

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ И АНАЛИЗ

УДК 311.1+330+7.05

В. А. Колычева

СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ЦЕН НА ПРОИЗВЕДЕНИЯ ИСКУССТВА

Феномен рынка предметов искусства привлекает к себе пристальное внимание ученого сообщества за рубежом. В середине 1960-х годов иностранными специалистами было доказано, что долгосрочный экономический рост недостижим без присутствия, казалось бы, нерентабельной культурной сферы. За этим последовали научные споры о финансовых перспективах художественных ценностей. Стоит заметить, что единый подход не выработан до сих пор. Тем не менее даже оппозиционеры в арт-аналитике сходятся в трактовке памятников как убежищ для капитала. Исходя из поставленных задач, настоящее исследование разбивается на две логические части. Первой задачей является определение конкретных количественных показателей инвестиционного потенциала произведений, а именно: каков средний доход от вложений в предметы искусства; высока ли вероятность частичной или даже полной утраты капитала; наконец, возможно ли установить безрисковый срок для перепродажи памятника? Второй задачей становится нахождение профилирующего фактора, задающего цену искусства. Иными словами, в чем причина большей либо, напротив, меньшей прибыли от повторной продажи произведения: в первоначальной оценке рынка; в популярности или забвении мастера; в диктате моды или в транзакционных издержках владения? Библиогр. 6 назв. Табл. 13.

Ключевые слова: арт-рынок, произведения искусства, инвестиции-убежища, вариационный анализ, корреляционный анализ.

V. A. Kolycheva

STATISTICAL ANALYSIS OF ARTWORK PRICE DISTRIBUTION

The phenomenon of the art market attracts the close attention of the scientific community abroad. In the mid-1960 s foreign experts proved that long-term economic growth cannot be achieved without the presence of a seemingly unprofitable cultural sphere. This was followed by scientific disputes about the financial prospects of artwork values. It is worth noting that a single approach has not yet been developed. Nevertheless, everyone agrees that artworks are shelters for the capital. The present study is divided into two parts. The first is to determine the specific quantitative indicators of the investment potential of artworks, namely: What is the average income from art investments? Is the probability of

Валерия Андреевна КОЛЫЧЕВА — кандидат экономических наук, ассистент, Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9; v.kolycheva@spbu.ru

Valeria A. KOLYCHEVA — PhD, Assistant, St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation; v.kolycheva@spbu.ru

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2016

the partial or complete loss of capital high or whether it is possible to establish a risk-free period for the monument's resale?

The second aim is to find the profiling factor defining the art price. In other words, what is the reason for higher or, conversely, lower profits from the art resale: The initial estimate of the market? The artist's popularity? Fashion? Or the transaction costs of acquisition? Refs 6. Tables 13.

Keywords: art market, works of art, shelter investments, variation analysis, correlation analysis.

Введение

Словосочетание «произведение искусства», или, иначе, «арт-актив», сегодня можно встретить в бизнес-плане любой конкурентоспособной иностранной компании. Во-первых, потому что материальная помощь искусству традиционно придает особую респектабельность капиталу и соответственно повышает престиж для инвесторов. Во-вторых, согласно законодательству большинства развитых стран инвестиции в арт-рынок — оптимальный способ легализации накоплений, снижения налоговых ставок и привлечения к сотрудничеству зарубежных партнеров. Однако для дальновидных бизнесменов привычным уже стало определение вложений в предметы искусства как «инвестиций-убежищ» — за их заметную монетарную устойчивость по отношению к политическим конфликтам, экономическим кризисам и другим подобным экстремальным для любой страны ситуациям. Доказательством, ставшим классическим, служит сравнение динамики ценовых показателей немецких государственных ценных бумаг, начиная с 1874 г., и картин Сезанна. В результате двух мировых войн владельцы акций и облигаций несли значительные потери, вплоть до банкротства, тогда как цены на работы мастера росли и в военные, и в кризисные периоды (цит. по: [Колычева, 2014, с. 19]). Возможность еще раз подтвердить данную аксиому совсем недавно предоставило русское искусство. Вопреки строгости международных санкций, резкому падению стоимости нефти и шаткому положению рубля, именно оно продемонстрировало, по словам *New York Times*, «удивительный бум» [Heuman, October 8, 2014]. Ведущие аукционные дома *Christie's* и *Sotheby's* установили новые русские рекорды, что подарило немедленную надежду остаться на плаву многим предпринимателям-продавцам, тогда как покупателям — шансы существенно окупить свои затраты в будущем.

