

Д. Т. МОМОТ

## ОЦІНКА РИЗИКІВ ІНВЕСТИВАННЯ НА РИНКУ АРТ-ІНДУСТРІЇ: СИСТЕМАТИЗАЦІЯ ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ

**Предметом** дослідження в статті є сукупність теоретичних, методичних і практичних аспектів щодо оцінки ризиків інвестування на ринку арт-індустрії. **Мета** роботи – є систематизація теоретико-методичних підходів до оцінки ризиків інвестування на ринку арт-індустрії та обґрунтування практичних рекомендацій щодо оцінки інвестиційної привабливості об'єктів арт-інвестування для визначення оптимальної стратегії інвестування на ринку арт-індустрії. В статті вирішуються наступні **завдання**: виділено чотири основні (базові) стратегії інвестування на ринку арт-індустрії; здійснено систематизацію арт-індексів, що відображають динаміку доходності арт-ринку, здійснено оцінку цінових трендів за обраними арт-індексами доходності арт-ринку, виокремлено два типи прибутку, що генерує власність на об'єкти мистецтва: фінансові та ірраціональні (емоційні); розглянуто методи експертного оцінювання арт-об'єктів, обґрунтовано практичні рекомендації щодо оцінки інвестиційної привабливості об'єктів арт-інвестування. Використовуються такі **методи**: абстрактно-логічний аналіз, теоретичного узагальнення, системного та статистичного аналізу. Отримано наступні **результати**: систематизовано цінові і нецінові арт-індекси, що відображають динаміку арт-ринку та дозволяють оцінити ризики інвестиційних стратегій на ринку арт-індустрії; проаналізовано динаміку трендів арт-індексів; обґрунтовано доцільність формування інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів. **Висновки**: доведено, що експертне оцінювання арт об'єкта є важливою складовою процесу ціноутворення та мінімізації ризику інвестування на ринку арт-індустрії. Узагальнено теоретичні положення та методичні підходи до оцінювання арт-індексів, що відображають динаміку доходності арт-ринку. Доведено, що застосування арт-індексів дозволяє оптимізувати інвестиційний аналіз, виконати коректну оцінку предметів мистецтва, зробити перспективну оцінку цінових трендів. За результатами аналізу трендів арт-індексів встановлено, що кореляція арт-ринку з фінансовими та товарними ринками є слабкою. Для арт-ринку характерними є такі специфічні особливості, а саме низька прозорість і ліквідність ринку; проблеми оцінки достовірності; складність аналітичної оцінки інвестиційних перспектив; отримання прибутків можливо лише у довгостроковій перспективі мінімум через 8–10 років. Зазначено, що власність на об'єкти мистецтва генерує два типи прибутку: фінансові та ірраціональні (емоційні). Запропоновано застосування системи інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів, що сприятиме визначенню оптимальної інвестиційної стратегії на ринку-арт індустрії за критерієм мінімізації ризиків інвестування.

**Ключові слова**: ринок арт-індустрії; ризики інвестування; арт-індекси доходності арт-ринку; оцінка вартості предметів мистецтва інвестиційної якості; стратегії інвестування на ринку арт-індустрії; методи експертного оцінювання арт-об'єктів; інвестиційна привабливість об'єктів арт-інвестування; інформаційно-аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів.

### Постановка проблеми у загальному вигляді

Арт-ринок є одним із найбільш емних і динамічних світових ринків альтернативного інвестування, що характеризується специфічними рисами, які впливають на процес формування ціни на арт-об'єкти. Арт-ринок, як полуміжфункціональне явище, виступає регулятором взаємовідносин між художниками і публікою та синхронно виконує ряд соціальних функцій: інформаційну, посередницьку, ціноутворюючу, стимулюючу, регулюючу та соціокультурну [1].

Проблема невизначеності арт-інвестування характеризується недостатністю забезпечення процесу прийняття обґрунтованого рішення інформацією щодо здійснення інвестування на ринку арт-індустрії: учасники арт-ринку не впевнені, чи дійсно арт-об'єкти мають будь-яку художню цінність, не кажучи вже про довгострокову економічну ефективність арт-інвестування [2; 3; 4]. Асиметричний розподіл інформації щодо якості арт-об'єктів [5] або аспектів, невідомих жодній із сторін на момент складання договору купівлі-продажу, значно ускладнює прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень на ринку арт-індустрії. При цьому зменшення невизначеності при придбанні арт-об'єктів є

практично неможливим, оскільки цінність твору мистецтва залежить переважно не від об'єктивних властивостей самого твору, а скоріше від процесу міжсуб'єктивного визнання художньої цінності [6]. Незважаючи, на це арт-ринок є спонтанно високодохідним, що обумовлює доцільність дослідження динаміки доходності арт-ринку та розробки інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів для мінімізації ризиків арт-інвестування. Здійснення економічно обґрунтованого арт-інвестування може забезпечити отримання високого доходу та створити умови для успішного розміщення капіталу.

Таким чином, враховуючи, що арт-ринок є прикладом ринку "унікальних товарів" (singular goods) з високим рівнем невизначеності щодо якості і ціни арт-об'єктів [7], доцільним є систематизація теоретико-методичних підходів до оцінки ризиків арт-інвестування для формування інформаційно-аналітичного забезпечення здійснення інвестиційних стратегій на ринку арт-індустрії.

Актуальність теми дослідження визначається необхідністю попередження та нейтралізації загроз фінансово-економічної безпеки арт-інвестування шляхом застосування сучасного інструментарію оцінки ризиків інвестування для обґрунтування

інвестиційних стратегій на ринку арт-індустрії з врахуванням ризикованості зовнішнього і внутрішнього середовища.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

Дослідженню інвестування на ринку арт-індустрії свої роботи присвятили такі зарубіжні вчені: В. Баумол [8], Б. Фрей і В. Поммерехне [9], Б. Фрей і Р. Кюні [10], В. Готцманн [11; 12], В. Готцманн і М. Шпігел [13], Ц. Мей і М. Мойсес [14; 15], Р. Кемпбелл [16; 17], Р. Краусль і Ц. Лі [18] та інші.

