素得以被控制。随后,再利用业已得出的特征模型对当期的销售价格进行回归,从而,当期实际销售价格与预测值之间的差距,就是锚定效应的影响。

⑤ 从这个意义上讲,艺术品定价领域的专家意见对于艺术品市场中价格形成的机制以及价格的可信度具有重要影响,对于中国艺术品市场而言,目前专家个人“信誉”的缺失以及真正专业、权威评估机构的缺乏,在一定程度上是艺术品市场价格乱象的始作俑者。

⑥ 本文的重点不是探讨艺术品定价的具体理论和实践,对艺术品定价理论的研究颇多,此处不做展开。但本文的内容恰恰是艺术品定价的基础。

为人战略选择行为的经济模型提供了不可或缺的检验机会和完善启示。

——阿申菲尔特·格雷迪

根据 Stein (1977),既然艺术品作为一种金融资产,那么对艺术品市场有效性的研究就有足够的理由延续一般金融市场有效性的分析思路和方法。如果艺术品市场是有效的,那么市场中的所有信息将能够很快地反映在艺术品的价格中。然而,从直观上,艺术品市场的套利行为通常是被限制的,卖空是不可能的,艺术品的供给在短期是缺乏弹性的,信息不对称现象很普遍,艺术品市场中存在着远比一般金融市场中更多的行为异象,这使得我们有理由在第一感觉上质疑艺术品市场的有效性。

事实上,已有不少学者从实证的角度对艺术品市场的有效性进行了检验,其结果大都发现了艺术品市场中收益的自相关性,并且,艺术品市场至少在很大程度上其收益具有可预测性,显然,艺术品市场中的价格并非一个随机游走过程^①。Candela and Scorcu(2001)指出,艺术品二级市场对于拍卖市场数据有很强的依赖性,人们往往需要根据以往的拍卖数据来预测艺术品价格和市场走势,这意味着非有效性。Ashenfelter and Graddy(2003)指出,拍卖人的估价通常十分准确并且是对市场价格的很好的预测,这也无疑说明艺术品市场是非有效的。更进一步地,艺术品市场并不遵循“一价定律”(law of one price),相近的艺术品在不同的地点拍卖会有不同的价格(Pesando, 1993; Mei and Moses, 2002)。而且,艺术品市场具有一定的“杰作效应”(masterpiece effects),即投资杰作往往具有较低的风险和较高的流动性(Mei and Moses, 2002),唯一值得争论的是,投资杰作是否会有更高的回报。Pesando(1993)和 Mei and Moses(2002)认为投资杰作不会产生超额回报;Ashenfelter and Graddy(2003)的研究表明,投资杰作是否产生超额回报与时期、画派有关;Agnello(2006)发现高端作品的收益率更高,且并未伴随高风险;Campos and Barbosa(2008)研究了拉丁美洲作品在美国纽约苏富比进行拍卖的情况,发现杰作效应并不明显;Renneboog and Spaenjers(2012)则构建了投资杰作策略(masterpiece strategy),并发现该策略具有比其他策略更高的收益。David 等(2013)在 Renneboog and Spaenjers(2013)所构建的新价格指数的基础上,对艺术品收益的序列相关性进行检验。结果显示,艺术品的收益具有很强的正的自相关性,艺术品市场是非有效的,因为艺术品价格的形成是不透明的,外部人缺乏(很难获得足够的)待拍艺术品的信息。略有不同地,Erdös and Ormos(2010)研究了过去 134 年美国艺术品拍卖市场的数据,发现在第二次世界大战后,美国艺术品市场呈现出弱有效的现象,并将其原因归结于艺术品市场中的制度变迁。Ballesteros(2011)的研究发现,艺术品市场的行为是可以部分被预测的,这既不是完全的可预测性,也不是完全的随机游走。艺术品与债券的相关性很低,但是与黄金、石油、天然气以及 GDP 的相关性较强。因此,艺术品可以作为债券投资的对冲资产。最终的结果是,并不能完全放弃“艺术品市场是有效的”这种说法。

很显然,较之其他资产市场,艺术品市场的信息效率较低。对艺术品市场有效性的检验,其根本目的在于找出削弱其有效性的原因,并探求改进和完善的机制。Frey and Eichenberger(1995)认为,市场的微观结构以及微观主体的心理因素是艺术品市场非有效性的根源。Goetzmann(1995)指出,艺术品市场的流动性较低,较低的流动性影响并同时受到艺术品市场中的信息通过各微观主体进行传递的机制的制约。Candela 等(2003)指出,收藏者往往专于某类艺术品或艺术家的投资,分散程度低,这也会制约信息的传递。David 等(2013)则认为,拍卖市场的作用机制(卖方秘密设定的保留价)导致价格形成的不透明,有关信息因此被“截断”^②,从而无法被很好地扩散和传播,进而

① Frey and Eichenberger(1995)认为,由于数据上的限制,对艺术品市场有效性的精确检验是不可能的。

② 事实上,卖方可以自行设定心理上的保留价格,即最低交易价格,这是一种近乎垄断的行为。而拍卖的落槌价则没有上限,因此,市场中观测到的价格是向上偏误的,这可以较好地解释为什么艺术品的收益具有正的自相关性。从而,以拍卖价格为基础来给出对外来价格的无偏估计是不可能的。

引致市场的非有效性^①。Ashenfelter and Graddy(2011)也认为,保留价格的存在,使得至少有一部分拍品流拍,正因如此,艺术品的成交率^②形成了市场中的数量信号,并且其研究结果表明,艺术品市场中的“价格冲击”(price shocks)与成交率有很强的相关性,由于成交率可以很好地预示市场的总体变化趋势,因而便成为艺术品市场的各方观察者所关注的对象。研究表明,流动性的提高、拍卖录中更多的信息展示、艺术品市场的全球化、有关艺术品交易的更多的金融选择、拍卖市场更高的参与度等,都能够——由于促进了信息的传递——改善艺术品市场的效率(Louargand and McDaniel, 1991; Ashenfelter and Graddy, 2003)。

显然,要将成熟金融工具应用在艺术品市场中,存在一定的困难(Higgs and Worthington, 2004),然而,艺术品的金融化正是这样一种趋势,它使得艺术品逐渐演变成一种接近标准化的金融资产,人们能够以艺术品为标的进行抵押、融资、投资、保险等金融活动。此外,Goetzmann(1993)指出,交易商市场与拍卖市场不同,其主要目的是在艺术作品(往往是需求并不大的作品)与特定的收藏者之间进行匹配,因此,很多需求并不大的艺术品在交易商市场中得以销售。而这些相对冷门的艺术品的交易价格信息则是在拍卖市场中无法获得的,这说明,对艺术品一级市场的关注研究是必要的。

