

分类号_____

密级_____

U D C _____

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 我国艺术品证券化的交易模式及优化策略

研究生姓名: 吴丹

指导教师姓名、职称: 姬新龙 副教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理财与投资实务

提交日期: 2021年5月25日

兰州财经大学硕士学位论文

我国艺术品证券化的交易模式及优化策略

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 吴丹 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 姬新培 签字日期： 2021.5.30

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意”/“不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 吴丹 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 姬新培 签字日期： 2021.5.30

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

The transaction mode and optimization strategy of artwork securitization in China

Candidate : Wu Dan

Supervisor: Ji Xinlong

摘 要

当人们的消费需求已经开始从物质需求转向对美好生活的需求时,艺术品投资也在逐渐流行。艺术品证券化是金融与文化艺术的结合,也是金融市场与文化产业的融合。艺术品证券化是把艺术品自身实物和其代表的价值拆分开来,是实物和价值两种形式的拆分,这也使得艺术品证券化的产品成为独立的金融产品。而艺术品实物是不流动的,所以这种形式使得艺术品所代表的价值能够在金融市场上实现更快速的流通,更有利于其价值的实现。目前艺术品证券化的发展还处在初始阶段,在监管机制和相关立法方面还不够完善和健全,之前天津文交所尝试的权益拆分式模式以及艺术品基金模式都还存在着诸多的问题,所以究竟要不要继续发展艺术品证券化,应该如何发展,到底要发展什么模式,建立什么样的机制还需要继续的探讨和研究。

本文以盛世宝藏一号保利艺术品基金及天津文交所艺术品份额化交易作为研究案例,梳理总结了我国现有艺术品证券化交易模式运行中出现的定价机制不合理、结构设计不合理、缺乏市场监管机构、缺乏相关法律法规约束等问题,并针对这些问题提出了加强投资者准入、确定初始价格、完善产品设计和规则设计、设置运行机制及风险控制的解决对策。同时在结合指数基金与艺术品基金二者优势的基础上,提出构建艺术品指数基金这一创新产品,详细介绍了该产品的构建方法以及构建时需要注意的艺术品保管、鉴定等事项,并指出其具有门槛低、投资期长等优势,以期为未来艺术品证券化交易的发展提供可行的建议对策。

关键词: 艺术品证券化 交易模式 优化策略 艺术品指数基金

Abstract

When people's consumption demand has begun to shift from material demand to the demand for a better life, art investment is also gradually popular. Artwork securitization is not only the combination of Finance and culture, but also the integration of financial market and cultural industry. Artwork securitization is the separation of artwork's physical object and its representative value. It is the separation of physical object and value, which makes artwork securitization products become independent financial products. And the real objects of art are not mobile, so this form makes the value represented by art can achieve faster circulation in the financial market, which is more conducive to the realization of its value. The development of art securitization is still in the initial stage, and the regulatory mechanism and relevant legislation are not perfect and perfect. There are still many problems in the equity split mode and art fund mode tried by Tianjin Cultural Exchange, so whether to continue to develop art securitization, how to develop it, what mode to develop and what kind of fund to establish The mechanism needs further discussion and research.

This paper takes Shengshi Baozang No.1 Poly Art Fund and Tianjin Cultural Exchange art share trading as research samples. This paper summarizes the unreasonable pricing mechanism, unreasonable structure design, lack of market regulatory agencies, and lack of correlation in the

operation of China's existing art securitization trading mode In view of these problems, this paper puts forward some countermeasures, such as strengthening the access of investors, determining the initial price, improving product design and rule design, setting up operation mechanism and risk control. At the same time, on the basis of combining the advantages of index fund and Art Fund, this paper puts forward the construction of art index fund as an innovative product, introduces in detail the construction method of the product and the matters needing attention in the construction of art preservation and identification, and points out that it has the advantages of low threshold and long investment period, so as to provide some reference for the future development of art securitization help.

Key words: Artwork securitization; trading mode; optimization strategy; artwork index fund

目 录

1 绪论	1
1.1 选题背景和意义.....	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 选题意义.....	2
1.2 研究内容及思路.....	2
1.2.1 研究内容.....	2
1.2.2 研究思路.....	4
1.3 文献综述.....	4
1.3.1 国外文献综述.....	4
1.3.2 国内文献综述.....	6
1.3.3 文献评述.....	8
1.4 研究方法.....	4
1.4.1 文献研究法.....	9
1.4.2 案例研究法.....	9
1.4.3 比较分析法.....	9
1.5 创新点及不足.....	10
1.5.1 创新点.....	10
1.5.2 不足.....	10
2 艺术品证券化概况	11
2.1 艺术品证券化定义及特点.....	11
2.1.1 艺术品证券化定义.....	11
2.1.2 艺术品证券化特点.....	11
2.2 艺术品证券化的发展历程.....	11
2.2.1 艺术品资产化.....	12
2.2.2 艺术品金融化.....	13
2.2.3 艺术品证券化.....	14
2.3 艺术品证券化的发展现状.....	15