Так, В. Баумол [8] стверджує, що ціни на мистецтво є неприродними (unnatural) тобто не підпадають під класичне визначення рівноважної ціни, що обумовлено неоднорідністю і специфічністю арт об'єктів на відміну від інших товарів та цінних паперів (облігацій та акцій), які є однорідними та для яких ринки відкриваються щодня. Він робить висновок, що, як і у випадку з фінансовими ринками, рух цін на арт-ринку є непередбачуваним, і що неможливо "вибрати з будь-яким ступенем надійності поєднання дати покупки і об'єкта мистецтва, які дозволять отримати норму прибутку, що перевищує альтернативну вартість арт-інвестиції". Для підтвердження цієї пропозиції, В. Баумол обчислює ставку прибутку на картини, які були продані принаймні двічі в період 1650–1960 рр., за умови, що продажі здійснювалися більш ніж через 20 років (щоб уникнути спекулятивних операцій). За результатами розрахунків він доводить, що середня реальна ставка прибутковості арт-інвестування становила 0,55 % на рік, що на 2 % нижче, ніж рівень доходності облігацій. Ця різниця, на думку В. Баумоля, може бути пов'язана з поверненням, наданим естетикою задоволення. Проте, такий результат різко контрастує з тим, що можна було спостерігати протягом останнього періоду часу. Так, наприклад, вже у 1987 р. "Гриси" Ван Гога продано за 53,9 млн. доларів, при цьому колишній власник отримав річну норму прибутку приблизно 12,5 % між 1948 та 1987 роками. Це зазначають у своєму дослідженні Н. Буленс і В. Гінзбург [19].

Б. Фрей і В. Поммерехне [9] присвятили свої дослідження визначенню фундаментальних детермінант попиту та пропозиції на арт-ринку та встановили їх особливий вплив на ціну арт об'єктів. Вони довели, що картини французьких імпресіоністів і старих майстрів в період з 1635 по 1987 рр., характеризуються високою віддачею на вкладені інвестиції. Б. Фрей і С. Кюні [10] звернули увагу на той факт, що інвестиції в мистецтво забезпечують не тільки фінансове, а й "духовне" повернення. Ц. Мей і М. Мойсес [14; 15] в своїх статтях обґрунтовують доцільність вкладення в мистецтво. Вони доводять, що інвестування в мистецтво набагато вигідніше, ніж інвестування в цінні папери. Згідно Р. Якутісом [20], віддачу від інвестицій в мистецтві важко передбачити, оскільки суттєвим є вплив модних тенденцій, але статистично ці інвестиції окупаються в дев'яти випадках з десяти.

### **Формулювання цілей статті (постановка завдання)**

Метою роботи є систематизація теоретико-методичних підходів до оцінки ризиків інвестування на ринку арт-індустрії та обґрунтування практичних рекомендацій щодо оцінки інвестиційної привабливості об'єктів арт-інвестування для реалізації стратегії інвестування на ринку арт-індустрії. Виділено чотири основні (базові) стратегії інвестування на ринку арт-індустрії; здійснено систематизацію індексів, що відображають динаміку доходності арт-ринку, зроблено оцінку цінних трендів за обраними індексами доходності арт-ринку, виокремлено два типи прибутку, що генерує власність на об'єкти мистецтва: фінансові та ірраціональні; розглянуто методи експертного оцінювання арт-об'єктів.

### **Матеріали та методи**

Теоретико-методичною основою дослідження стали наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених-економістів, інформаційно-аналітичні матеріали, інтернет-ресурси. У ході дослідження використано такі методи: абстрактно-логічний аналіз – для теоретичного узагальнення й обґрунтування напрямів та результатів дослідження; теоретичного узагальнення – для виявлення закономірностей у тлумаченні основних понять при систематизації теоретико-методичних підходів до оцінки ризиків інвестування на ринку арт-індустрії, системного та статистичного аналізу – для аналізу та оцінювання динаміки розвитку арт-ринку.

### **Виклад основного матеріалу дослідження**

Доцільно виділити чотири основні (базові) стратегії інвестування на ринку арт-індустрії:

- арт-інвестиції як звичайні інвестиції: основним критерієм прийняття інвестиційних рішень є впевненість інвестора в отриманні прибутку на вкладений капітал;

- колекціонування: інвестування переважно здійснюється не з метою максимізації прибутку, а для отримання задоволення;

- портфельне інвестування: створення портфелю творів мистецтва та / або портфелю компаній арт-ринку (включаючи фонди спільного інвестування);

- інвестиції в твори мистецтва, їх творців або організації арт-ринку з метою їх подальшого комерційного використання.

Усі види стратегій арт-інвестування є перспективними та потенційно високодохідними. Проте, всі вони є ризиковими, що пов'язано з невизначеністю арт-інвестування та суттєвим впливом ірраціональних факторів. Для обґрунтування доцільності здійснення арт-інвестування важливим є дослідження динаміки розвитку арт-ринку за агрегованими арт-індексами.

В даний час розроблено безліч цінових і сегментів, що дозволяють оцінити ризики нецінових арт-індексів, що відображають динаміку інвестиційних стратегій на ринку арт-індустрії як арт-ринку в цілому, так і окремих його (табл. 1.).

**Таблиця 1.** Основні арт-індекси, що відображають динаміку доходності арт-ринку

Індекси	Опис
Індекс повторних продажів Мея-Мозеса (The Mei-Moses World All Art Index (WAAI))	Базується на базі даних Мея-Мозеса, що постійно оновлюється та нараховує 45000 пар повторних аукціонних продажів у восьми категоріях збирання, яка розширюється щороку приблизно на 4000 пар, що збираються і аналізуються по всьому світу.
Індекс продажів предметів мистецтва (BASI – Blouin Art Sales Index)	Індекс продажів BASI - це визнаний в галузі інструмент дослідження онлайн-арт-ринку, який дозволяє колекціонерам, інвесторам, дослідникам, аналітикам та науковцям отримувати доступ до повної бази даних аукціонних цін, постійно оновлюючись за останніми та відповідними результатами аукціонних торгів. Базується на базі даних з 425 000 виконавців та 3 000 аукціонних будинків, має доступ до 9,7 мільйонів записів. Дозволяє дослідити найбільшу базу даних аукціонів для образотворчого мистецтва, дизайну, декоративних предметів, вина тощо, починаючи з 1920 року.
Індекс сучасного мистецтва (C50 – Contemporary Art Index C50), розроблений компанією Artnet	Американська компанія Artnet проводить аналіз не тільки аукціонних цін, але і галерейних продажів (що дає більш розгорнуту картину попиту і пропозиції, в порівнянні з "аукціонним" аналізом індексу Мея – Мозеса). У своїй базі Artnet має більше 11 млн. Записів аукціонних угод, починаючи з 1985 року. База даних охоплює більш 1.7 тис. аукціонних будинків і близько 330 тис. художників.
Індекс ринкової визначеності (певності) (AMC – Art Market Confidence), розроблений компанією Artprice	Французька компанія Artprice збирає дані 6.3 тис. аукціонів і веде статистику 660 тис. художників з усього світу, починаючи з 1962 року. На сайті Artprice можна також переглянути довідник цін за XVIII-XIX століття, виданий 100 років тому.
Індекс ST 5 000 (Skate's Top 5 000)	Показує поріг входження в рейтинг п'яти тисяч найдорожчих в світі робіт
Artistic Power Value Індекс	Розроблений Charlin та Cifuentes (2013 р.), базується на визначенні ціни за одиницю площі твору мистецтва (долари США на квадратний сантиметр), застосовується до двовимірних творів мистецтва. На основі індексу здійснюються порівняння робіт відібраних художників відповідно до зображення і теми твору мистецтва.
ARTIMX, розроблений компанією ARTinvestment.RU	Ці індекси розділені на три групи: ARTIMX – інтегральний показник, що характеризує динаміку відносної величини ціни умовно усередненого твору мистецтва на певний момент часу. Розрахунок індексу здійснюється за даними про результати продажів творів мистецтва на основних світових аукціонах; ARTIMXp – індекс прибутковості (profit, p) творів мистецтва – аналог індексів ARTIMX, скоригований з урахуванням інфляції цін на поточний момент часу, відносно до базового рівня за станом на 1 січня 2001 року; ARTIMXba – індекс купівельної активності (buying activity, ba), є усередненою величиною поточного співвідношення кількості проданих і кількості виставлених на продаж лотів на основних світових аукціонах, виражену у відсотках.