Последнее обстоятельство также говорит в пользу установившейся трактовки предметов искусства как инвестиций-убежищ. Рынок художественный отмечает всплеск активности не только при спаде на рынке фондовом и соответственном уменьшении возможностей для сохранения вложений, но и при реализации, если так можно выразиться, выдержанных арт-активов. Ярким примером может служить история полотна Ренуара «Прогулка», показавшего среднегодовую доходность в 109%: произведение, купленное в 1976 г. за 680 тыс. фунтов стерлингов, в 1989 г. было продано за 10,34 млн фунтов стерлингов (цит. по: [Колычева, 2014, с. 20–21]). В целом же арт-аналитики рекомендуют собственникам реализовывать памятники искусства не ранее через два десятилетия после приобретения. Что на фоне неизбежных расходов на владение, таких как реставрация, или непредвиденных затрат, связанных, например, с завуалированными кражами или подменой шедевров, ведет к закономерному вопросу — во всех ли случаях игра стоит свеч? Для выработки объективного ответа было проведено комплексное статистическое исследование, описанию принципиальных выводов которого и будет посвящена настоящая статья.

Проблема целесообразности вложений в предметы искусства — одна из самых популярных тем в актуальной зарубежной арт-аналитике. Впервые вопрос о художественных ценностях как об экономической категории был поставлен относительно недавно — в середине 60-х годов XX века. Затем последовали труды, сопоставляющие памятники с более привычными объектами для вложений капитала. Надо сказать, что единого мнения о выгодности инвестиций в искусство не существует до сих пор. Приведем диаметрально противоположные позиции. Нобелевский лауреат У. Баумоль (кстати, первым заметивший «общественную» полезность сферы культуры для роста экономики в целом) указал на скромные инвестиционные возможности произведений — причем в большинстве случаев существенно уступающие любым другим объектам [Baumol, 1986, p. 10–14]. Напротив, родоначальники пионерного индекса в искусстве — профессора Школы бизнеса Стерна Нью-Йоркского университета (*Stern School of Business, New York University*) Д. Мей и М. Мозес увидели в искусстве серьезного конкурента традиционным инвестициям, способного при создании коллекции должного уровня заметно превысить доходы от совокупности иных активов [Mei, Moses, 2002, p. 1656–1668]. Впрочем, представители альтернативных мнений сходились в одном — потенциал памятников вскрывается при событиях спорадического характера. Любопытно, что эта специфика искусства — особая связь со временем — была открыта как бы «по пути»; отдельное внимание ей за спорами о предпочтительности, к примеру, акций художественным предметам не уделялось. Противоположная задача поставлена в настоящей работе, в связи с чем фокус исследования смещен непосредственно в сторону оценки инвестиционных перспектив предметов искусства с учетом временного фактора.

1. Эмпирическая база исследования

Первоначально следует остановиться на особенностях того массива данных, который был избран для изучения. На сегодняшний день самой обширной совокупностью предметов искусства является *Skate's Top 10 000* (<http://www.skatepress.com/skates-top-10000/artworks/>), объединяющий наиболее дорогостоящие арт-объекты, реализованные с 1985 г. по настоящее время посредством публичных аукционов¹. Прежде чем остановиться на бесспорных преимуществах данного рейтинга, следует обрисовать общее положение информационной политики в сфере искусства. Отнюдь не будет преувеличением сказать, что вряд ли найдется более закрытый (среди легальных) рынок, чем рынок художественный. Специфика большинства сделок разглашается весьма неохотно; в тех же случаях, когда подобные сведения поступают, им нельзя доверять безоговорочно. Появляющиеся в средствах массовой информации сводки нередко пестрят разнообразными ошибками — от пута-

¹ Компания *Skate's* была основана в 2004 г. в Нью-Йорке российским предпринимателем С. С. Скатерщиковым. Несмотря на юный возраст, фирма позиционирует себя как лидера в сфере аналитики художественного бизнеса; подтверждением могут служить рейтинги произведений, составляемые компанией, отслеживание динамики собственного арт-индекса, проведение специализированного форума, объединяющего дилеров, экспертов и коллекционеров. В 2009 г. *Skate's* было издано международное руководство по инвестированию на рынке предметов искусства (на русском языке это издание вышло в 2006 г. — В. К.). С начала 2015 г. фирма стала частью всемирно известной медиа-компании *ARTnews*, глобальной целью которой выступает достижение большей прозрачности торговых сделок с памятниками искусства.

ницы с жанром либо размером работы до неточностей в авторстве — факторами, играющими не последнюю роль в формировании стоимости памятника. В этих условиях искусствоведчески выверенная совокупность из 10 000 единиц наблюдения, открытая для всех заинтересованных пользователей, является настоящей редкостью. Рейтинг ведет свой счет с середины 1980-х годов — времени начала расцвета рынка и фиксации первых громких сделок. Наконец, объясним акцент на аукционном методе продажи — открытом способе установления цены. Так, дорогостоящий памятник может быть реализован и через галерею, но в этом случае покупатель вправе не называть выплаченную им сумму, тогда как на аукционе прозрачность цены выступает обязательным условием участия.