五、艺术品市场的风险收益特征

艺术金融是国际金融理论与实践中的一个飞速发展的领域。虽然对艺术品的直接投资对我们而言并不陌生,但是运用结构化的方案来间接地投资于艺术品意味着艺术品正在被认为是一种可供选择的资产类型。

——A. J. 坎贝尔

(一) 艺术品价格指数:判断风险收益特征的基础

艺术品作为投资品的价值体现在其价格变化和风险收益特征之上,而对艺术品市场价格水平和变化趋势的度量则构成艺术品风险收益特征分析的基础。

如前文所述,艺术品的异质性和交易的不频繁性是其作为投资品区别于其他传统金融资产的两大特性。同时,这也是人们投资艺术品时颇感困惑的两大问题——它使得对艺术品的金融表现的衡量难于量化和精确(Ginsburgh et al., 2006),而突破此问题的关键在于对艺术品一般价格水平变化的度量(Stein, 1977)。于是,一个自然的想法就是利用价格指数来反映艺术品市场一般价格水平的变化,进而对其风险收益特征进行考察。艺术品价格指数的构建方法主要包括代表作法、平均价格法、重复销售法、特征价格法以及混合模型法,对此的研究可见于 Mark and Goldberg(1984)、Engle 等(1985)、Candela and Scorcu(2001)、Candela 等(2003)、Ginsburgh 等(2006)、陆霄虹(2012)等文献^③。客观地讲,不同的指数编制方法各具其比较优势和适用条件,然而,对不同指数之间的系统比较却乏善可陈。大多数研究要么专心于不断改善模型的形式和指数的计算方法(如增加变量、提高模型的复杂度、尝试不同的加权方式等),要么致力于对不同方法之间进行两两比较或同一方法的不同模型和算法的比较(Mark and Goldberg, 1984; Case, 1986; Case and Shiller, 1987; Goetzmann,

① 具体地,拍卖机制本身并不会带来价格的扭曲,实际上,这种扭曲来自于那些未被报告的被遗漏的销售信息以及未被披露的保留价格,这给了艺术品拍卖市场中的内部人(尤其是拍卖经理人)以巨大的信息优势。而本质上,保留价格的设定是因为卖方对市场定价机制并不信任,而保留价格的设定又会进一步加强市场的非有效性——这显然是一种恶性循环。

② 此处的成交率为实际发生换手的艺术品数量与全部上拍艺术品总量的比例。

③ 构建艺术品价格指数的方法绝不仅上述的四种(如代表作法以及采用不同的加权方法等),对此的研究可见于 Mark and Goldberg(1984)、Engle 等(1985)、Candela and Scorcu(2001)、Candela 等(2002)、Ginsburgh 等(2006)等的研究与综述文献。

1992; Meese and Wallace, 1997; Chanel et al., 1993, 1996; Biey and Zanola, 2003等)。Ginsburgh 等(2006)运用 Monte-Carlo 模拟系统比较了特征价格法与重复销售法所构建的指数与艺术品真实回报之间的拟合度。在国内,尚无对不同方法进行细致比较的文献,而且,比较的结果对不同的艺术品市场以及在不同数据可得性的情况下很可能具有差异。比较分析的目的在于清楚地把握各种指数的优点、不足以及适用条件,以利于在不同时期依据不同情况选择最合适的指数。这将是未来艺术品价格指数研究领域颇有价值的研究方向。为此,表 2 给出了一个对各种艺术品价格指数的比较。

(二)风险与收益分析

艺术品价格的波动性与其收益的可预测性密切相关;艺术品价格与其他金融市场价格趋势的关系,决定了艺术品是否能够作为一种风险分散化工具被纳入到投资组合中;艺术品收益与其他金融资产收益的相对大小关系,决定了艺术品相对于其他资产的投资吸引力——以上三个方面共同构成有关艺术品风险与收益的分析内容。

就艺术品的风险而言,它包括持有艺术品的金融风险、物理风险和流动性风险等。通常地,研究中主要关注的是艺术品的金融风险(亦称价格风险),即艺术品价格在未来表现在货币上的价值变化或以特定价格出售艺术品的不确定性(McAndrew, 2006)。对于艺术品价格风险的度量不同于其他资产,这是由于,拍卖行通常会在艺术品拍卖前给出一个售前预估价格(presale estimates)的区间,卖方则会以此区间的下限为基础设定自己的心理价位(保留价格),然而,拍品的最终成交价

表 2 构建艺术品价格指数主要方法比较

价格指数	构建思想	优点	缺点	适用范围	样本数据量	研究文献
代表 作法	根据某项标准 来选择最具代 表性的作品, 以这些作品的 平均价格作为 指数。	直观、简单	对艺术品进行分类 以及选择代表作时, 具有随意性,不适于 作为定价的一般方 法。	无限制	能够代表全 市场的代表 作的所有拍 卖数据 ★★★★	Stein(1977) Candela and Scorcu(1997)
平均 价格法	利用市场中全 部艺术品的平 均价格或价格 的中位数来作 为指数。	直观、简单	①不考虑艺术作品 之间质量的差异以 及艺术品质量随时 间的变化。 ②容易出现艺术品 价格变动趋势被过 分夸大的情况,从而 人为地造成艺术品 价格的过度波动。 ③无法区分指数的 变化到底是源于实 际价格水平的变化, 还是仅因为销售了 不同质量的一组艺 术品(此时价格水平 未变)。	①被评估的艺 术家作品的平 均质量保持恒 定不变时。 ②仅关注于范 围很窄的一部 分艺术品时。	全市场的拍 卖数据 ★★★★★	Candela and Scorcu(1997) Candela, Figini and Scorcu(2003)