2.3.1 艺术品基金.....	15
2.3.2 艺术品份额交易.....	16
3 艺术品证券化交易模式的分类及特点.....	18
3.1 艺术品证券化交易模式的分类.....	18
3.2 艺术品基金.....	18
3.2.1 艺术品组合投资模式.....	19
3.2.2 艺术家信托投资模式.....	19
3.2.3 艺术品对冲投资模式.....	20
3.3 艺术品份额交易模式.....	20
3.3.1 类证券化交易模式.....	20
3.3.2 产权交易.....	21
3.4 艺术品证券化交易模式的特点.....	21
3.3.1 交易门槛低.....	21
3.3.2 退市风险低.....	22
3.3.3 交易制度规范.....	22
3.3.4 交易流程专业.....	22
4 艺术品证券化交易模式运行中存在的问题分析.....	23
4.1 艺术品基金模式—以盛世宝藏一号为例.....	23
4.1.1 项目简介.....	23
4.1.2 组织架构.....	24
4.1.3 发行流程.....	25
4.2 艺术品份额交易模式—以天津文交所为例.....	26
4.2.1 文交所简介.....	26
4.2.2 交易情况.....	27
4.2.3 交易流程.....	28
4.3 艺术品证券化交易模式运行中存在的问题.....	30
4.3.1 艺术品证券定价机制不合理.....	30
4.3.2 艺术品证券化的结构设计不合理.....	32
4.3.3 缺乏针对性的市场监管机构.....	32

4.3.4 缺乏相关的法律法规约束.....	33
5 优化艺术品证券化交易的策略建议.....	34
5.1 艺术品证券化交易的优化建议.....	34
5.1.1 设置投资者准入机制.....	34
5.1.2 确定艺术品上市的初始价格.....	35
5.1.3 上市艺术品的产品设计.....	36
5.1.4 制定交易平台的规则.....	37
5.1.5 设置运行机制及风险控制.....	39
5.2 艺术品证券化交易模式的创新方案.....	40
5.2.1 艺术品指数基金.....	40
5.2.2 艺术品指数基金的方案设计.....	42
5.2.3 艺术品指数基金的优势.....	46
6 结论与展望.....	48
6.1 结论.....	48
6.2 展望.....	48
参考文献.....	50
致谢.....	54

1 绪论

1.1 选题背景和意义

1.1.1 选题背景

随着我国经济的高质量发展，居民消费水平大大提升，物质需求已经得到充分满足，因此对于文化娱乐消费愈加关注，对于投资和财富增值需求也逐渐加大。艺术品作为投资产品，能够满足保值增值需求，同时又属于文化产品，能够满足文化消费需求，所以逐渐成为投资热点。艺术品与金融的融合不断深化，催生出了众多的新兴艺术品金融类产品，艺术品证券化是其中较早进行尝试的一种，一方面它是金融创新的产物，另一方面也是艺术品与金融结合的新方案，能够发挥其作为证券产品的优势，使艺术品在金融市场上实现快速流转，也是由于这一点吸引着众多投资人的目光，越来越多人将其纳入到自己资产规划的体系当中。倪进、何元春于 2015 年在自己的书中提出，传统行业与金融的结合是经济发展的必然结果，也是传统行业创新发展的必然趋势，金融创新能力的养成是我国未来经济发展的关注焦点。同时当年倪进在对当时的艺术品市场发展状况进行研究之后，得出了一个完善的艺术品市场与金融资本的融合程度最深的结论。所以艺术品与金融的结合是大势所趋，艺术品证券化是二者结合后的必然产物。

21 世纪以来，文化艺术品投资借着全球经济转型的东风飞速发展，在投资领域中的占比不断加大，艺术品市场也得以蓬勃发展、不断繁荣。伴随着在投资中的重要性的增长以及其市场的完善，艺术品突破了原有的仅作为文化交流产品的尴尬局面，更多的是作为保值增值的投资产品活跃在市场流通环节，也不断吸引着众人的目光。在这样的大背景下，艺术品经济实现了蓬勃发展，并且成为了人们投资组合中的重要组成部分，逐渐成为越来越流行的投资方式。尤其是和金融资本结合以后，相较于股票、债券、基金等收益更高，交易也更加方便快捷，因此也成为朝阳产业。