Методики розрахунків кожного індексу є унікальними, проте часто базуються або на статистичній обробці повторних продажів, або на зміні капіталізації аукціонного арт-ринку, або на їх комбінації.

Індекс повторних продажів Мея-Мозеса (WAAI) є найбільш відомим індикатором арт-ринку. Для оцінки фінансових показників ринку мистецтва Цзяньпін Меєм і Майклом Мозесом була зібрана база даних повторних продажів одних й тих же арт-об'єктів. Повторні продажі розглядаються як єдиний базис для порівняння співставних величин доходності у часі. У 2016 році всі права на індекс Мея-Мозеса викупив аукціонний будинок Sotheby's, який тепер повноправно користується даними та графіками доходності при продажу об'єктів мистецтва.

Зрозуміло, що аукціонні будинки, володіючи довголітньою історією продажів предметів мистецтва, мають і бази даних, і професійне чуття, і вміння вгадувати настрої публіки, і здатність маніпулювання цінами.

Проте, при застосуванні індексу Mei Moses слід враховувати такі обмеження щодо його використання:

- індекс не враховує трансакційних витрат;
- ігнорує одиничні продажі;
- арт-індекс базується тільки на даних аукціонного ринку.

Індекси групи Mei Moses розраховують дохідність за аукціонними цінами на предмети мистецтва як для світових, так і для регіональних ринків. Згідно провідному індексу Mei Moses All Art, який складається в основному з урахуванням продажів

в Лондоні і Нью-Йорку, 2011 рік приніс інвесторам в мистецтво дохід в 11 %.

За останні десять років ключовий індекс Mei Moses шість разів перевищував індекс S&P 500. Середня річна прибутковість арт-інвестора за цей період склала 7,8 % проти скромних 2,7 % для інвестора в цінні папери.

Слід констатувати, що найвигіднішими інвестиціями залишаються роботи імпресіоністів і модерністів (прибутковість досягає 14 %). Післявоєнне і сучасне мистецтво гарантує повернення вкладень до 6,4 %, тоді як роботи старих майстрів і предмети мистецтва XIX століття забезпечують зростання добробуту на 4,8 %.

Фактично, для робіт, що створені сучасними художниками та продані протягом 2016/2017 років, приріст середньорічної доходності інвестицій склав + 7,6 % протягом 8-річного періоду тримання арт-об'єкту (рис. 1).

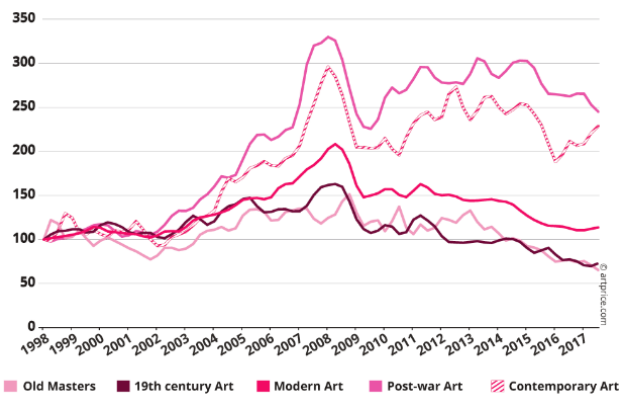


Рис. 1. Динаміка індексу зростання цін за секторами арт-ринку (База 100 % – січень 1998 року)

Таблиця 2. Ризик і кореляція інвестицій в мистецтво на різних часових інтервалах

Часовий інтервал	Δ предметів мистецтва, WAAI, %	Δ акцій, S&P 500, %	Кореляція WAAI и S&P 500
2002–2012	12,5	19,7	-0,07
1992–2012	10,6	18,6	+0,02
1972–2012	-	-	-0,03
1952–2012	18,5	17,6	-0,08

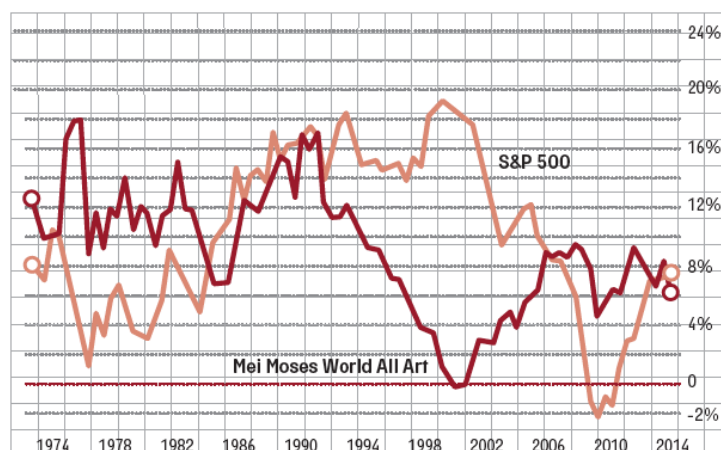


Рис. 3. Динаміка доходності індексів Mei Moses World All Art і S&P 500 за 60 років

Світовий індекс цін на мистецтво Artprice, розрахований на основі результатів всіх аукціонів в усьому світі, був нестабільним з останнього кварталу 2015 року (рис. 2).