Внутренний размах вариации рейтинга — примерно от 1,5 до более чем 140 млн долл. США за предмет искусства, — диагностирующий значительную неоднородность составляющих. При этом визуально прослеживается интересная закономерность: топовые позиции первых сотен совокупности во многом определяются произведениями, реализованными повторно; в дальнейшем же концентрация уступает место большей равномерности распределения. Аналогичная тенденция сохраняется при подходе к признанным мастерам-лидерам: наиболее дорогие работы Бэкона, Уорхола и Пикассо относятся именно к повторным продажам. Суммарное число подобных памятников составляет 1537 единиц или 15,37 %, формируя собой независимый массив данных *Skate's Repeat Sale* (<http://www.skatepress.com/skates-top-10000/repeat-sales/>), — эмпирическую базу нашего исследования о правомерности отнесения художественных произведений к убежищам для капитала.

2. Эмпирический анализ

А. Предварительный анализ

Искомая выборочная совокупность ранжирована по цене первоначальной продажи с диапазоном приблизительно от 6 тыс. до свыше чем 34 млн долл. США². В первую очередь обращает на себя внимание незначительное сужение вариационного размаха на фоне существенного уменьшения общего числа единиц наблюдения — в 6,5 раз. Предварительная визуальная оценка выборки сразу же вскрывает ее отличительную особенность: у произведений, занявших верхние строки, цена перепродажи весьма скромна. Так полотно Ротко — художника, открывающего рейтинг, было реализовано через 6 лет почти на 16 млн долл. дороже (50,0 против 34,2). Однако при движении по списку памятников вниз эта зависимость растет в невероятной прогрессии: на последнем месте располагается купленная лишь за 6,2 тыс. долл. работа Балдессари (современного художника, представителя концептуального искусства), которая была продана через 21 год за 3,9 млн долл., т. е. подорожав в 627 раз! Что касается пресловутого периода временной выдержки, то возможно констатировать, что далеко не все владельцы предметов искусства следуют советам арт-экспертов: здесь размах составляет от 0 до 46 лет. Любопытно, что самая «нетерпеливая» перепродажа — творения Родена принесла доход выше,

² Подчеркнем, что 10 000 арт-рейтинг формируется согласно последней зафиксированной цене памятника, в нашем случае — цене повторной продажи, которая, в свою очередь, и должна удовлетворять границам вариации в генеральной совокупности; это так при минимальной перепродаже в чуть более 1 млн долл. США и максимальной — в 72 млн ровно.

чем 6 млн долл. (10,5–4,1), уступающий вместе с тем сроку максимальной выдержки (портрет кисти Кранаха Старшего — от 105 тыс. до 6,8 млн долл.).

В качестве основной меры инвестиционной привлекательности произведений аналитики *Skate's* предлагают специальный показатель *Annualized Effective Rate of Return (ERR)* — годовую эффективную ставку доходности (перевод термина наш. — В.К.). По мнению компании, данный показатель наилучшим образом отражает фактическую прибыльность вложений в искусство; достигается это за счет установления самых весомых транзакционных издержек игроков арт-рынка: комиссионных процентов аукциониста, налоговых выплат, расходов собственника на владение — и последующего их исключения из расчета. Роль подобных транзакций при сделках с художественными ценностями требует некоторых комментариев. Комиссия аукционного дома забирает, как правило, 10–17 % от цены продажи памятника; в ряде случаев дополнительно выплачиваются еще 4–7 % за так называемое право следования мастеру или его наследникам в течение 70 лет со дня смерти автора. Потомки Пикассо, например, живут за счет этих процентов. Собираемые налоги всецело зависят от местного законодательства. Так, российская таможенная пошлина, выплачиваемая при ввозе предметов искусства на территорию страны, считается одной из самых высоких в мире, составляя 30 % от стоимости произведения. Однако от неё освобождаются собиратели, приобретающие памятники для эфемерного личного пользования. Последнее, в свою очередь, заканчивается при перепродаже ввезенной ценности, и коллекционер переходит в категорию налогоплательщиков³. Наконец, расходы на владение весьма различны; условно их можно разделить на две группы — предвиденные и непредвиденные. В первую входят затраты на страхование, экспозицию, хранение (такие как нужный температурно-влажностный режим) и реставрацию. Необходимость во вторых возникает в частности при реституционных спорах; о многом говорит то, что судебные разбирательства, затрагивающие фашистско-нацистские конфискации, ведутся по сей день.