续表 2

价格指数	构建思想	优 点	缺 点	适用范围	样本数据量	研究文献
重复 销售法	艺术品具有 异质性,不同 艺术品因不 同的因素而表 现出其区别 于其他艺术 品的唯一性, 为使得价格 变化和收益率 度量具有可 比性,该方法 仅考虑那些 进行过重复 销售的作品, 因为同一件 作品自身具 有价格和收 益的可比性。	①利用重复 销售法构建 的指数本身 就是艺术品 价格的变化, 投资回报率 直接可得,这 也是该方法 最大的优点。 ②该方法很 好地避免了 特征价格法 中的模型设 定与变量选 择问题。	①样本数据量过小, 信息损失严重,数据 代表性差。 ②样本在统计上具 有非随机性质,且离 群值的影响较大。 ③无法捕捉艺术品 在两次销售之间的 (艺术品本身或与销 售相关的)特征的变 化。 ④新样本数据的加 入会带来修正波动。 ⑤在艺术市场全球 化的趋势下,对于两 次拍卖地不同、交易货 币不同的情形,其处 理显然会十分复杂。	①具有大量复 制品的收藏品 (如照片、旧书 等)。 ②分析研究的 时间段较长(至 少 30 年以上)。 ③研究热门艺 术家作品的投 资收益率。	具有重复销 售记录的拍 卖数据 (只 关心与作品 出处有关的 信息) ★	Bailey 等 (1963) Anderson(1974) Baumol(1986) Ashenfelter (1989) Goetzmann(1992, 1993) Pesando(1993) Chanel 等 (1996) Mei and Moses (2002) Graddy 等 (2010) Grimes and Young(2010)
标准模型形式: $p_{it} = \sum_{k=1}^m \alpha_k v_{ikt} + \sum_{\tau=1}^T \delta_{\tau} c_{i\tau t} + \varepsilon_{it}$ $p_{is} - p_{it} = (\delta_s c_{is} - \delta_t c_{it}) + (\varepsilon_{is} - \varepsilon_{it})$ $(\delta_s c_{is} - \delta_t c_{it}) + \eta_t$ 回报率计算: $\ln r_i = p_{is} - p_{it}$ 或 $r_i = \exp(p_{is}) / \exp(p_{it})$ 价格指数计算: $RSPI_t = \exp \hat{\delta}_t / \exp \hat{\delta}_0$						
特征 价格法	艺术品具有 异质性,其质 量是由一系 列不同的属 性和特征所 综合决定的,而 每个属性和 特征都会给 消费者带来 效用(愉悦)。而 能够通过 艺术品的特 征价格可以 表示为一系 列影响艺术 品质量的物 质的与非物 质的特征的 隐含价格。	①能够充分 解决艺术品 的异质性问题, 并分解出 影响艺术品 价格的特征 因素,系数估 计值的经济 意义直观,因 而能够通过 分离出特征 因素的影响 而获得完全 由市场供求 决定的价格 影响。 ②能够利用 所有拍卖数	①模型形式设定和 变量选择具有经验 性,设定偏误的问题 比较严重。 ②假设在不同时期 或不同情况下,模型 形式和变量选择都 不变,这与实际情况 是不相符的。 ③统计上可能存在 异方差性和多重共 线性的问题。 ④新样本数据的加 入会带来修正波动。		全市场的几 乎全部拍卖 数据 ★★★★☆	*Waugh(1928) *Griliches(1961) *Lancaster(1966) *Rosen(1974) Anderson(1974) Ashenfelter(1989) Frey and Pommerehne(1989) Buelens and Ginsburgh(1993) Mok 等(1993) De la Barre 等 (1994) Chanel (1995) Ginsburgh and Jeanfils(1995) Agnello and Pierce (1996)

续表 2

价格 指数	构建思想	优 点	缺 点	适用 范围	样本 数据量	研究文献
		据进行回归,避免了 重复销售法因数据 选择而带来的信息 损失。 ③可以用来预测艺 术品价格(区间)。				Chanel 等 (1996) Czujack (1997) Renneboog and Van Houtte (2002) Hodgson and Vorkink (2003) Higgs and Worthington (2005) Ginsburgh 等 (2006) Worthington and Higgs (2006) Kraeussl and Roelofs (2008) Kraeussl and Elsland (2008) Renneboog and Spaenjers (2009)

标准模型形式: $p_u = \sum_{k=1}^m \alpha_k v_{ik} + \sum_{\tau=0}^T \sum_{j=1}^n \theta_{j\tau} w_{ij\tau} + \sum_{\tau=0}^T \delta_{\tau} D_{i\tau} + \varepsilon_u$

回报率计算: $\ln r_t = \hat{\delta}_t - \hat{\delta}_{t-1}$ 或 $r_t = \exp(\hat{\delta}_t) / \exp(\hat{\delta}_{t-1})$

价格指数计算: $HPI_t = \exp \hat{\delta}_t / \exp \hat{\delta}_0$

混合 指数法	结合特征价格法 与重复销售法的 各自的信息和优 点,对于交易不 频繁的艺术品市 场而言,将特征 价格法引入到重 复销售模型中, 能够对那些仅仅 出现一次交易的 艺术品对价格的 影响给出更为精 确的估计。	①信息损失很小,能 够同时获得特征价 格法中的特征因素 信息(表现为序列相 关性)以及重复销售 法中的信息(表现为 同一作品的价格上升 或下降)。 ②各系数估计值具 有更小的标准差。 ③能够比其他方法 更加精确地计算出 价格指数。 ^b	①特征价格法中的函数 形式与特征变量选择的 问题也同时被带入。 ②仍然无法避免仅依靠 可得的拍卖数据进行估 计所带来的偏误。 ③模型形势较为复杂,虚 拟变量数量过多。 ④不适用于具有大量定 性特征因素的绘画作品 的价格分析。一个重要 原因在于这些定性特征 因素通常是时变的。	★★ ★★ ★	*Palmquist (1982) *Case and Quigley (1991) *Carter Hill 等 (1997) Biey and Zanola (2003, 2005)
-----------	---	--	---	---------------	---

注:a.此处仅指一般意义上的平均价格指数,即采用算术平均和几何平均来计算的平均价格,而非 Candela, Figini and Scorcu (2003)中所给出的经过质量调整的平均价格方法。b.参见 Biey and Zanola (2003)。c.此表根据国内外相关研究文献总结而成,其中既包括综述性的文献,也包括理论研究以及实证分析的相关文献。d.“研究文献”一栏列出了与对应方法相关的具体文献,其中带“*”的,为该方法的奠基性文献,通常为针对房地产、汽车等行业的理论与实证研究。e.“样本数据量”一栏给出了各种方法所使用的样本数据量的大小,全市场的拍卖数据设定为“★★★★★”,“☆”意为略少于“★”。