艺术品证券化实际上就是把艺术品实物和其代表的市场价值进行拆分，是实物和价值进行分离的过程，本身流动性较弱的艺术品通过证券化能够实现价值的

流动，更有利于其市场价值的实现。艺术品属于文化交流产品，都是实物形态，这样的特性大大方便了对其市场价值和产品进行拆分，艺术品的收藏者可以利用自己收藏保有的艺术品以证券化形式获得流动资金，然后利用这些资金再进行投资，从而创造更高的收益，而购买艺术品证券化产品进行投资的投资者，随着艺术品价值在市场上的上升，可以获得投资收益。这样买卖双方都可以借助艺术品证券化产品获得投资收益，使得艺术品证券产品和其他金融产品一样，成为投资理财的选择之一。艺术品证券化是文化艺术品与金融要素融合的产物，随着其交易市场的不断成熟，交易模式的不断改进，对于市场的投资者来说，会是一种重要的值得关注的投资产品。

1.1.2 选题意义

本文研究主要目的首先是区分概念，主要包括三组概念，艺术品资本化、艺术品金融化、艺术品证券化；艺术品份额化交易、艺术品证券化交易；指数基金、艺术品基金、艺术品指数基金。其次经过对艺术品证券化理论研究及相关文献的梳理，指出艺术品证券化是艺术品产业向前发展的必由之路。最后本文选取了盛世宝藏一号保利艺术品基金与天津文交所艺术品份额交易作为案例进行对比，在梳理了两种不同的艺术品证券化交易模式的不同，例如运作机制、交易规则等的基础上，归纳总结出我国目前已经实践过的两种交易过程中存在的问题，并提出了相应的解决对策，另外还提出了艺术品证券化的创新方案。

本文的研究意义首先从宏观上来讲，是对现有的艺术品证券化相关理论研究进行梳理分析，研究其发展的现状及趋势，探讨其未来发展的举措及改进的方向。从微观上是结合天津文交所的实践进行深入分析与研究，详细阐述天津文交所在开展艺术品份额交易的现状及存在的问题，希望能够为我国文交所的规范有序发展起到一定借鉴作用。

1.2 研究内容及思路

1.2.1 研究内容

研究内容主要包括六个部分：

第一部分：绪论。本章主要包括论文的选题背景、研究意义、框架结构、研究思路、文献综述、研究方法，以及论文创新点和不足。

第二部分：艺术品证券化概况。本章主要介绍了艺术品证券化的定义及特点、发展的历程以及发展的现状。

第三部分：艺术品证券化交易模式的分类及特点。主要介绍了艺术品证券化交易模式的分类及两种模式的具体情况以及艺术品证券化交易模式的特点。

第四部分：艺术品证券化交易模式运行中存在的问题分析。主要按照艺术品证券化交易模式的分类选取了艺术品基金以及我国具有代表性的文交所—天津文交所尝试的艺术品份额交易，分别介绍了艺术品基金的运作模式、组织架构、发行流程、文交所的基本情况、艺术品份额交易模式以及交易流程，然后对比不同交易模式，分析出我国目前在艺术品证券化交易过程中存在的问题。

第五部分：优化艺术品证券化交易模式的建议策略。根据现有艺术品证券化实践中存在的问题，从不同的角度提出了艺术品证券化的优化建议，并提出了设计艺术品指数基金的创新思路。