Годовая эффективная ставка доходности произведений варьирует в пределах от $-50,36\%$ ⁴ до $190,2\%$ со скоплением отрицательных величин близ вершины рейтинга, редким появлением их в середине и полным отсутствием в конце. Самым невыгодным вложением средств становится пейзаж художника Гассамы (американского импрессиониста): работа, купленная без малого за 4 млн долл., после 39 лет хранения реализована вполноту дешевле. В свою очередь, превзошла ожидания владельца скульптура мастера Ногучи (американского дизайнера и ландшафтного архитектора японского происхождения), приобретенная чуть более чем за 155 тыс. долл. и лишь за 2 года подорожавшая почти в 24 раза (перепродана за 3,7 млн). От-

³ Подробнее о данных транзакционных издержках см.: [Колычева, 2014, с. 15–16, 24–25].

⁴ С позиции математико-статистического аппарата отрицательная относительная величина выглядит, конечно, неким нонсенсом; вместе с тем финансово-аналитическое содержание рассматриваемого показателя остается логически обоснованным (ведь как иначе, не в стоимостном выражении, передать фиаско инвестиции). Напомним, что на этапе промежуточных расчетов линейного и квадратического отклонений проявляется отрицательная абсолютная величина (при превышении средней минимального индивидуального наблюдения), тем не менее значения коэффициентов, как известно, приходят к единицам измерения признака. В нашем случае отрицательные проценты будут трактоваться лишь как форма показателя, необходимая для погружения в его внутреннюю сущность.

дельным индикатором выступает некоторое расхождение тенденций, которые прослеживаются при сравнении первоначальной и повторной цен с *Annualized ERR*. Если сосредоточение отрицательных показателей доходности в начале выборочной совокупности созвучно относительно невысоким ценам перепродаж этих памятников, то срок выдержки условно проигравшей и лидирующей в инвестиционном сопоставлении работ — отнюдь нет. Вероятнее всего виной, тому неизбежные индивидуальные особенности оценки транзакционных издержек в искусстве.

Б. Вариационный анализ

Прохождение этапа наработки предварительных суждений об исследуемой совокупности позволяет констатировать справедливость отнесения произведений к весьма выгодным долгосрочным инвестициям. Следующим аналитическим шагом, таким образом, становится фокусированное изучение характера изменения взаимосвязанных признаков — цены искусства, первой и повторной, срока владения памятником, а также годовой эффективной ставки доходности⁵. Во всех четырех случаях важнейшие показатели центра распределения — средняя, мода и медиана — существенно уступают разнице между самым большим и самым малым значениями рейтинга (табл. 1–4). В свою очередь, их взаимосравнение указывает на следующее: всегда величина средней выше, а моды — ниже всех. Причем для одного из признаков, «цены первоначальной продажи», значение последней настолько отлочно от остальных, что требует уточнения единиц измерения: миллионы опускаются до тысяч. Медиана, иначе срединная варианта, и для первоначальной, и для последующей цены меньше среднего показателя почти в 2 раза, тогда как для фактора времени различие составляет лишь 4 года, а для годовой эффективной ставки доходности — около процента. Наконец, хотя и любопытно заметить, что средняя цена повторной продажи в 2,5 раза превышает первую среднюю цену, показатель этот меркнет при обращении к чаще всего встречаемой цене перепродажи, возросшей в 8,2 раз.

Таблица 1. Показатели распределения для признака «Цена первоначальной продажи» (долл. США)

Показатели центра распределения			Абсолютные показатели степени вариации		
Средняя величина	Мода	Медиана	Размах вариации	Среднее линейное отклонение	Среднее квадратическое отклонение
2 054 228	220 000	1 143 790	34 194 779	2 124 392	3 450 735

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

⁵ Эмпирический анализ произведен по чистому массиву — несгруппированным данным, передающим индивидуальную специфику каждой единицы наблюдения. Округление показателей осуществлено в соответствии с тем количеством знаков после запятой, которое признаки имели изначально — согласно изучаемому рейтингу.

Таблица 2. Показатели распределения для признака «Период владения» (количество лет)

Показатели центра распределения			Абсолютные показатели степени вариации		
Средняя величина	Мода	Медиана	Размах вариации	Среднее линейное отклонение	Среднее квадратическое отклонение
16	6	12	46	11	13

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 3. Показатели распределения для признака «Цена повторной продажи» (долл. США)

Показатели центра распределения			Абсолютные показатели степени вариации		
Средняя величина	Мода	Медиана	Размах вариации	Среднее линейное отклонение	Среднее квадратическое отклонение
5 071 472	1 800 000	2 700 000	70 857 143	3 982 771	7 026 667

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 4. Показатели распределения для признака «Годовая эффективная ставка доходности», %

Показатели центра распределения			Абсолютные показатели степени вариации		
Средняя величина	Мода	Медиана	Размах вариации	Среднее линейное отклонение	Среднее квадратическое отклонение
10,71	3,28	9,52	240,56	8,97	14,79