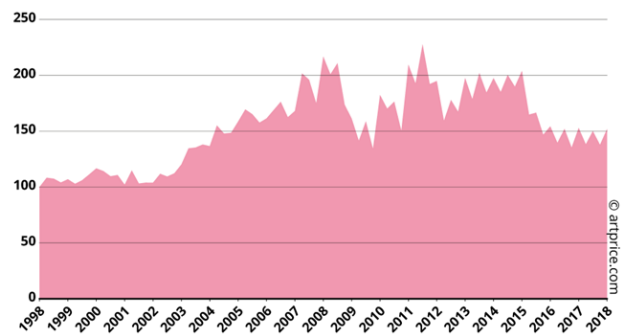


Рис. 2. Динаміка Artprice Global Price Index

2012 рік ще раз довів, що інвестиції в предмети мистецтва є гідною альтернативою (або, правильніше сказати, доповненням) традиційним видам інвестиційних активів (рис. 3, 4). Однією з головних переваг арт-ринку є його слабкий зв'язок з політичними та економічними факторами. Індекс Mei Moses All Art, що відслідковує ціни на живопис, що продається на аукціонах в Нью-Йорку і Лондоні, два роки поспіль домінує у порівнянні з американським фондовим ринком та інвестиціями в золото. Аналогічний результат спостерігається і за індексом арт-ринку Росії ARTIMX-RUS (рис. 5).



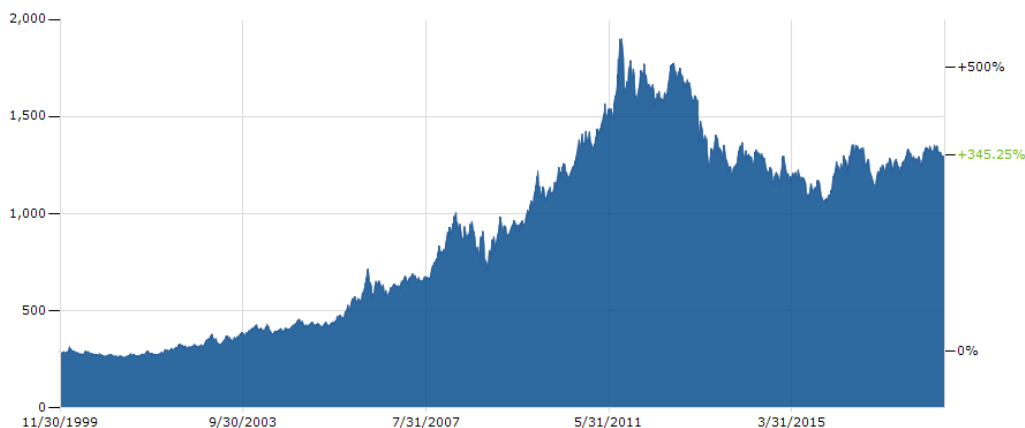


Рис. 4. Динаміка цін на золото

Динаміка індексу ARTIMXba показує, що за часовим інтервалом 2001 р. – вересень 2017 р. максимальний відсоток проданих лотів на світових аукціонах не перевищував 73 %, досягнувши максимального значення в 72,7 % у жовтні 2007 р., мінімальне значення у 59,03 % у червні 2002 року.

Станом на кінець 2017 р. значення індексу становило 46. Як видно, більше третини лотів на аукціонах не знаходять покупця, що має відобразитися при розрахунку інвестиційної привабливості, рівня ризику та при оцінці предметів мистецтва.

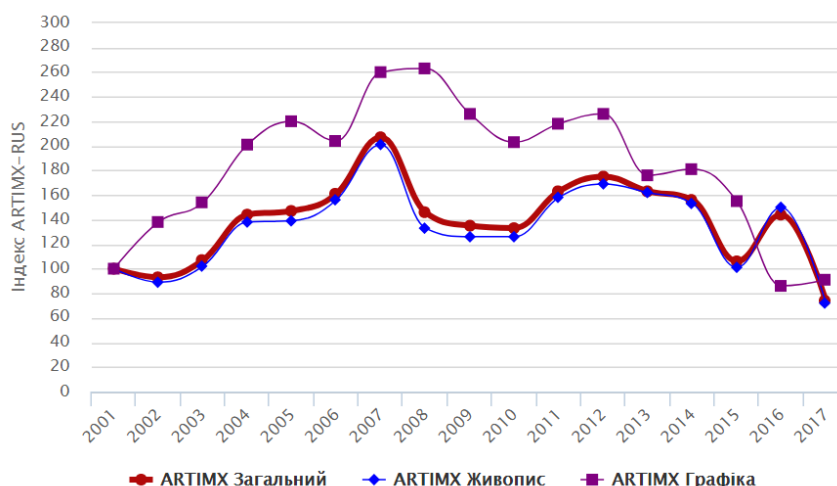


Рис. 5. Динаміка індексу ARTIMXba

Проте слід пам'ятати, що альтернативні інвестиції традиційно супроводжують великі ризики, пов'язані з їх спекулятивним характером. Низька прозорість і ліквідність ринку; проблеми оцінки достовірності; складність аналітичної оцінки інвестиційних перспектив тощо – все це фактори ризику і вони є характерними для арт-ринку. Проте, з кожним роком залишається все менше і менше скептиків в питанні доцільності інвестування в предмети мистецтва. Відповідно до сучасних тенденцій ринку, провідні інвестбанки запропонували послуги з арт-банкінгу для найбільш заможних клієнтів, і арт-фонди для менш крупних інвесторів.

Застосування арт-індексів, що відображають динаміку доходності арт-ринку дозволяють оптимізувати інвестиційний аналіз, виконати коректну оцінку предметів мистецтва, зробити перспективну оцінку цінових трендів і попередити про виникнення цінової спіралі, що веде до утворення "мільних бульбашок" на арт-ринку.

У довгостроковій перспективі результативність Artprice100 значно перевищує показник Global Trend в Artprice та американський фондовий ринок, який представлений S&P 500.

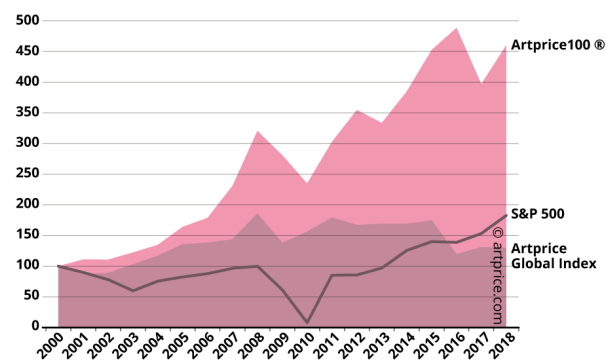


Рис. 6. Динаміка індексів Artprice100, S&amp;P 500 (база 100 саном на 1 січня 2000 року)

Отримані результати свідчать що, кореляція арт-ринку з фінансовими та товарними ринками є слабкою. Проте, очевидно є залежність від вільної грошової маси в обігу. Ціновий потік постійно зростає – з 10 мільйонів доларів в 1980-х роках до 100 мільйонів доларів в 2000-х, до 300 мільйонів доларів у 2010-х, до 450 мільйонів доларів в 2017 р. Ріст цін у вищому сегменті стимулює не тільки неухильно зростаючі (на 7-8 % у рік) капітали HNWI (заможних людей, від англ. High-net-worth індивідууми), але й світова музейна індустрія – з 2000 по 2017 рік в світі відкрили більше музеїв, ніж за попередні 200 років. 22 % всіх зареєстрованих в базі ArtPrice транзакцій – це продажі музеям, які є покупцями значимого мистецтва, що зменшує пропозицію арт-об'єктів на арт-ринку.