第六部分：结论与展望。本章主要根据前文凝练了文章结论并提出了论文下一步研究的思路。

1.2.2 研究思路

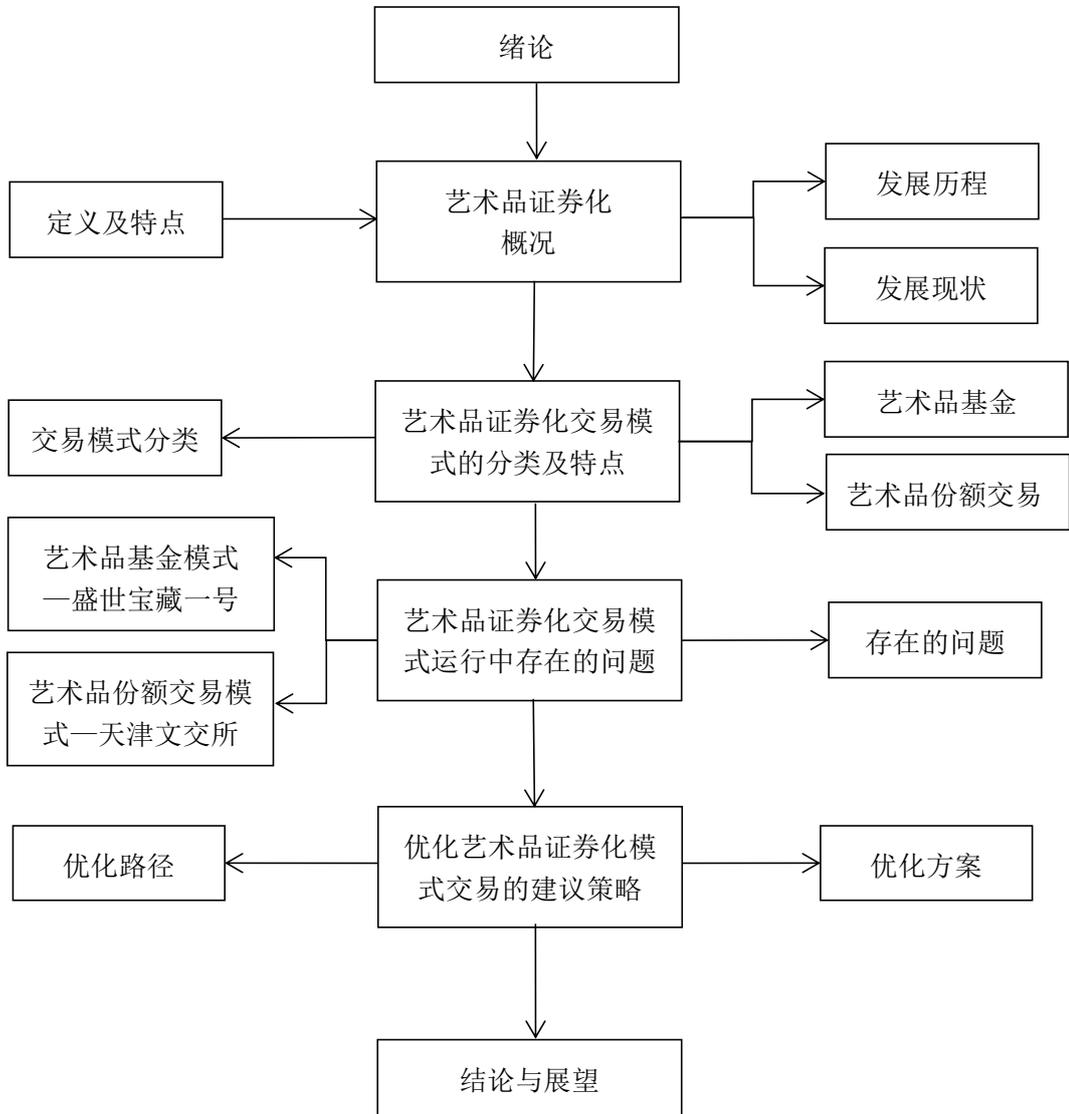


图1.1 论文框架图

1.3 文献综述

1.3.1 国外文献综述

1. 国外艺术品定价方法研究

虽然国外的艺术品投资市场起步较早，实际交易也非常活跃，然而在理论研究方面却远远落后于实践的发展。艺术品投资方面，Anderson 是最早进行研究

的,他根据收集到 1780-1970 年的油画拍卖数据,得到了艺术品价格指数,他提出人们最开始投资艺术品更多的是出于对艺术品本身的喜爱,而非为了投资收益。Pettersson、Williams(2009)认为高净值收入人群的增加对于艺术品投资商发展具有推动作用。艺术品投资市场和其他市场的联系方面,AC Worthington, H Higgs(2004)在梳理了 1976 年—2001 年的绘画作品市场和金融市场的发展情况的基础上,提出绘画市场与股票市场之间存在显著因果关系,同时认为一起投资艺术品和股票可以有效分散投资风险。

在艺术品的投资收益方面,BS Frey、WW Pommerehne(1989)的研究结论是战争使得经济发展停滞,战后无论是金融产品还是艺术品的收益都有所上升,再加之通货膨胀严重,所以投资收益更是水涨船高。J Mei、M Moses(2002)通过实证分析,得出从收益率来看,艺术品小于股票的结论,原因是艺术品价格浮动的幅度更小。Andrew、Higgs(2004)表示尽管不同艺术家、不同流派、不同风格的艺术作品的市场价值有区别,但是整体来看,股票、债券等投资产品的投资收益要大于艺术品,而且艺术品投资风险较大。Gawrisch(2008)在搜集了 32 位画家的 3291 幅画作的拍卖数据后,和标普 500、富时 100、DAX300 做了对比,也认为艺术品投资收益不如股票。