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Что касается показателей рассеивания, то для обоих стоимостных признаков они выше характеристик центра распределения; однако не так существенно для цены первоначальной, как для перепродажи (на фоне более значимых величин средней, медианы и, особенно, моды). Срок владения составляет исключение, правда непримечательное в количественном отношении. Средняя годовая эффективная ставка доходности превалирует лишь над линейным отклонением, уступая квадратическому. Значения относительных показателей вариации, сильно отдаляясь от известных констант, передают неоднородность частотных распределений всех изучаемых признаков (табл. 5–8). Характерно, что самыми разнообразными по показателю вариации становятся цены, достигнутые впервые, тогда как по коэффициенту осцилляции — все же инвестиционная доходность. Представляется, что последнее может быть объяснено сильными убытками, которые терпят коллекционеры, перепродающие лишившиеся интереса публики произведения. Наиболее однородным из имеющихся остается временной фактор. Здесь уместно вернуться к показателям центра распределения: самый часто встречаемый период выдержки искусства составляет всего 6 лет — значительно меньше не только рекомендуемого, максимального и среднего сроков, но даже отклонения.

Исходя из итогов изучения характеристик центра распределения и вариации, вполне можно ожидать, что максимальной структурной неоднородностью отли-

Таблица 5. Показатели вариации для признака «Цена первоначальной продажи», %

Относительные показатели степени вариации			
Коэффициент осцилляции	Линейный коэффициент вариации		Относительный коэффициент вариации
	на базе средней величины	на базе медианы	
1664,6	103,4	185,7	168,0

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 6. Показатели вариации для признака «Период владения», %

Относительные показатели степени вариации			
Коэффициент осцилляции	Линейный коэффициент вариации		Относительный коэффициент вариации
	на базе средней величины	на базе медианы	
287,5	68,8	91,7	81,3

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 7. Показатели вариации для признака «Цена повторной продажи», %

Относительные показатели степени вариации			
Коэффициент осцилляции	Линейный коэффициент вариации		Относительный коэффициент вариации
	на базе средней величины	на базе медианы	
1397,2	78,5	147,5	138,6

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 8. Показатели вариации для признака «Годовая эффективная ставка доходности», %

Относительные показатели степени вариации			
Коэффициент осцилляции	Линейный коэффициент вариации		Относительный коэффициент вариации
	на базе средней величины	на базе медианы	
2246,13	83,75	94,22	138,10

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

чается признак «Цена первоначальной продажи» (табл. 9–12): верхний квартиль в 5,5 раз выше нижнего, последний дециль — в 22,3 раза больше первого. Кроме того, оба нижних показателя превосходят модальный. Величина первого квартиля полностью совпадает с модой для «Периода владения»; верхний дециль в половину меньше. Третий квартиль слегка заходит за середину вариационного размаха, тогда как девятый дециль стремится к пиковому наблюдению в распределении; подобное приближение не затрагивает ни один из других признаков. С позиции инвестиционной доходности важно, что не более чем 1/15 часть памятников не принесла прибыли. Это возможно утверждать, так как уже со второго дециля (не представлен в табл. 12), равного 1,65%, начинается неуклонное увеличение. Все характеристики структуры перепродажи, в свою очередь, качественно отличны от ранее установленных цен. Впрочем, если последние квартиль и дециль растут в среднем в два раза, то нижние показатели — в 3,6 и 6,2 раз соответственно. Внутреннее сравне-

ние, в разрезе признака «Цена повторной продажи», диагностирует близость первых квартиля и дециля, что не совпадает с остальными распределениями. Проявляется некий аналитический намек на присутствие как бы входной платы на рынок арт-повторов: нижняя граница оговорена, установлена; вопрос верхней остается открытым.

Таблица 9. Показатели структуры для признака «Цена первоначальной продажи»

Структурные характеристики, долл. США				Показатели формы распределения	
Нижний квартиль	Верхний квартиль	Нижний дециль	Верхний дециль	Коэффициент асимметрии	Коэффициент эксцесса
492 000	2 704 000	226 000	5 033 191	3,8	20,8

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 10. Показатели структуры для признака «Период владения»

Структурные характеристики, количество лет				Показатели формы распределения	
Нижний квартиль	Верхний квартиль	Нижний дециль	Верхний дециль	Коэффициент асимметрии	Коэффициент эксцесса
6	22	3	40	0,9	-0,5

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 11. Показатели структуры для признака «Цена повторной продажи»

Структурные характеристики, долл. США				Показатели формы распределения	
Нижний квартиль	Верхний квартиль	Нижний дециль	Верхний дециль	Коэффициент асимметрии	Коэффициент эксцесса
1 765 397	5 000 000	1 400 000	10 500 000	4,1	21,7

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Таблица 12. Показатели структуры для признака «Годовая эффективная ставка доходности»

Структурные характеристики, %				Показатели формы распределения	
Нижний квартиль	Верхний квартиль	Нижний дециль	Верхний дециль	Коэффициент асимметрии	Коэффициент эксцесса
3,23	16,01	-2,12	23,75	4,16	39,73