Дійсно, рішення про інвестування у твір мистецтва базується на застосуванні поняття альтернативної вартості, що є основним для прийняття економічно обґрунтованих рішень. Тобто враховується, що грошові кошти, які інвестовані у конкретний предмет мистецтва, могли б бути використані для альтернативного інвестування. Альтернативою може бути інший предмет мистецтва інвестиційної якості, новий будинок або автомобіль, або інвестування в цінні папери на ринку цінних паперів.

Загалом, можна стверджувати, що власність на об'єкти мистецтва генерує два типи прибутку: фінансові та ірраціональні.

Розрахунок прибутковості арт-інвестування найбільше привертає увагу постачальників посередницьких послуг на ринку арт-індустрії (експертів арт-ринку, арт-консультантів, арт-банкінгу). Це складне завдання не тільки тому, що арт-ринок характеризується низькою ліквідністю, принаймні, порівняно з ринками цінних паперів, але також й за його різноманітність – кожен витвір мистецтва є унікальним об'єктом.

І. Реннебург і С. Спаєнйєрс [21], Г. Хігс і А. Ворсінгтон [22], Р. Агнелло і Р. Пієрсе [23], Artnet Analytics [24] пропонують здійснювати розрахунки із застосуванням моделі гедонічної регресії, за якою ціна знижується, коли твори мистецтва мають певні характеристики. Побудова системи оцінювання базується на ідентифікації матеріальних і нематеріальних характеристик, які визначають вартість об'єкта мистецтва інвестиційної якості, наприклад, ім'я художника, його репутацію, матеріали, період створення, якість тощо.

Останнім часом набули поширення незалежні, раціональні і публічно відкриті підходи до оцінки шедеврів, що базуються на обробці статистичної інформації про аукціонні продажі за базами даних таких провідних компаній як: французькі компанії Artprice і Akoun, а також німецька – Artnet.

Для більшої прозорості ці компанії першими застосували до оцінки картин підхід усереднення, використовуючи показники середньої ціни і середньої

вартості квадратного сантиметра картин для тих або інших художників. Проте аналіз оцінки картин найвідоміших художників, вартість яких вимірюється мільйонами доларів США, показує, що оцінка за квадратний сантиметр полотна виявляється просто недоцільною, – картини одного учасника, написані в один і той же період, можуть відрізнятися за вартістю в кілька разів через вплив таких чинників, як провенанс (відомості про те, хто раніше володів картиною і наскільки ця інформація достовірна), сюжет і пов'язана з ним історія, наявність копій і відбитків в літературі, фізичний стан, і десятка інших причин.

Системний підхід до оцінки ринкової вартості шедеврів розроблено Kunst Asset Management GmbH і викладено в форматі моделі оцінки художніх активів (MOXA, Art Asset Pricing Model).

За цим підходом вартість картини визначається як сума різних чинників формування ціни (з яких фактор автора є однією з важливих, але далеко не єдиною детермінантою ціни), зважених на коефіцієнти значущості цих чинників. У свою чергу ці вагові коефіцієнти розраховуються на основі регресивного статистичного аналізу історичної цінової інформації по картинам, включеним до списку KunstAM Top 500 починаючи з 1985 р.

Емоційний ефект (psychic returns) включає, але не обмежуючись ними, естетичне задоволення та інші ефекти престижу та взаємодоповнюваності.

Оцінити важливість естетичного задоволення досить складно, адже краса і її роль в житті кожної людини є індивідуальною. Проте, в першу чергу, варто зрозуміти, що таке естетика в розумінні, яке відноситься саме до чуттєвого сприйняття. Це поняття, що вивчає виразні форми, які відповідають уявленню людини про прекрасне і потворне, піднесене і низьке. Художня творчість сприймається під призмою естетики, як одна з форм ідеології. Естетичне задоволення людина може отримувати при безпосередньому чуттєвому контакті з предметом мистецтва за допомогою органів почуттів. Естетичний настрій є особливим емоційним станом, притаманним людині. Він виражається в готовності задовольнити естетичні потреби.

Фінансовий ефект залежить від зміни вартості предметів мистецтва. Ціни на твори мистецтва формуються з врахуванням фактичних ринкових цін та експертного оцінювання. Взагалі, легше визначити фінансову прибутковість, ніж емоційний ефект від володіння предметами мистецтва інвестиційної якості.

У літературі з економіки мистецтва розглядаються різні підходи щодо вимірювання емоційного ефекту.

Таблиця 3. Підходи щодо вимірювання емоційного ефекту

Підхід	Автори
Для апроксимації величини емоційного ефекту від інвестування в арт-об'єкти використовується ціна оренди картин	Stein (Stein, 1977); Граєсер (Graeser, 1993); Фрей і Ейхенбергер (Frey and Eichenberger, 1995)

Розрахунок премії за ірраціональність (ціну сприйняття, IP) – це раціональний алгоритм оцінки емоційних особливостей ціноутворення на ринку предметів мистецтва, не пов'язаних з власне інвестиційними якостями арт-активу.

Компонента IP, що збільшує справедливу вартість предмета мистецтва, дозволяє визначити яку додаткову суму покупець готовий заплатити понад справедливої ціни за даний предмет мистецтва.

Намагаючись уникнути можливих помилок, експерти виконують широке коло досліджень, рихаючись у рамках таких методів оцінки:

"1) порівняльний метод дослідження – один із головних, який передбачає вивчення широкого спектра іконографічного матеріалу;

2) художній є продовженням порівняльного; передусім виявляються візуальні очевидні стилістичні ознаки твору, майстерність художника, вказуються особливості колористичної гами та інші складові мистецтвознавчого дослідження;

3) історіографічний передбачає вивчення літописів, оповідань, щоденників, листів, бібліографічного матеріалу;

4) утилітарний (структурно-функціональний) дозволяє визначити утилітарне призначення портретів, їхню функцію в суспільстві та виявити тип портрета: ктиторський, родинний, натрунний;

5) візуально-просопографічний включає просопографічне "зчитування" інформації, яка "надходить" із гербів, одягу портретованого, навколишнього антуражу та написів на портреті;

б) техніко-технологічне (фізико-хімічне, мікроскопічне та ін.) дослідження дозволяє додатково розкрити широкий спектр питань: встановити мистецьку школу, датування, підтвердження оригінальності полотна та ін." [25].