艺术品定价研究方面,MDL Barre、S Docclo、V Ginsburgh(1994)根据收集到的 1962-1991 年欧美绘画拍卖数据,指出艺术品价格涨跌幅度较小。在 08 年金融危机出现前,针对艺术品的定价方式国外主要提出了两种,一个是重复销售法,另一个是要素分析法。对重复销售法的研究最为深入全面的是梅建平教授和摩西。他们通过收集一件艺术品从 1875 年到 2000 年这 125 年间的交易数据,于 2002 年在数据基础上构建了著名的“梅摩艺术品指数”。要素分析法上也有人使用过类似的方法,Coringna Czujack 追踪了 1963—1994 年毕加索作品在这 31 年间的交易数据,并对作品本身的时间、签名、材质、展览等多种要素进行了回归分析。金融危机以后,国外学者开始把目光投向了对艺术品投资回报与风险的研究。Campbell(2008)以 25 年艺术品投资数据为样本,借助实证模型证明了艺术品作为金融产品的投资价值。Clare McAndrew(2010)在现有成果基础上,对艺术品投资风险进行了探讨,结论是艺术品投资收益率具有不确定性,所以艺术品投资还是存在风险的。洛贝尔森(2012)提出艺术品投资风险较大,他认为要降

低风险首先投资者需要更多的了解投资及艺术品知识,同时政府需要加强法律法规及相关市场制度的建设和完善。Spaenjers(2013)通过研究得出了影响艺术品价格的因素包括高净值人群对艺术品的投资意愿以及艺术品市场的供给需求情况。

2. 国外艺术品基金现状与问题研究

国外没有“艺术品证券化”的概念,但对艺术品基金交易模式研究较多。Greg Nazvanov(2010)深入分析了艺术品基金经常失败的原因:主要在于艺术品交易不集中,交易不频繁,和传统投资产品每日或者定期交易不同,艺术品只在拍卖会期间交易,同时买卖双方存在严重的信息不对称问题,再加上艺术品本身流动性弱,一旦拍卖结束,艺术品很大可能不会再重回市场。但他也指出尽管如此,未来艺术品基金还是有很大的发展空间。Clare McAndrew(2010)在自己的书中把艺术品基金作为投资组合中的产品来进行分析,并构建了艺术品基金具体的投资策略和执行情况。诺亚·霍诺维茨(2011)阐述了国外艺术品基金的发展现状、运作模式并详细介绍了目前各公司机构发行的艺术品基金的运营情况,并明确指出未来艺术品投资发展一定是基金模式。Jeremy Eckstein把研究的重心放在了单一艺术品基金上,他选择了英国铁路养老基金作为研究样本,详细分析了其运营模式、投资情况、收益情况等。Randall Willette(2012)详细分析了不同艺术品基金的结构及目的的区别。Erica Coslor的论文《华尔街艺术:将艺术品作为一种另类投资的建构和艺术市场的奇特规范》,经过实证考察得出艺术品基金是一种投资产品能够带来收益的结论。这些理论研究是艺术品基金发展的基础。

1.3.2 国内文献综述

我国对于艺术品证券化交易模式的研究比起国外起步更晚,但是由于我国拥有庞大的消费市场,艺术品证券化发展速度更快,所以我国的研究范围更广、研究内容更丰富。同时由于国情和自身经济发展原因,直到上世纪80年代,我国开始关注资产证券化,而真正提到“艺术品证券化”这个概念是在2000年之后,在此之前是没有对艺术品证券化、资产证券化、艺术品金融等概念进行明确的区分,因此对于系统理论的研究相较国外还较为滞后。

1. 国内艺术品基金现状及问题研究

我国较早进行研究艺术品基金的是北京大学文化产业研究院副研究员马健(2006),他通过分析英国养老铁路基金成功原因,指出我国也可以发展艺术品基金,但同时他认为对这个新兴产品不能抱有太大期望。在《艺术品投资中期最适合》(2007)一文中他指出艺术品基金的封闭期最好是在十年左右,能够在最大程度上体现出艺术品的真正价值。并在《艺术品投资的风险及其规避》(2007)一文中针对艺术品基金模式运行过程中可能存在的品质、品相、价格、保管、道德等风险提出了规避的措施。刘翔宇(2005)、倪进(2010)、王征(2012)在艺术品金融化的背景下,提出了艺术品基金是文化产业与金融融合之后的创新,同时还提出艺术品基金对艺术品市场和金融市场都具有重要推动作用。陶宇(2009)、马健(2010)、傅瑜(2012)等在实证考察的基础上,分析了具体艺术品基金的运作模式和策略。另外还有许多学者针对艺术品基金案例做了研究,许倩(2009)以英国铁路养老基金为研究对象,详细阐述了该基金的投资动因、运行情况和收益分配情况。张艺(2013)以投资组合理论为基础,对英国铁路养老基金和美术基金的投资情况做了详细的阐述。杨蕾(2015)对比了国内外艺术品基金的发展历程、现状以及构建机制,指出我国艺术品基金的发展还存在着政策监管缺位、艺术品市场调整、专业人才缺乏、运作期限短、盲目投机、退出渠道单一等问题。袁玥(2016)在自己的论文中具体分析了第一支艺术品基金熊皮基金的运作经验。