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

Вариационный анализ традиционно заканчивается рассмотрением формы распределения. Показатель эксцесса указывает на наличие островершинных (стоимостные признаки, арт-инвестиции) и плосковершинной (срок владения) кривых. Все эксцессы, за исключением фактора времени, весьма существенны. Составляющие отличает значительная правосторонняя асимметрия с наименьшим коэффициентом для периода хранения. Самая высокая положительная асимметрия, отображающая тягу единиц к вершинам рейтинга, появляется у показателя, предлагаемого фирмой *Skate's*, — годовой эффективной ставки доходности. Согласно теории статистики именно отрицание золотой середины, или ненормальность распределения, является первым индикатором присутствия причинно-следственных свя-

зей⁶. Таким образом, у нас появляется основание для применения по отношению к искомому рейтингу корреляционных методов изучения. На базе выводов анализа вариации будут построены априорные гипотезы, проверка которых завершит исследование о функциональности художественных убежищ для капитала.

В. Корреляционный анализ

Вложения в арт-активы, пожалуй, единственный вид инвестиционной деятельности, где выиграть (равно как и проиграть) можно не только в финансовом отношении. Заядлые игроки в искусство соревнуются друг с другом в точности художественных прогнозов: особым успехом считается не просто приумножить капитал на сделке с каким-либо предметом искусства, а предугадать грядущую моду — поддержать покупкой непопулярного сегодня мастера, цены на работы которого завтра возрастут в разы. Добавим к этому результаты сравнительного анализа двух памятников, полученные на этапе предварительной оценки совокупности: полотно всемирно известного Ротко подорожало в 1,5 раза; произведение Балдессари, приобретенное на заре карьеры художника, — в 627 раз. Сказанное позволяет выдвинуть первые априорные предположения: чем ниже цена начальной продажи, тем заметнее должна стать цена перепродажи и, параллельно, годовой эффективной ставки доходности искусства. Однако перелом модных тенденций — процесс нередко растянутый во времени; таким образом, от инвесторов и коллекционеров, избирающих данную стратегию взаимодействия с арт-рынком, требуется определенная выдержка. Что прибавляет к факторному признаку, первоначально установленной цене памятника, еще один возможный результат — чем меньше такая цена, тем больше должен быть срок владения покупкой.

Что касается временного фактора, то сама репутация произведений как инвестиций-убежищ диктует прямое влияние: вероятность наступления спорадических изменений растет при расширении отрезка наблюдения. Вспомним, что проданная повторно в пределах года скульптура Родена возросла в цене в 2,6 раза, тогда как «залежавшаяся» у хозяев на 46 лет работа Кранаха Старшего — в 65 раз. Суммируя, сделаем следующие априорные предположения: чем выше срок хранения предмета искусства, тем значительнее будут и цена повторной продажи, и арт-доходность. Наконец, не отрицая специфической роли трансакционных расходов при сделках с искусством (встреча с которыми в отдельных случаях приводила собственников к издержкам, соотносимым со стоимостью покупки), представим, что центральный аналитический показатель *Skate's* в максимальной степени должен зависеть все же от цены перепродажи.

Итоги апостериорного анализа в форме значений коэффициентов корреляции по изучаемой совокупности сведены в табл. 13. Можно констатировать, что по первому факторному признаку, цене начальной продажи, подтвердились две гипотезы из трех. Влияние на период владения оказывается обратным: чем дешевле было куплено произведение, тем дольше следует его хранить, чтобы цена перепродажи по-

⁶ Напомним, что особенностью однородного распределения выступает скопление наблюдений около центра, т. е. одинаково далеко как от наибольших, так и от наименьших характеристик. Взаимосвязи внутри такого массива определяются воздействием солидного числа случайных причин, в равной степени задающих результат; выделить профилирующую среди них практически невозможно.

Таблица 13. Сводная таблица коэффициентов корреляции для совокупности повторных продаж произведений искусства

Взаимосвязь		Значение коэффициента
Фактор	Результат	
Цена первоначальной продажи	Период владения	-0,24
Цена первоначальной продажи	Цена повторной продажи	0,55
Цена первоначальной продажи	Годовая эффективная ставка доходности	-0,28
Период владения	Цена повторной продажи	-0,12
Период владения	Годовая эффективная ставка доходности	-0,05
Цена повторной продажи	Годовая эффективная ставка доходности	0,09

Рассчитано по: [Skate's Repeat Sales].