格却很可能落在预估价格区间之外,那么,艺术品最终的成交价格与预估价格区间的偏离程度或者艺术品最终的成交价格与该艺术品所被期望达到的成交价格的偏离程度就度量了艺术品的价格风险。由于拍卖价格是无上界的,其风险主要来自于拍卖价格低于预估价下界的情况,则价格风险可以表示为: $p = \Pr(P_{\text{real}} < P_{\text{inf}})$,其中, $[P_{\text{inf}}, P_{\text{sup}}]$ 为预估价格区间, P_{real} 为成交价。很多学者(Milgrom and Weber, 1982; Ashenfelter, 1989; McAndrew et al., 2009)研究了利用预估价格来度量艺术品的价格下行风险的偏误问题,因而,McAndrew and Thompson(2007)提出可以利用落槌估价比(hammer ratio)来度量艺术品价格的下行风险^①,即: $H = P_{\text{real}}/M$, $M = (P_{\text{inf}} \times P_{\text{sup}})^{1/2}$ 为估价区间上下界的几何平均。不难证明,HR 具有对数正态分布的特征,我们关心的仅是 $HR < 1$ 的情况。

事实上,在经济全球化的推动下,艺术品市场的全球化趋势日趋明显,艺术品的跨国贸易量逐年递增,这既有利于促进艺术品出口国的经济发展,也有利于各国间的文化交流,而同时,也使得各国艺术品市场的关联日益紧密,这是因为伴随着艺术品进出口贸易,大量资本也发生着跨越国界的流动。Artvest 发起人 Michael Plummer 指出,艺术品市场是建立在信心的基础之上,因而极易遭到打击,1990 年和 2008 年,艺术品市场都曾因全球经济危机而遭受巨大损失,这说明,区域性的艺术品市场的价格波动很容易会传递到世界其他区域的市场。而且,由于艺术品的“收藏品”和“奢侈品”特性,使得艺术品投资较易通过财富效应受到宏观经济形势的影响,事实上,世界财富在地理上的分布在很大程度上影响了不同地区艺术品市场的表现(TEFAF, 2010)。此外,艺术品市场的结构特征和微观主体的行为,也是艺术品市场中的风险源。正如 Frey and Eichenberger(1995)的研究所示,收藏者占较高比例的艺术品市场的价格波动较小,而投机者占比较高的市场价格波动则较高。可见,对艺术品市场微观结构和主体行为的研究十分重要。Ashenfelter and Graddy(2003)则指出,拍卖机制直接影响艺术品价格发现机制,进而影响艺术品定价和价格风险。

艺术品的风险评估不仅涉及艺术品本身的风险度量,也同时涉及艺术品相对于其他资产以及市场的风险,这对于将艺术品作为资产加入投资组合的研究十分重要,而事实上,对此的研究不胜枚举。金融学中用 β 来表示某一资产与其他资产类或市场的相对风险(即某一资产的收益与其他资产类或市场的收益的相关度),例如 R_g 为梵高(Van Gogh)作品的收益率, R_{FI} 为法国印象派(French Impressionists)作品的收益率,则梵高作品的 β 为: $\beta_g = \text{Cov}(R_g, R_{FI})/\sigma(R_{FI})$ 。显然,这又需要涉及到对艺术品收益率的计量估计。

传统文献^②十分重视对艺术品投资收益率的研究(表 3 给出了对国外艺术品收益率研究的一个总结);Stein(1977)给出了研究艺术品风险与收益的基本思路,即要么在耐用消费品模型的基础上引入资本增值因素并进行相应的风险调整,要么在资本定价模型的基础上加入非金钱性收益(non-pecuniary returns)。研究表明,艺术品投资的收益并不高(至少不比其他金融资产高),而且在经济衰退期,艺术品并不一定能起到保值的作用,这是因为艺术品与股票等金融市场一样在经济形势不好时会经历起伏和波动。艺术品投资中的最大收益恐怕仅仅在于其为收藏者所带来的审美享受,而不是为投机者带来的金融收益。Baumol(1986)指出,从现有数据中精确计算出艺术品的收益率是十分困难的,其研究发现,艺术品仅能够提供每年 0.55% 的收益率(收益率的中值也只有 0.85%),因而他认为,艺术品的收益率很低,且收益率分布的分散度较高,从而,相比于其他资产而

① 建立落槌估价比这一指标的理论基础在于,如果拍卖行的预估价格是对艺术品的期望价格的好的估计值的话,那么真实价格与期望价格的偏差就是对下行风险的一个好的度量方法。事实上,McAndrew and Thompson(2007)还在此基础上研究了计算艺术品的“在险价值”(VaR)以及将艺术品作为一种抵押品来进行贷款的应用。

② 参见 Baumol(1986);Frey and Pommerehne(1989);Buelens and Ginsburgh(1993);Goetzmann(1993);Pesando(1993);Chanel et al.(1994);Frey and Eichenberger(1995);Guerzoni(1995);Candela and Scorcu(1997);Frey and Pommerehne(1998);Pesando and Shum(1999)等。

言,艺术品是一种风险更高的资产。同时,他指出,在艺术品市场中,那些对艺术品十分了解或能够引导他人艺术品位的专业人士则可以获取更高的收益,并且,艺术品收益较低的另一个原因在于,艺术品可以给收藏者带来审美上的享受,这也弥补了其经济上的微不足道的收益。Goetzmann(1993)指出,虽然艺术品作为一项投资,其风险收益特征对风险厌恶型的投资者而言并不具有吸引力,但是毕竟艺术品在长期的收益率超过了通货膨胀率,而且在20世纪的后半个世纪中其收益率可以和股票收益率相近。而实际上,正如Ashenfelter and Graddy(2003)所指出的那样,采用不同的度量方法、时间范围,其数据选取会有所不同,因而对艺术品收益率的度量结果会有较大差异。

表3 艺术品投资收益率研究文献回顾

研究文献	作品类型 (绘画)	时间范围	国别	方法	收益率(%)	
					名义	实际
Anderson(1974)	一般/流行	1780~1960	-	特征价格	3.30	2.60
		1780~1970	-	重复销售	3.70	3.00
Stein(1977)	一般/流行	1946~1968	-	随机采样	10.50	-
Baumol(1986)	一般/流行	1652~1961	-	重复销售	-	0.55
Frey and Pommerehne(1989)		1635~1987	-	-	-	1.5
Buelens and Ginsburgh(1993)	一般/流行	1652~1961	英国/荷兰/ 意大利	特征价格	0.90	-
	印象派绘画	1652~1961	英国/荷兰/ 意大利	特征价格	3.00	-
	英国绘画	1652~1961	英国	特征价格	0.60	-
Goetzmann(1993)	一般/流行	1855~1991	-	重复销售	3.20	2.00
Mok 等(1993)	现代中国画	1980~1990	中国	特征价格	52.90	-
Pesando(1993)	现代中国画	1977~1992	-	重复销售	-	1.510
	其他印象派画家	1977~1992	-	重复销售	8.00	1.00
De la Barre 等(1994)	伟大印象派 画家	1962~1991	欧洲(1830 年后出生)	特征价格	12.00	5.00
Chanel(1995)	一般/流行	1963~1993	-	特征价格	统计图表	-
Ginsburgh and Jeanfils(1995)	一般/流行	1963~1992	欧洲/美国	特征价格	-	-
Agnello and Pierce(1996)	一般/流行	1971~1992	美国	特征价格	9.30	3.00
Chanel 等(1996)	印象派绘画	1855~1970	-	特征价格	-	4.90
Candela and Scorcu(1997)	意大利绘画	1983~1994	意大利	平均价格	3.84	-
Czujack(1997)	毕加索	1964~1995	意大利	特征价格	-	8.30
Mei and Moses(2002)	一些流派	1875~2000	-	重复销售	-	4.90
Renneboog and Van Houtte(2002)	比利时绘画	1970~1997	比利时	特征价格	5.60	-