2. 国内艺术品份额交易现状及问题研究

我国艺术品份额交易的发展大体上有三个阶段:第一阶段是从2006年到2011年,也就是艺术品证券化概念首次提出到份额化交易首次实践。孙伟、杨春明(2006)提出我国艺术品投资有较大的发展潜力,同时和宏观经济的发展联系紧密,国家经济的蓬勃发展可以推动艺术品投资产业的发展,从而推动艺术品份额交易产品的创新发展。雷原(2008)认为目前的艺术品市场有两大阻碍:信息不对称和投资不方便。叶强(2010)对权益拆分下了定义,他指出权益拆分是针对艺术品的所有权等权益进行拆分的行为,投资者可以申购或者竞价购买份额获取收益。

第二阶段是从2011年到2011年年底这段时间,随着天津文交所在市场上发行第一批艺术品证券化份额交易产品,我国的艺术品证券化份额交易也进入到了正式的发展阶段,但是随后由于天津文交所推出的《黄河咆哮》价格暴涨,所以

国家制定“38号文”进行规范管理，此后艺术品证券化份额交易开始回落。梁克刚(2011)认为未来艺术品投资会像房地产、股权私募等产品一样，需要资金投入大、专业要求高、风险承受能力强。同时艺术品投资不能仅仅停留在艺术品本身，而是要不断延长艺术品产业链，努力创新艺术品相关产品。我国艺术经济研究院院长西沐(2011)总结了我国艺术品证券化份额交易的问题，并提出了相应的对策建议。袁晨、汪夏娴(2012)以资产证券化的视角分析了我国艺术品证券化份额交易目前的发展情况以及存在的问题，并借助资产证券化理论对未来艺术品证券化份额交易的发展提出解决措施。这段时间以魏鹏举和梅建平两个人为代表，对于艺术品证券化份额交易未来的发展提出了不同的观点，魏鹏举认为艺术品证券化份额交易产品与其他金融产品相比流动性不强，因此艺术品证券化份额交易难以实现长久发展，但梅建平却指出艺术品证券化份额交易是未来艺术品产业的发展的必由之路。

第三阶段是从2011年底到现在，随着国家不断发布相关法律法规，开始对艺术品证券化份额交易市场进行严格的规范管理，我国艺术品证券化份额交易走向规范有序，关注重点逐渐转向如何优化艺术品证券化份额交易模式，张经纬(2013)认为文交所的交易资金需要第三方来进行管理，而非自己管理；T+0交易规则下交易过于频繁，可以采取T+1规则。西沐(2017)提出将艺术品与互联网金融相结合的新模式，为艺术品交易和艺术品证券化都指明了发展方向。黄隽(2017)认为，艺术品投资与房地产这种需要大规模投入资金的产品相比不太具有优势，但是随着经济的发展，艺术品投资必将大有可为。韩娇(2018)提出了艺术品份额交易的缺陷以及应该将艺术品份额交易纳入证券监管范围。郎平(2019)针对艺术品份额交易指出这种交易模式可能存在的非法集资法律风险以及规避措施。

1.3.3 文献评述

通过对国内外艺术品证券化相关理论的梳理，发现对艺术品证券化的研究存在着三个问题：其一，研究零散不够全面，浅层不够深入，将艺术品资产、艺术品金融、艺术品证券化交易混为一谈，导致对于现有模式究竟存在什么问题认知不清。其二是将艺术品证券化交易与其模式份额交易一概而论，二者之间的联系与区别如果没有探讨清楚，那么后续的研究事实上也就无从谈起。第三点是在国

家严格监管的前提下，艺术品证券化是否具有发展空间，是否是艺术品市场发展的大势所趋也是值得探讨的，尤其是针对艺术品份额交易，对于其合法性以及如何规避法律风险的探讨是最多的。因此在本文中，以我国基金和份额模式的两个案例为基础，对艺术品证券化交易模式、艺术品份额化交易作了明确界定。同时在梳理的基础上，也对艺术品证券化交易模式未来创新是否具有可行性，或者有多大可行性作出合理的猜想，以期为我国艺术品交易市场的健康发展作出一点努力。

1.4 研究方法

本文选取了盛世宝藏一号保利艺术品基金以及天津文交所作为案例进行详细研究，分析了二者的发展情况、交易流程以及规则等的不同，归纳总结现有交易过程中存在的问题，并针对上述问题提出解决建议，另外设计了新的艺术品证券化产品—艺术品指数基金，目的是促进艺术品证券化市场的健康有序发展。