казала наилучшие результаты. Наряду с этим расчетная величина показателя лишь приближается к умеренной, а значит, данная тактика сработала далеко не для всех наблюдений. Вопреки нашему предположению, цена повторной продажи напрямую и весьма заметно зависит от цены памятника, установленной впервые. Скорей всего, выявленная тенденция может быть объяснена существенным весом в рассматриваемом рейтинге произведений антикварного характера, имеющих особый статус среди собирателей. Любые торги с подобными предметами искусства сопровождаются общественным резонансом, а покупатели во все времена не заставляют себя долго ждать. На арт-рынке единственным способом перевода избранного произведения в категорию антиквариата является установление на него показательной цены, что стратегически и делается при первой продаже; в дальнейшем цена волнообразно нарастает с каждой новой сделкой. Достаточно циничным, но уже классическим является пример с ростом цен на работы умершего мастера: художник уже никому ничего доказать не может, однако цены на его работы вольны утвердить или опровергнуть статус гения — как это часто случается, непризнанного при жизни.

На фоне вышесказанного достаточно удивительным выступает подтверждение умеренной обратной связи между первоначальной ценой продажи и годовой эффективной ставкой доходности. Здесь наиболее вероятной представляется следующая трактовка: безусловно, предметы антиквариата приносят владельцам доход практически во всех случаях; одновременно этот доход качественно не сопоставим с прибылью, которая появляется (правда, не во всех случаях) при вложении на ранних этапах средств в работы ставшего знаменитым художника. Если спроецировать временную выдержку инвестиций в произведения неизвестного мастера на уже признанные шедевры, то результат мог бы превзойти все ожидания. Также логично утверждать, что транзакционные издержки при торгах с антиквариатом должны быть изначально выше: сказывается возраст произведения, требующий особых условий хранения либо даже реставрации, растет риск открытия запятнанной истории владения памятником и т. д.

Коэффициенты корреляции по второму фактору, периоду владения, оспаривают априорные гипотезы не столько наличием отрицательных знаков, сколько своими малыми числовыми значениями. Из этого следует, что впечатляющие перепродажи предметов искусства, отложенные на несколько десятилетий, являются лишь единичными наблюдениями в данной совокупности, тогда как подавляющее

большинство владельцев художественных ценностей не готово решиться на такой срок ожидания. Наконец, заключительная гипотеза о взаимосвязи цены перепродажи и годовой эффективной ставки доходности доказывается положительным знаком только формально: величина показателя столь ничтожна, что можно говорить об отсутствии подобной зависимости. Последнее невольно возвращает нас к специфическому влиянию начальной цены на функциональность инвестиций в искусство: именно этот фактор, как показало исследование, оказывает самое значительное воздействие на результативные признаки. Получается, что показательная функция цен на арт-рынке настолько сильна, что потребители предпочитают доверять ей, а не аналитическим запретам специалистов продавать произведения ранее выверенного срока после покупки.

Итоги исследования

Сделаем вывод: что же говорит в пользу истинности отнесения предметов искусства к весьма выгодным долгосрочным объектам инвестирования? Во-первых, факт влияния на самую внушительную сегодня совокупность памятников *Skate's Top 10 000* повторных продаж искусства: топовые позиции рейтинга во многом задаются именно перепродажами, особенно выделяющимися среди мастеров первого творческого эшелона (Бэкон, Уорхол, Пикассо). Во-вторых, любопытные частотные движения непосредственно в совокупности повторных продаж произведений *Skate's Repeat Sales*: лидер рейтинга — работа Ротко — через 6 лет принесла владельцу 16 млн долл. США; заключительная строка совокупности — полотно Балдессари — через 21 год подорожало в 627 раз. Возникает очевидный вопрос о временной корреляции оценок в искусстве, и здесь ответ таков: скульптура Родена, реализованная повторно менее чем через год, принесла доход выше чем в 6 млн долл. США; произведение Кранаха Старшего за 46 лет возросло в цене в 65 раз. Необходимо подчеркнуть немаловажную деталь: стратегия выдержки во времени приносит наибольшую выгоду собственникам недорогих (в сравнении с другими) памятников. Объяснением относительной дешевизны подобных художественных объектов может служить мода, точнее ее отсутствие (например, эстетика эпохи Возрождения уже чрезмерно сложна для современного ценителя), или неизвестность мастера (последнее вместе с тем способно решительным образом трансформироваться с приобретением им опыта либо банально — с рекламной кампанией).

Интересно, что в заметное противоречие с вышесказанным вступает так называемая годовая эффективная ставка доходности — специальный показатель *Skate's*, идентифицирующий фактическую инвестиционную привлекательность искусства. Ее расчет базируется на исключении из конечной стоимости произведений транзакционных издержек: комиссии аукционных домов, налогов и расходов на хранение. Наиболее значимой по величине и отрицательной по знаку оказалась годовая эффективная ставка доходности творения Гассамы — лишь половина первоначальной цены после 39 лет владения. Противоположность составила работа Ногучи, за 2 года подорожавшая без малого в 24 раза. Важно, что с позиции данного показателя не оправдала себя стратегия временной выдержки: оба результата, наихудший и наилучший, принадлежат памятникам, приобретенным изначально недорого. Подчеркнем при этом, что существенные транзакционные издержки, как правило,

сопряжены с перепродажей произведений мастеров-лидеров (вступают в силу затраты на экспозицию, страхование, доказательство провенанса и т. д.).