续表 3

研究文献	作品类型 (绘画)	时间范围	国别	方法	收益率(%)	
					名义	实际
Hodgson and Vorkink(2004)	加拿大画家	1968~2001	加拿大	特征价格	8.50	-
Higgs and Worthington(2004)	一些流派	1976~2001	欧洲/美国	AMR 的方法	3.03	-
Higgs and Worthington(2005)	澳大利亚美术	1973~2003	澳大利亚	特征价格	7.00	-
Worthington and Higgs(2006)	澳大利亚当代 和现代绘画	1973~2003	澳大利亚	特征价格	4.82	-
Campos and Barbosa(2008)	拉美绘画	1995~2002	拉丁美洲	特征价格	5.23	-
Kraeussl and Roelofs(2008)	一般/流行	1957~2006	-	特征价格	-	-
Kraeussl and Elsland(2008)	德国艺术家	1985~2007	德国	特征价格	3.8	-
Spaenjers(2010)	纸上绘画作品	1970s~2007	13 个国家	特征价格	-0.90~4.60 ^①	

注:本表根据 Baumol(1986)、Frey and Eichenberger(1995)、Ashenfelter and Graddy(2003)、McAndrew(2006)以及相关文献整理而得。

另一类文献则在 20 世纪末开始大量出现,Flores 等(1999)指出,如果将艺术品作为对股票、债券等传统金融资产的投资补充,那么就有必要系统研究将艺术品加入传统投资组合的风险分散效果。这类文献侧重于对艺术品投资作为风险分散工具的作用价值,即如果艺术品投资的收益率与其他资产(股票等)有较低的相关性(甚至负相关),那么将艺术品加入投资组合,就可以在保证收益的同时降低组合的风险。然而,Higgs and Worthington(2004)指出,对于不同艺术品市场之间的相关性以及艺术品市场与其他金融资产市场相关性的系统研究还有所欠缺。McAndrew(2006)指出,艺术品市场在一些时候的确能够提供与其他金融市场负相关的艺术品资产,这是因为艺术品市场并不总是跟随或者引导其他金融市场的走势。Higgs and Worthington(2004)研究了 1976~2001 年主要艺术品市场的风险、收益和分散化投资情况,系统研究了各细分艺术品市场与主流的金融市场之间的关系,分析了艺术品投资组合以及加入金融资产的艺术品投资组合的风险收益情况。研究表明,不同艺术品市场之间具有较低的相关性,而且,艺术品与其他金融资产的相关性也较低,这都使艺术品作为风险分散的很好选择。Goetzmann(1993)指出,将艺术品引入投资组合的资产池有助于降低投资组合的波动性。此外,Art Economics(2009)详细分析了一些艺术品细分市场(荷兰古典大师、美国流行艺术、意大利当代艺术)与其他金融指数(标普 500 指数、CPI 指数、黄金市场指数)的关系,其结果显示荷兰古典大师的作品与这些金融指数呈显著的负相关关系,美国流行艺术也与 S&P500 以及黄金指数呈负相关。TEFAF(2010)的研究也表明了艺术品市场与其他金融资产市场之间较低的相关性。

与此同时,一些学者(Ginsburgh and Jeanfils,1995;Chanel,1995;Czujack et al.,1996)开始使用传统的金融学分析方法来分析艺术品市场。在此基础上,有学者(Goetzmann,1993;Chanel,1995)

① 文章考察了全球艺术品市场的分割特性,分别针对 13 个国家进行了艺术品收益率的分析,同时给出了各国艺术品市场之间的相关性、艺术品市场与宏观经济以及其他资产市场的相关性。具体地,1970~2007 年间,13 个国家的平均收益率分别为:澳大利亚(3.09%)、奥地利(2.53%)、比利时(-0.90%)、加拿大(2.36%)、丹麦(1.75%)、法国(1.14%)、德国(1.52%)、意大利(1.99%)、荷兰(2.30%)、瑞典(2.32%)、瑞士(1.99%)、英国(4.60%)、美国(3.07%)。

运用“财富效应”分析了股票市场与艺术市场之间的联动关系,并利用格兰杰因果检验证明了艺术品价格与投资者财富(用投资者所拥有的股票价格的变化)之间的关系。还有学者的研究发现,艺术品市场在短期也表现出与股票市场的正相关性(Stein, 1973, 1977; Bryan, 1985; Chanel et al., 1990a, 1990b; Singer, 1990)。然而,二者之间这种“因果关系”的强度和持续性却尚无定论,有待进一步地研究。而实际上,Goetzmann(1993)通过对艺术品价格指数与伦敦交易所指数在长期中所表现出来的高度相关性,指出对艺术品的需求与总体金融财富有着很强的联系,这也说明了艺术可以作为一种投资工具(investment vehicle),但同时,他也指出,艺术品市场与股票、债券市场的高相关性使得艺术品投资并不是一种好的风险分散工具^①。另有学者独辟蹊径,致力于研究不同地域的艺术品市场之间的套利行为和可能性,而这涉及到全球艺术品市场的效率问题以及艺术品市场的机制和法律安排等内容。此外,将行为金融的理论和成果应用于艺术品市场的研究(投资者情绪和动能投资的研究)也逐渐形成一条理论发展路径。

可以看出,虽然已有大量文献对艺术品的收益率问题进行了研究,然而,由于艺术品的真实收益率很难精确计算,在结论上也出现了相互矛盾之处,这也正说明在模型设定和变量选取方面仍然具有改进的余地;而且,随着全球各艺术品市场之间联系的日益紧密,艺术品市场的风险与收益特征必将发生变化,这使得未来对艺术品市场收益率的研究应着眼于全球市场;最后,艺术品市场的分割性,使得对艺术品市场收益率的研究必然要进行市场细分,不同市场的风险与收益特征是截然不同的(它受到人们的品味偏好、作品供给、文化宗教等多方面因素的影响),从而,需要对此进行有针对性地深入研究。