本文主要使用了文献研究法、案例研究法和比较分析法。

1.4.1 文献研究法

本人从知网等数据库中搜集了大量艺术品证券化的相关文献，加之丰富的网络资源，获得了诸多国内外研究学者关于艺术品证券化研究近况，其后详细阐述了艺术品证券化的现状、运作模式、交易规则等，这些文献资料为本文的写作奠定了基础。

1.4.2 案例研究法

本文以盛世宝藏一号保利艺术品基金以及天津文化产权交易所作为案例进行具体研究，详细分析了二者在艺术品证券化实践中产生的问题。并针对这些问题提出了对策建议及创新方案，为未来艺术品证券化的蓬勃发展提供借鉴。

1.4.3 比较分析法

本文首先对艺术品资产化、艺术品金融化、艺术品证券化的定义作了对比；

其次对艺术品基金以及艺术品份额交易的交易流程、规则、退市机制、收益来源等分别进行阐述，比较分析了二者在交易模式上的相似和不同；还对指数基金、艺术品基金与艺术品指数基金作了对比分析。

1.5 创新点及不足

1.5.1 创新点

由于国家政策的推动，我国文化产业蓬勃发展，也促进了艺术品产业的发展壮大，同时也催生了诸多的金融创新产品。在这样的大背景下，艺术品证券交易的模式化、规范化和标准化也极大的推动了艺术品证券化产品的发展成熟。

本文的创新点包括两个方面，第一，通过查阅梳理文献资料，发现过去的研究或是只研究艺术品基金或是只研究艺术品份额交易，甚至是直接将艺术品证券化与份额交易混为一谈，鲜少同时进行研究，而本文根据具体案例展开分析与研究，对比了艺术品基金和艺术品份额交易两种交易模式的不同，并详细阐述艺术品基金和文交所开展相应的艺术品证券化交易时存在的问题；第二抛开了目前实践过的艺术品证券化模式，结合艺术品基金和指数基金的优势创新地设计了艺术品指数基金，丰富了模式的种类，既保有二者的优势，又克服了艺术品证券化产品的问题，促进艺术品证券化交易市场发展。

1.5.2 不足

艺术品证券化作为一个新兴的金融投资产品，数据与资料的获取都比较困难，所以在发展现状的分析上还缺乏更系统和深入的研究。同时案例本身相关资料的获取相对困难，文交所对自身经营情况等公布较少，只能基于网上现有的公开资料进行分析。另外由于国家相关法律政策的推出与施行和艺术品基金规模爆发的兑付危机，2014年以后，艺术品基金与艺术品份额交易日渐衰落，再加之艺术品本身投资期限长，因此选择了较早的案例。

2 艺术品证券化概况

2.1 艺术品证券化定义及特点

2.1.1 艺术品证券化定义

随着我国经济的发展与艺术品市场的完善，艺术品由过去的高净值人群专享变得越来越大众化，最早艺术品是少部分艺术品爱好者的私人珍藏，而现在越来越多人选择将艺术品加入投资组合中。最早我国只是处于个人喜好将艺术品作为收藏，之后进入到收藏和投资并行的阶段，而现在已经发展到收藏、投资以及资本三者并行的阶段，也正是在这样的背景下，艺术品证券化开始萌芽。随着艺术品市场的飞速发展，金融资本开始把目光投向这片领域，随着金融资本的介入，艺术品证券化应运而生。艺术品证券化的定义学界多有争论，有的学者认为艺术品证券化仅仅是艺术品与证券的融合，但事实上以综合的眼光来看，艺术品证券是艺术品与资本彼此融合互相影响的产物。

2.1.2 艺术品证券化特点

我国的艺术品收藏出现的较早，但是在艺术品证券化上却远远落后国外，因为我国的金融市场不够完善，艺术品产业也不够成熟，尤其是在金融创新方面，和国外差距较大。改革开放后，我国经济蓬勃发展，消费水平随之提高，投资需求也逐渐增大；同时我国也越来越意识到发展文化产业的重要性，所以伴随着政府财政、税收政策的支持，金融资本开始涌向文化艺术行业，艺术类金融产品纷纷涌现，这些产品在市场上的成功推动的艺术品金融产品的持续创新发展，各种不同类型的产品层出不穷。总而言之，我国艺术品证券化的特点有三个，一是艺术品与金融的融合程度不断加深；二是艺术品证券化发展迅速；三是基于艺术品金融的新兴产品不断增多。