Чим вище ризик, пов'язаний з інвестуванням в твори мистецтва, тим вище премію за ризик інвестор зможе отримати в момент продажу. Тому оцінка ризику суттєво впливає на оцінку творів мистецтва на ринку арт-індустрії.

### Висновки з цього дослідження

Арт-інвестування є альтернативним видом інвестиційної діяльності, що здійснюється з метою отримання грошового та негрошового прибутку у разі наявності у потенційного інвестора вільного капіталу. При чому, розраховувати на отримання прибутків можливо лише у довгостроковій перспективі мінімум через 8–10 років.

Проаналізовано динаміку доходності арт-ринку за індексами Mei Moses All Art, Artprice, ARTIMXba. За останні десять років ключовий індекс Mei Moses шість разів перевищував індекс S&P 500. Середня річна прибутковість арт-інвесторів за цей період склала 7,8 % проти скромних 2,7 % для вкладника в цінні папери. Застосування арт-індексів, що відображають динаміку доходності арт-ринку дозволяють оптимізувати інвестиційний аналіз при оцінюванні ризиків інвестування в арт-об'єкти.

Отримані результати свідчать що, кореляція арт-ринку з фінансовими та товарними ринками є слабкою. Проте, очевидною є залежність від вільної грошової маси в обігу. Ціновий потік постійно зростає – з 10 мільйонів доларів в 1980-х роках до 100 мільйонів доларів в 2000-х, до 300 мільйонів доларів у 2010-х, до 450 мільйонів доларів в 2017 р.

Зазначено, що власність на об'єкти мистецтва генерує два типи прибутку: фінансові та ірраціональні (емоційні).

Модель MOXA (Art Asset Pricing Model) базується на системному підході до оцінки ринкової вартості арт-об'єкту та дозволяє визначити вартість арт-об'єкту як суму різних чинників формування ціни, зважених на коефіцієнти значущості цих чинників. Вагові коефіцієнти розраховуються на основі регресивного статистичного аналізу історичної цінової інформації по об'єктам інвестування.

Доведено, що експертне оцінювання арт об'єкта є важливою складовою процесу ціноутворення та мінімізації ризику інвестування на ринку арт-індустрії.

Таким чином, для комплексного врахування факторів, що впливають на прийняття інвестиційних рішень на ринку арт-індустрії доцільним є формування інтегрованої системи інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів. При цьому, для оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єкта на ринку арт-індустрії доцільно враховувати такі групи критеріїв: розмір сегменту арт-ринку твору мистецтва та темпи його росту, особливості конкуренції в сегменті арт-ринку твору мистецтва; прибутковість сегмента арт-ринку твору мистецтва; привабливість комерційного використання твору мистецтва даного автора або напрямку; моду на твір мистецтва даного напрямку; рівень ринкових ризиків твору мистецтва даного автора або напрямку, враховуючи ризик знецінення.

Оцінку конкурентного статусу твору мистецтва доцільно здійснювати з врахуванням таких критеріїв: відносна доля ринку продавця твору мистецтва; рівень інформаційного забезпечення потенційних споживачів твору мистецтва; рівень розвитку маркетингових комунікацій і знання продавцем потенційної цільової аудиторії тощо.

Розробка інтегральних систем інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки інвестиційної привабливості арт-об'єктів базується на використанні експертних процедур. При цьому, може бути застосована пряма процедура експертного оцінювання за розробленою системою критеріїв або спеціальна експертно-ієрархічна процедура, що сприятиме збільшенню достовірності експертного оцінювання. Найбільш доцільним на думку фахівців є використання методики аналізу ієрархій, що дозволяє отримати не тільки інтегральні компоненти системи оцінювання, але й дозволяє провести перевірку якості експертної процедури й експертних оцінок за кожним критерієм оцінювання інвестиційної привабливості арт-об'єкта.

Таким чином, застосування системи визначенню оптимальної інвестиційної стратегії на інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринку-арт індустрії за критерієм мінімізації ризиків інвестиційної привабливості арт-об'єктів сприятиме інвестування.