六、评论与展望

艺术是一种宣传形式,它代表了个人和群体的观点,而这些观点往往被认为是真理和事实。

——詹森

本文全面地回顾了理论界对艺术品市场金融属性的既有研究,阐明了艺术品的多重属性和艺术品市场特性对于艺术品金融属性的决定性影响,分析了艺术品价值的构成与价格的独特形成机制,探讨了艺术品市场的效率与风险收益特征,这些则显然构成了艺术品投资价值的分析基础。

对文献的梳理形成两点启示:首先,西方国家因其较为成熟的艺术品市场以及发达的经济金融体系,业已形成了艺术品经济的理论体系。相比而言,我国的艺术品市场尚不规范,成熟度不高,加之我国在文化艺术领域、金融制度环境等方面与西方具有较为显著的差异,这要求我国在尊重艺术与金融相结合这一进程的一般规律的同时,建立起我国的艺术品经济理论。其次,文献的梳理和研究凸现出不少问题,这使我们有理由预见到一些颇具意义的潜在研究方向,包括:艺术品市场微观结构、机制及行为研究(引入行为、心理因素)^②,艺术品市场的细分研究和分周期研究,艺术品市场与宏观经济的内在联动机制研究,艺术品市场全球化对艺术品市场效率和风险收益的影响,

^① 此处的结论与很多学者的研究大相径庭,一个合理的解释可能是,不同品类的艺术品在不同时期、不同国家以及不同情况下,会表现出与某种资产或指数的正相关或者负相关关系。草率地认为艺术品市场与其他市场是某种特定关系的观点都是片面的。

^② 现有的文献对于艺术品市场的微观结构以及微观主体行为已有涉及,但更多的是从行为金融的角度来分析人类行为的非理性给艺术品市场带来的诸多行为异象,但是除了 Frey and Eichenberger(1995)等少数几篇文献外,较少涉及微观行为主体的行为动机研究。事实上,李万康(2012)已经指出了中国古代绘画价格决定的“好尚”、“目的”、“俸禄”以及“道德”等因素,也指出了“雅贿”(elegant bribery)的影响——这些无疑都是对微观行为人的“动机”(motives)的分析,它对于理解艺术品市场的特点和艺术品价格决定的一般规律具有重要意义。

艺术品定价理论研究(定价模型、专业评估以及拍卖市场的价格发现机制等),基于艺术品价格指数和产权界定的金融创新研究,艺术品金融化与艺术品市场发展的关系研究等。

最后应指出的是,艺术代表了群体的共同观念,它内化为对人类社会与经济活动的影响框架(Janson, 2010)。更进一步,德国哲学家西美尔(Georg Simmel)曾指出,货币对人类社会的作用不仅在于其经济方面,更在于其文化生活方面^①。因此,货币与艺术品相结合的途径、方式是艺术品的金融化,而其终极目的则是通过艺术改变人类的文化生活。从这个意义上讲,促进艺术品市场发展的根本目的在于让公众能够更多地、更容易地接触到艺术,从而充分发挥艺术“公众教育”、“文化传承”以及“经济推动”的功用,而这也是艺术品金融化的意义所在。

参考文献

- 陈敏(2006):《艺术品的艺术价值与经济价值》,《企业经济》,第 12 期。
- 古德温、詹姆斯(2010):《国际艺术品市场》,中译本,中国铁道出版社。
- 李万康(2012):《中国古代绘画价格论稿》,人民出版社。
- 李铸晋(2013):《中国画家与赞助人——中国绘画中的社会及经济因素》,天津人民美术出版社。
- 陆霄虹(2012):《艺术品市场分析与特征价格》,南京大学出版社。
- 彭信威(2007):《中国货币史》,上海人民出版社。
- 王艺(2011):《中国艺术品市场》,文化艺术出版社。
- 西美尔(2002):《货币哲学》,华夏出版社。
- Agnello, R. (2006): “Do U.S. Paintings Follow the CAPM? Findings Disaggregated by Subject, Artist, and Value of the Work”, Working Papers 06-02, University of Delaware, Department of Economics.
- Agnello, R. and R. Pierce (1996): “Financial Returns, Price Determinants, and Genre Effects in American Art Investment”, *Journal of Cultural Economics*, 359-383.
- Anderson, R. (1974): “Paintings as an investment”, *Economic Inquiry*, 12, 13-26.
- Ashenfelter, O. (1989): “How Auctions Work for Wine and Art”, *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, 3, 23-36.
- Ashenfelter, O. and K. Graddy (2003): “Auctions and the Price of Art”, *Journal of Economic Literature, American Economic Association*, 41, 763-787.
- Ashenfelter, O. and K. Graddy (2011): “Sale Rates and Price Movements in Art Auctions”, *American Economic Review, American Economic Association*, 101, 212-216.
- Bailey, M., J. Muth and H. Nourse (1963): “A Regression Method for Real Estate Price Index Construction”, *Journal of the American Statistical Association*, 58, 933-942.
- Ballesteros, T. (2011): “Efficiency Tests in the Art Market Using Cointegration and the Error Correction Model”, Working Paper.
- Bates D. and S. Constance (1983): “An Unexplored International Market—The Art Market”, Florida Atlantic University.
- Baumol, W. (1986): “Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game”, *American Economic Review*, 76, 10-14.
- Bauwens, L. and V. Ginsburgh (2000): “Art Experts and Auctions: Are Pre-sale Estimates Unbiased and Fully Informative”, *Recherches Economiques de Louvain*, 66, 131-144.
- Beggs, A. and K. Graddy (2009): “Anchoring Effects: Evidence from Art Auctions”, *American Economic Review*, 99, 1027-1039.
- Biey, M. and R. Zanola (2003): “The Market for Picasso Prints: A Hybrid Model Approach”, POLIS Working Papers 34, Institute of Public Policy and Public Choice-POLIS.
- Biey, M. and R. Zanola (2005): “The Market for Picasso Prints: A Hybrid Model Approach”, *Journal of Cultural Economics*, 29, 127-136.
- Breus, A. (2010): “Valuing Art for Tax Purposes”, *Journal of Accountancy*, July.
- Bryan, M. (1985): “Beauty and the Bulls: The Investment Characteristics of Paintings”, *Economic Review of the Federal Reserve*

^① 参见西美尔:《货币哲学》,华夏出版社,2002 年。

Bank of Cleveland, 2–10.