Для выявления общих тенденций по совокупности был проведен вариационный анализ в разрезе имеющихся признаков — первой и последующей цен искусства, срока хранения памятника, а также годовой эффективной ставки доходности; что к положению предметов искусства как долгосрочных инвестиций позволяет добавить: 1) средняя цена и медиана повторных продаж превышают первоначальные примерно в 2,5 раза, тогда как мода перепродажи растет в 8,2 раза; 2) самый популярный срок владения произведением составляет всего 6 лет; 3) не более 15 % произведений не приносят прибыль; 4) нижний и верхний квартили цен новых продаж превалируют над ранее установленными в 3,6 и 1,8 раза, децили, первый и девятый, — в 6,2 и 2,1 раза соответственно.

Качественные изменения, наблюдаемые в структуре признака «Цена повторной продажи» по сравнению с «Ценой первоначальной продажи», позволили ожидать наличия прямого влияния на искомый результат. В свою очередь, из статуса предметов искусства как инвестиций-убежищ, подтверждаемого теорией и практикой жизнедеятельности арт-рынка, последовало небезосновательное предположение о том, что этим фактором должно выступить как раз таки время. На данном основании был построен ряд сопряженных гипотез о возможном взаимодействии изучаемых признаков. Однако корреляционный анализ внес свои коррективы, собственно показав: 1) чем выше цена первой продажи, тем больше будет цена перепродажи; 2) чем ниже цена первоначальной продажи, тем дольше следует хранить произведение для достижения наилучшей цены повторной продажи; 3) напротив, чем ниже цена первой продажи, тем выше должна быть годовая эффективная ставка доходности; 4) период владения не воздействует ни на цены, ни на выигрыш от вложений в сфере искусства.

Проведенное эмпирическое исследование позволяет сделать единый вывод — художественные ценности могут и должны быть трактованы как действенный финансовый инструмент. Собственники подобных объектов могут рассчитывать на прибыль от продажи не менее чем в 85 % случаев. Что касается категории долгосрочности при ожидании ценовой отдачи, то она оказывается весьма преувеличенной. Бесспорно, рынку произведений искусства в большей степени, чем какой-либо иной торговой площадке, известны удачные перепродажи выдержанных в течение нескольких десятилетий арт-активов. Как бы то ни было, с точки зрения статистики они остаются не более чем единичными; вместе с тем именно эти случаи запоминаются, создавая романтический ореол рынка искусства, и привлекают новых игроков, стремящихся со вкусом испытать фортуна.

Литература

- Колычева В. А. Рынок произведений искусства: теоретико-экономический анализ. М.: Проспект, 2014. 136 с.
- Baumol W.J. Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Grap Game // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76, N 2. P. 10–14.
- Неутан S. A Surprising Boom for Russian Art // *The International New York Times*. October 8, 2014 [Electronic resource]. URL: <http://www.nytimes.com/2014/10/09/arts/international/a-surprising-boom-for-russian-art> (accessed: 25.04.2015).

Mei J., Moses M. Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces // *American Economic Review*. 2002. Vol. 92, N 5. P. 1656–1668.

Skate's Top 10 000 [Electronic resource]. URL: <http://www.skatepress.com/skates-top-10000/artworks/> (accessed: 25.04.2015).

Skate's Repeat Sale [Electronic resource]. URL: <http://www.skatepress.com/skates-top-10000/repeat-sales/> (accessed: 25.04.2015).

References

Kolycheva V. A. *Rynok proizvedenii iskusstva: teoretiko-ekonomicheskii analiz [The art market: theoretical and economic analysis: a monograph]*. Moscow, Prospekt Publ., 2014. 136 p. (In Russian)

Baumol W.J. Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Grap Game. *American Economic Review*, 1986, vol. 76, no. 2, pp. 10–14.

Heyman S. A Surprising Boom for Russian Art. *The International New York Times*. October 8, 2014. Available at: <http://www.nytimes.com/2014/10/09/arts/international/a-surprising-boom-for-russian-art> (accessed 25.04.2015).

Mei J., Moses M. Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces. *American Economic Review*, 2002, vol. 92, no. 5, pp. 1656–1668.

Skate's Top 10 000. Available at: <http://www.skatepress.com/skates-top-10000/artworks/> (accessed 25.04.2015).

Skate's Repeat Sale. Available at: <http://www.skatepress.com/skates-top-10000/repeat-sales/> (accessed 25.04.2015).

Статья поступила в редакцию 20 января 2016 г.