### Список літератури

1. Момот Т. В., Момот Д. Т. Інфраструктура ринку арт-індустрії: аналіз сучасної структури та функцій. *Сучасний стан наукових досліджень та технологій в промисловості*. 2018. № 2 (4). С. 34–44. DOI: <https://doi.org/10.30837/2522-9818.2018.4.034>.
2. Moulin, R. (1987), *The French Art Market. A Sociological View*. New Brunswick : Rutgers University Press, 227 p.
3. Janssen, S. (2001), "The empirical study of careers in literature and arts", in D. Schram and G. Steen (eds), *The Psychology and Sociology of Literature*, Amsterdam : Benjamins, P. 323–357.
4. Yogev, T. (2010), "The social construction of quality: Status dynamics in the market for contemporary art", *Socio-Economic Review* 8, No. 3, P. 511–536.
5. Akerlof, G. A. (1970), "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanisms", *Quarterly Journal of Economics*, No. 84, P. 488–500.
6. Rossel, J. (2007), "A sthetisierung, Unsicherheit und die Entwicklung von Markten", in J. Beckert, R. Diaz-Bone and H. Ganßmann (eds), *Markte als soziale Strukturen*, Frankfurt A. M. : Campus, P. 167–181.
7. Karpik, L. (2010), *Valuing the Unique. The Economics of Singularities*, Princeton, NJ : Princeton University Press, 288 p.
8. Baumol, W. J. (1986), "Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2. P. 10–14.
9. Frey, B. S., Pommerehne, W. W. (1989), *Muses and Markets: Explorations in the Economics of the Arts*. Blackwell, Oxford, 219 p.
10. Frey, Bruno S; Cueni, Reto (2013), "Why invest in art?", *The economists' voice*, No. 10 (1), P. 1–6.
11. Goetzmann, William N. (1993), "Accounting for Taste: Art and Financial Markets over Three Centuries", *American Economic Review*, 83(5). P. 1370–1376.
12. Goetzmann, W. N. et. al. (2011), "Art and Money", *American Economic Review*, No. 101 (3), P. 222–226.
13. Goetzmann, W. N., Spiegel, M. (1995), "Private Value Components, and the Winner's Curse in an Art Index", *European Economic Review*, Vol. 39, P. 549–555.
14. Mei, J., Moses, M. (2002), "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces", *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, P. 1656–1668.
15. Mei, J., Moses, M. (2005), "Beautiful Asset: Art as Investment", *Journal of Investment Consulting*, Vol. 7, No. 2, P. 45–51.
16. Campbell, R. (2004), "The Art of Portfolio Diversification", *Maastricht University – Limburg Institute of Financial Economics*, Research Paper, No. WP05-001.
17. Campbell, R. (2008), "Art as a Financial Investment", *The Journal of Alternative Investments*. Spring, Vol. 10, No. 4, P. 64–81.
18. Kraeussl, R., Lee, J. (2010), "Art as an Investment: the Top 500 Artists", Department of Finance, VU University, Amsterdam, URL : <http://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2011-Toronto/papers/Kraeussl.pdf> (last accessed 01.11.2018).
19. Buelens, N., Ginsburgh, V. (1993), "Revisiting Baumol's art as floating crap game", *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 37 (7), P. 1351–1371.
20. Jakutis, R. (2013), "Apie kolekcijas", URL : <http://www.snaujienos.lt/naujienos/mes-tokie/30866-apie-kolekcijas> (last accessed 01.11.2018).
21. Renneboog, L., Spaenjers, C. (2011), "The Inconic Boom in Modern Russian Art", *Journal of Alternative Investments*, No. 13 (1), P. 67–80.
22. Higgs, H., Worthington, A. C. (2005), "Financial Returns and Price Determinants in the Australian Art Market, 1973-2003", *The Economic Record*, No. 81 (253), P. 113–123.
23. Agnello, R. J., Pierce, R. K. (1996), "Financial Returns, Price Determinants, and Genre Effects in American Art Investment", *Journal of Cultural Economics*, No. 20 (4), P. 359–383.
24. Artnet Analytics. "Artnet Indices White Paper", URL : <http://www.artnet.com/analytics/reports/white-paper> (last accessed 01.11.2018).
25. Походяща О. Б. До питання атрибуції історичних портретів XVII – поч. XIX ст. в музеях України. *Перші наукові читання, присвячені пам'яті професора Олександра Івановича Мінжуліна : збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції*. Київ : НАКККІМ, 2014. С. 100–104.

### References

1. Momot, T. V., Momot, D. T. (2018), "Art-industry market infrastructure: the analysis of modern structure and functions" ["Infrastrukturа rynku art-industrii: analiz suchasnoi struktury ta funktsii"], *Innovative Technologies and Scientific Solutions for Industries*, No. 2 (4), P. 34–44. DOI: <https://doi.org/10.30837/2522-9818.2018.4.034>.
2. Moulin, R. (1987), *The French Art Market. A Sociological View*. New Brunswick : Rutgers University Press, 227 p.
3. Janssen, S. (2001), "The empirical study of careers in literature and arts", in D. Schram and G. Steen (eds), *The Psychology and Sociology of Literature*, Amsterdam : Benjamins. P. 323–357.
4. Yogev, T. (2010), "The social construction of quality: Status dynamics in the market for contemporary art", *Socio-Economic Review* 8, No. 3, P. 511–536.
5. Akerlof, G. A. (1970), "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanisms", *Quarterly Journal of Economics*, No. 84, P. 488–500.
6. Rossel, J. (2007), "A sthetisierung, Unsicherheit und die Entwicklung von Markten", in J. Beckert, R. Diaz-Bone and H. Ganßmann (eds), *Markte als soziale Strukturen*, Frankfurt A. M. : Campus, P. 167–181.
7. Karpik, L. (2010), *Valuing the Unique. The Economics of Singularities*, Princeton, NJ : Princeton University Press, 288 p.



8. Baumol, W. J. (1986), "Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, P. 10–14.
9. Frey, B. S., Pommerehne, W. W. (1989), *Muses and Markets: Explorations in the Economics of the Arts*. Blackwell, Oxford, 219 p.
10. Frey, Bruno S., Cueni, Reto (2013), "Why invest in art?", *The economists' voice*, No. 10 (1), P. 1–6.
11. Goetzmann, William N. (1993), "Accounting for Taste: Art and Financial Markets over Three Centuries", *American Economic Review*, No. 83 (5), P. 1370–1376.
12. Goetzmann, W. N. et. al. (2011), "Art and Money", *American Economic Review*, No. 101 (3), P. 222–226.
13. Goetzmann, W. N., Spiegel, M. (1995), "Private Value Components, and the Winner's Curse in an Art Index", *European Economic Review*, Vol. 39, P. 549–555.
14. Mei, J., Moses, M. (2002), "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces", *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, P. 1656–1668.
15. Mei, J., Moses, M. (2005), "Beautiful Asset: Art as Investment", *Journal of Investment Consulting*, Vol. 7, No. 2, P. 45–51.
16. Campbell, R. (2004), "The Art of Portfolio Diversification", *Maastricht University – Limburg Institute of Financial Economics*, Research Paper, No. WP05-001.
17. Campbell, R. (2008), "Art as a Financial Investment", *The Journal of Alternative Investments*. Spring, Vol. 10, No. 4, P. 64–81.
18. Kraeussl, R., Lee, J. (2010), "Art as an Investment: the Top 500 Artists", Department of Finance, VU University, Amsterdam, available at : <http://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2011-Toronto/papers/Kraeussl.pdf> (last accessed 01.11.2018).
19. Buelens, N., Ginsburgh, V. (1993), "Revisiting Baumol's art as floating crap game", *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 37 (7), P. 1351–1371.
20. Jakutis, R. (2013), "Apie kolekcijas", available at : <http://www.snaujienos.lt/naujienos/mes-tokie/30866-apie-kolekcijas> (last accessed 01.11.2018).
21. Renneboog, L., Spaenjers, C. (2011), "The Inconic Boom in Modern Russian Art", *Journal of Alternative Investments*, No. 13 (1), P. 67–80.
22. Higgs, H., Worthington, A. C. (2005), "Financial Returns and Price Determinants in the Australian Art Market, 1973-2003", *The Economic Record*, No. 81 (253), P. 113–123.
23. Agnello, R. J., Pierce, R. K. (1996), "Financial Returns, Price Determinants, and Genre Effects in American Art Investment", *Journal of Cultural Economics*, No. 20 (4), P. 359–383.
24. Artnet Analytics. "Artnet Indices White Paper", available at : <http://www.artnet.com/analytics/reports/white-paper> (last accessed 01.11.2018).
25. Pokhodiashcha, O. B. (2014), "On the issue of attribution of historical portraits XVII – beg. XIX century in museums of Ukraine" ["Do pytannia atrybutsii istorychnykh portretiv XVII – poch. XIX st. v muzeiakh Ukrainy"]. Pershi naukovi chytannia, prysviacheni pamiaty profesora Oleksandra Ivanovycha Minzhulina : zbirnyk materialiv mizhnarodnoi naukovo-praktychnoi konferentsii, Kyiv : NAKKKiM, 2014. P. 100–104.