Buelens, N. and V. Ginsburgh (1993): “Revisiting Baumol’s ‘Art as Floating Crap Game’”, *European Economic Review*, Elsevier, 37, 1351–1371.

Campos, N. and L. Barbosa (2008): “Paintings and Numbers: An Econometric Investigation of Sales Rates, Prices and Returns in Latin American Art Auctions”, IZA Discussion Papers 3445, Institute for the Study of Labor (IZA).

Candela, G. and A. Scorcu (1997): “A Price Index for Art Market Auctions”, *Journal of Cultural Economics*, 21, 175–196.

Candela, G. and A. Scorcu (2001): “In Search of Stylized Facts on Art Market Prices: Evidence from the Secondary Market for Prints and Drawings in Italy”, *Journal of Cultural Economics*, 25, 219–231.

Candela, G., P. Figini and A. Scorcu (2002): “Hedonic Prices in the Art Market: A Reassessment”, Paper presented at ACEI Conference, Rotterdam, 13–15th June 2002.

Candela, G., P. Figini and A. Scorcu (2003): “Price Indices for Artists—A Proposal”, Working Papers 491, Dipartimento Scienze Economiche, Università di Bologna.

Capgemini (2008): Financial Report 2008.

Capgemini (2010): World Wealth Report 2010.

Case, K. (1986): “The Market for Simple Family Homes in the Boston Area”, *New England Economic Review*, May–June, 38–48.

Case, K. and R. Shiller (1987): “Prices of Single-family Homes Since 1970: New Indexes for Four Cities”, *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, Sep, 45–56.

Case, K. and T. Quigley (1991): “The Dynamics of Real Estate Prices”, *Review of Economics and Statistics*, 73, 50–58.

Chanel, O. (1995): “Is Art Market Behavior Predictable”, *European Economic Review*, 39, 519–527.

Chanel, O., Gérard-Varet, Louis-André and V. Ginsburgh (1990a): “Is Art Such a Bad Investment”, Working Paper, Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Marseilles.

Chanel, O., Gérard-Varet, Louis-André and V. Ginsburgh (1990b): “Formation des Prix des Peintures Modernes et Contemporaines et Rentabilité des Placements sur le Marché de L’Art”, Marseilles: Groupe de Recherche en Economie Quantitative et Econometrie.

Chanel, O., Gérard-Varet, Louis-André and V. Ginsburgh (1993): “Rentabilité des placements sur le marché de l’art de 1957 à 1988”, *Risques* 13, Art Economics (2009), 133–158.

Chanel, O., Gérard-Varet, Louis-André and V. Ginsburgh (1994): “Prices and Returns on Paintings: an Exercise on How to Price the Priceless”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 19, 7–21.

Chanel, O., Gérard-Varet, Louis-André, and V. Ginsburgh (1996): “The Relevance of Hedonic Price Indices”, *Journal of Cultural Economics*, Springer, 20, 1–24.

Czujack, C. (1997): “Picasso Paintings at Auction, 1963–1994”, *Journal of Cultural Economics*, Springer.

Czujack, C. and M. Martins (2004): “Do Art Specialists form Unbiased Pre-sale Estimates? An Application for Picasso Paintings”, *Applied Economics Letters*, 11, 245–249.

Czujack, C., F. Galvao and V. Ginsburgh (1996): “On Long-run Price Comovements between Paintings and Prints on International Markets”, ULB Institutional Repository 2013/1879, ULB—Université Libre de Bruxelles.

David, G., K. Oosterlinck and A. Szafarz (2013): “Art Market Inefficiency”, CEB Working Paper N.13/011.

De La Barre, M., S. Docclo and V. Ginsburgh (1994): “Returns of Impressionists, Modern and Contemporary European Paintings 1962–1991”, *Annales d’Economie et de Statistique*, 35, 143–181.

Engle, R., D. Lilien and M. Watson (1985): “A Dymimic Model of Housing Price Determination”, *Journal of Econometrics*, 28, 307–326.

European Fine Art Foundation (TEFAF) (2010): “The Global Art Market in 2010: Crisis and Recovery”.

Flores, R., V. Ginsburgh and P. Jeanfils (1999): “Long and Short-term Portfolio Choices of Paintings”, *Journal of Cultural Economics*, 23, 193–210.

Frey, B. and W. Pommerehne (1989a): *Muses and Markets: Explorations in the Economics of the Arts*, Blackwell, Oxford.

Frey, B. and W. Pommerehne (1989b): “Art Investment: An Empirical Inquiry”, *Southern Economic Journal*, 56, 538–548.

Frey, B. and R. Eichenberger (1995): “On the Rate of Return in the Art Market: Survey and Evaluation”, *European Economic Review*, Elsevier, 39, 528–537.