Надійшла (Received) 20.11.2018

#### Відомості про авторів / Сведения об авторах / About the Authors

**Момот Дарина Тарасівна** – Харківський національний університет міського господарства імені О. М. Бекетова, магістр кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту, Харків, Україна; e-mail: momotdaryna@gmail.com; ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6026-541X>.

**Момот Дарина Тарасівна** – Харьковский национальный университет городского хозяйства имени А. Н. Бекетова, магистр кафедры финансово-экономической безопасности, учета и аудита, Харьков, Украина.

**Momot Daryna** – O. M. Beketov Kharkiv National University of Urban Economy, Master Student at the Department of Financial and Economic Security, Accounting and Auditing, Kharkiv, Ukraine.

## ОЦЕНКА РИСКОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ АРТ-ИНДУСТРИИ: СИСТЕМАТИЗАЦИЯ ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ

**Предметом** исследования в статье является совокупность теоретических, методических и практических аспектов по оценке рисков инвестирования на рынке арт-индустрии. **Цель** работы – является систематизация теоретико-методических подходов к оценке рисков инвестирования на рынке арт-индустрии и обоснование практических рекомендаций по оценке инвестиционной привлекательности объектов арт-инвестирования для определения оптимальной стратегии инвестирования на рынке арт-индустрии. В статье решаются следующие **задачи**: выделены три основных (базовых) стратегии инвестирования на рынке арт-индустрии; осуществлена систематизация индексов, отражающих динамику доходности арт-рынка, произведена оценка ценовых трендов по выбранным индексам доходности арт-рынка, выделены два типа прибыли, генерирующие собственность на объекты искусства: финансовые и иррациональные; рассмотрены методы экспертного оценивания арт-объектов, обоснованы практические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности объектов арт-инвестирования. Используются следующие **методы**: абстрактно-логический анализ, теоретического обобщения, системного и статистического анализа. Получены следующие **результаты**: систематизированы ценовые и неценовые арт-индексы, отражающие динамику арт-рынка и позволяющие оценить риски инвестиционных стратегий на рынке арт-индустрии; проанализирована динамика трендов арт-индексов; обоснована целесообразность формирования информационно-аналитического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов. **Выводы** доказано, что экспертная оценка арт объекта является важной составляющей процесса ценообразования и минимизации риска инвестирования на рынке арт-индустрии. Обобщены теоретические положения и методические подходы к оценке арт-

индексов, отражающих динамику доходности арт-рынка. Доказано, что применение арт-индексов позволяет оптимизировать инвестиционный анализ, выполнить корректную оценку предметов искусства, сделать перспективную оценку ценовых трендов. По результатам анализа трендов арт-индексов установлено, что корреляция арт-рынка с финансовыми и товарными рынками является слабой. Для арт-рынка характерны такие специфические особенности, а именно низкая прозрачность и ликвидность рынка; проблемы оценки достоверности; сложность аналитической оценки инвестиционных перспектив; получение прибыли возможно лишь в долгосрочной перспективе минимум через 8–10 лет. Отмечено, что собственность на объекты искусства генерирует два типа прибыли: финансовые и иррациональные (эмоциональные). Предложено применение системы информационно-аналитического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов, что будет способствовать определению оптимальной инвестиционной стратегии на рынке-арт индустрии по критерию минимизации рисков инвестирования.

**Ключевые слова:** рынок арт-индустрии; риски инвестирования; арт-индексы доходности арт-рынка; оценка стоимости предметов искусства инвестиционного качества; стратегии инвестирования на рынке арт-индустрии; методы экспертного оценивания арт-объектов; инвестиционная привлекательность объектов арт-инвестирования; информационно-аналитическое обеспечение оценки инвестиционной привлекательности арт-объектов.

## RISK ASSESSMENT OF INVESTMENTS IN THE ART-INDUSTRY MARKET: SYSTEMATIZATION OF THEORETICAL AND METHODOLOGICAL APPROACHES

The **subject matter** of the article is the set of theoretical, methodological and practical aspects in assessing investment risks in the art industry market. **The goal of the** research is the systematization of theoretical and methodological approaches to the assessment of investment risks in the art industry market and the practical recommendations development for the investment attractiveness of art investment objects assessing in order to determine the optimal investment strategy in the art industry market. The following **tasks** were solved in the article: four basic strategies of investing in the art industry are allocated; the systematization of the art-indexes reflecting the dynamics of the profitability of the art market is done, the estimation of price trends on the selected art-indexes of the profitability of the art market is analyzed, and the two types of profit, generating ownership of objects of art: financial and irrational (emotional) are defined; the methods of expert evaluation of art objects are considered, practical recommendations on investment attractiveness of art investment objects are developed. **The following methods are used:** abstract-logical analysis, theoretical generalization, system and statistical analysis. The following **results** were obtained: the price and non-priced art-indexes that reflect the dynamics of the art market and allow assessing the risks of investment strategies in the art industry are systematized; the dynamics of trend of art-indexes is analyzed; the expediency of formation of informational and analytical support for estimating the investment attractiveness of art objects is substantiated. **Conclusions:** the expert assessment of the art object is an important part of the process of pricing and minimizing the risk of investing in the art industry market is proved. The theoretical positions and methodical approaches to the estimation of the art-indexes reflecting the dynamics of the profitability of the art market are generalized. It is proved that application of art-indexes allows to optimize investment analysis, to carry out a correct assessment of art objects, to make a perspective assessment of price trends. According to the results of the analysis of the art-indexes trends, it was found out that the correlation of the art market with the financial and commodity markets is weak. The art market is characterized by such specific features as: the low transparency and market liquidity; the problems of authenticity assessment; the complexity of analytical estimation of investment perspectives; it is possible to receive profits only in the long run, at least after 8-10 years. It is noted that ownership of objects of art generates two types of profit: financial and irrational (emotional). The application of the system of informational and analytical support for assessing the investment attractiveness of art objects is proposed, which will help to determine the optimal investment strategy in the market of art industry on the criterion of minimizing investment risks.

**Keywords:** art industry market; investment risks; art-indexes of the profitability of the art market; assessment of the value of art objects of investment quality; investment strategy in the art industry; methods of expert evaluation of art objects; investment attractiveness of objects of art investment; informational and analytical support for assessing the investment attractiveness of art objects.