- Gawrisch, D. (2008): "Price Determinants and Investment Characteristics of Contemporary Paintings", Master Thesis, Universitit Bern.
- Ginsburgh, V. and P. Jeanfils (1995): "Long-term Comovements in International Markets for Paintings", *European Economic Review, Elsevier*, 39, 538–548.
- Ginsburgh, V., Jianping Mei and M. Moses (2006): "On the Computation of Art Indices in Art", ULB Institutional Repository 2013/7290, ULB—Universite Libre de Bruxelles.
- Goetzmann, W. (1992): "The Accuracy of Real Estate Indices: Repeat Sale Estimators", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Springer, 5, 5–53.
- Goetzmann, W. (1993): "Accounting for Taste: Art and the Financial Markets over Three Centuries", *American Economic Review*, American Economic Association, 83, 1370–1376.
- Goetzmann, W. (1995): "The Informational Efficiency of the Art Market", Working Paper Series F. Financial Economics.
- Goodwin, C. (2006): "Art and Culture in the History of Economic Thought", *Handbook of the Economics of Art and Culture*, Elsevier.
- Grefe, X. (2002): "Arts and Artists from an Economic Perspective", United Nations Educational.
- Griliches, Z. (1961): "Hedonic Price Indexes for Automobiles: An Econometric Analysis of Quality Change", U. S. Congress, Joint Economic Committee, Government Price Statistics, Washington: Government Printing Office.
- Grimes, A. and C. Young (2010): "A Simple Repeat Sales House Price Index: Comparative Properties Under Alternative Data Generation Processes", Motu Working Paper 10–10, Motu Economic and Public Policy Research.
- Guerzoni, G. (1994): "Reflections on Historical Series of Art Prices: Reitlinger's Data Revisited", *Journal of Cultural Economics*, 19, 251–260.
- Heilbrun, J. and C. Gray (1993): *The Economics of Art and Culture: An American Perspective*, Cambridge University Press.
- Higgs, H. and A. Worthington (2004): "Financial Returns and Price Determinants in the Australian Art Market, 1973–2003", School of Economics and Finance Discussion Papers and Working Papers Series 184, School of Economics and Finance, Queensland University of Technology.
- Higgs, H. and A. Worthington (2005): "Financial Returns and Price Determinants in the Australian Art Market, 1973–2003", *The Economic Record, The Economic Society of Australia*, 81, 113–123.
- Hill, R., C. Sirmans and J. Knight (1997): "A Random Walk Down Main Street", Paper Presented to the American Real Estate and Urban Economics Association, New Orleans.
- Hodgson, D. and K. Vorkink (2004): "Asset Pricing Theory and the Valuation of Canadian Paintings", *Canadian Journal of Economics, Canadian Economics Association*, 37, 629–655.
- Hume, D. (1752): *Political Discourses*, Edinburgh.
- Hutter, M. and R. Shusterman (2006): "Value and the Valuation of Art in Economic and Aesthetic Theory", *Handbook of the Economics of Art and Culture*, Elsevier.
- Janson, H. (2010): *Janson's History of Art: The Western Tradition (8th Ed)*, NJ: Prentice Hall.
- Kraeussl, R. and J. Roelofs (2008): "Long and Short Term Relationships between Art Investments and Financial Markets", VU University Working Paper, Available at www.art-finance.com and at SSRN #.
- Kraeussl, R. and N. van Elsland (2008): "Constructing the True Art Market Index—A Novel 2 Step Hedonic Approach and its Application to the German Art Market", Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1104667>.
- Lancaster, K. (1966): "A New Approach to Consumer Theory", *The Journal of Political Economy*, 74, 132–157.
- Lazzaro, E. (2006): "Assessing Quality in Cultural Goods: The Hedonic Value of Originality in Rembrandt's Prints", *Journal of Cultural Economics*, 30, 15–40.
- Louargand, M. and J. McDaniel (1991): "Price Efficiency in the Art Auction Market", *Journal of Cultural Economics*, 15, 53–65.
- Mark, J. and M. Goldberg (1984): "Alternative Housing Price Indices: an Evaluation", *AREUEA Journal*, 12, 31–49.
- Marshall, A. (1890): *Principles of Economics*, Macmillan, London.
- McAndrew (2006): *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press.
- McAndrew, C. and R. Thompson (2007): "The Collateral Value of Fine Art", *Journal of Banking and Finance*, 31, 589–607.

- McAndrew, C., J. Smith and R. Thompson (2009): "The Impact of Reservation Prices on the Perceived Bias in Expert Appraisals of Fine Art: Controlling for Latent Censoring of Transaction Prices", Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=1327026>.
- McCain, R. (2006): "Defining Cultural and Artistic Goods", Handbook of the Economics of Art and Culture, Elsevier.
- Meese, R. and N. Wallace (1997): "The Construction of Residential Housing Price Indices: A Comparison of Repeat-Sales, Hedonic-Regression and Hybrid Approaches", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 14, 51-73.
- Mei, Jianping and M. Moses (2002): "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces", *American Economic Review*, 92, 1656-1668.
- Milgrom, P. and R. Weber (1982): "A Theory of Auctions and Competitive Bidding", *Econometrica*, 50, 1089-1122.
- Mok, K., V. Ko, S. Woo and K. Kwok (1993): "Modern Chinese Paintings: An Investment Alternative", *Southern Economic Journal*, 59, 808-816.
- Nozick, R. (1981): Philosophical Explanation. Belknap Press, Cambridge, MA.
- Palmquist, R. (1982): "Measuring Environmental Effects on Property Values without Hedonic Regressions", *Journal of Urban Economics*, 11, 333-347.
- Pesando, J. (1993): "Art as an Investment: The Market for Modern Prints", *American Economic Review*, 83, 1075-1089.
- Pesando, J. and P. Schum (1999): "The Return to Picasso's Prints and to Traditional Financial Assets 1997 to 1996", *Journal of Cultural Economics*, 23, 183-192.
- Reinach, S. (1924): An Illustrated Manual of the History of Art, HC VG.
- Rengers, M. and O. Velthuis (2002): "Determinants of Prices for Contemporary Art in Dutch Galleries, 1992-1998", *Journal of Cultural Economics*, 26, 1-28.
- Renneboog, L. and C. Spaenjers (2009): "Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market", Discussion Paper 2009-15, Tilburg University, Center for Economic Research.
- Renneboog, L. and C. Spaenjers (2012): "Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market", *Management Science*, 1120-1580, published online before print October 8, 2012.
- Renneboog, L. and C. Spaenjers (2013): "Buying Beauty: On Prices and Returns in the Art Market", *Management Science*, 59, 36-53.
- Renneboog, L. and T. Van Houtte (2002): "The Monetary Appreciation of Paintings: From Realism to Magritte", *Cambridge Journal of Economics*, 26, 331-357.
- Rosen, S. (1974): "Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition", *Journal of Political Economy*, 82, 34-55.
- Singer, L. (1990): "The Utility of Art Versus Fair Bets in the Investment Market", *Journal of Cultural Economics*, 14, 1-13.
- Spaenjers, C. (2010): "Returns and Fundamentals in International Art Markets", Job Market Paper.
- Spaenjers, C. (2011): Essays in Alternative Investments, Open Access Publications from Tilburg University, urn:nbn:nl:ui:12-4944288, Tilburg University.
- Stein, J. (1973): "The Appreciation of Paintings", Ph.D. Dissertation, Univ. Chicago.
- Stein, J. (1977): "The Monetary Appreciation of Paintings", *Journal of Political Economy*, 85, 1021-1035.
- Throsby, D. (2001): Economics and Culture, Cambridge University Press, Cambridge.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1979): "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, 47, 263-292.
- Valsan, C. (2002): "Canadian Versus American Art: What Pays Off and Why", *Journal of Cultural Economics*, 26, 203-216.
- Velthuis, O. (2003): "Symbolic Meanings of Prices: Constructing the Value of Contemporary art in Amsterdam and New York Galleries", *Theory and Society*, 32, 181-215.
- Waugh F. (1928): "Quality Factors Influencing Vegetable Prices", *Journal of Farm Economics*, 10, 185-196.
- Worthington, A. and H. Higgs (2006): "A Note on Financial Risk, Return and Asset Pricing in Australian Modern and Contemporary Art", *Journal of Cultural Economics*, 30, 73-84.

(责任编辑:马 辰)