2.2 艺术品证券化的发展历程

在中国文化产业智库研究中心发布的由西沐主笔的《中国艺术品资产化及艺

术财富管理年度研究报告(2017)》中提出艺术品资产化的状态性维度包括四个部分：艺术品商品化、艺术品资产化、艺术品金融化、艺术品证券化，而从艺术品证券化发展历程的角度来看，艺术品证券化属于艺术品金融的一部分，艺术品金融化又是艺术品资产化的一部分，因此艺术品证券化是一个逐步创新发展、循序渐进的过程，这个过程与我国金融市场的活跃与完善息息相关，与大众审美情趣和文化消费的需求紧密相连。

2.2.1 艺术品资产化

艺术品资产化的含义是艺术品在经历了鉴定、评估、确权、托管、保险、资产化的流程后，通过网络以及电子系统的追溯和植入，将艺术品纳入到企业资本或者个人财富之中，转变为金融资产。

第一艺术品资产是一种可以系统化的资源，这种资源包含两个方面的价值：艺术品本身的价值，主要包括艺术品的物理价值、艺术价值、文化价值、历史价值及市场价值，以及艺术品的衍生价值与延伸性价值。第二艺术品资产是一种能够确权并为拥有者带来收益的艺术品自身及其衍生性关联性资源。第三艺术品资产是一种可以进行计量尤其是可以用货币来计量的资源，这种计量包括成本和价值的计量。第四艺术品资产是一种可以在成熟的要素与资本市场进行流转变现的资源。

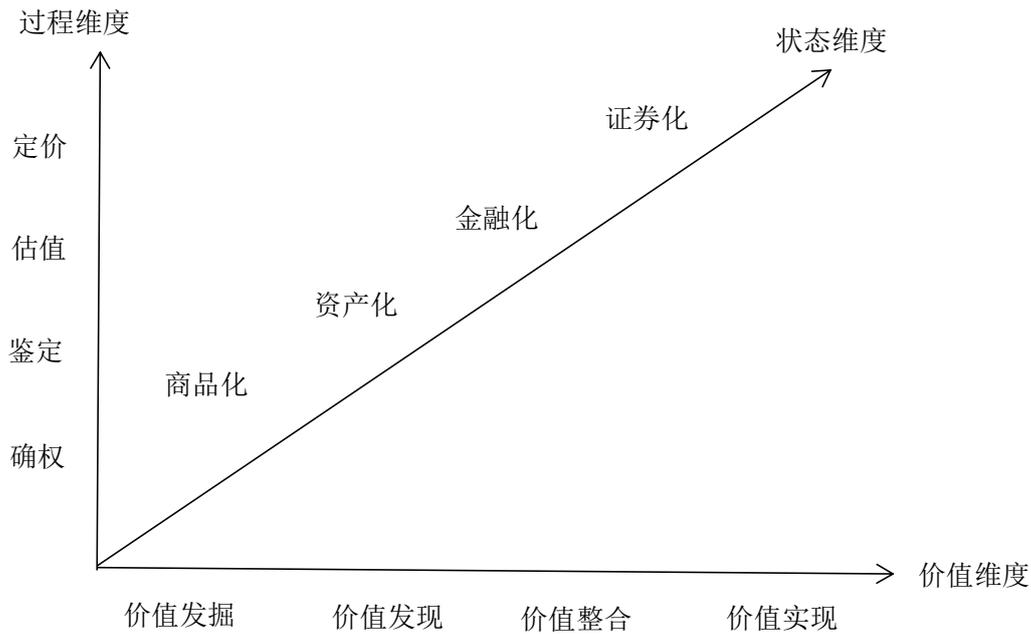


图 2.1 艺术品资产化的三维分析图

如图 2.1 所示，艺术品资产化是一个多维度的过程，主要包括以下三个重要的维度：一是艺术品资产化过程性维度；二是艺术品资产化状态性维度；三是艺术品资产化价值性维度。而图中的原点指的是艺术品资产化平台，因为艺术品资产化的进程要依靠平台化机制的支撑。

由此可见，艺术品资产化是一个全新的过程，有自己特殊的发展主线、发展规律与发展特征，既不能简单的看成“艺术品”+“资产”，也不能单纯当做艺术品产业化，或是艺术品产业与金融业的融合，而是指艺术品及其资源在特定条件下，经过一定的方式方法及流程和规范，转化为能够为控制者和拥有者带来收益的过程，而过程中所形成的理论创新架构体系、资产化过程与运作体系、以艺术价值链构建为核心的价值形态体系及服务与支撑体系也包括其中。

2.2.2 艺术品金融化

艺术品金融化的定义包含两个个层面：从行业的角度来说，艺术品金融是利用金融业的发展模式来发展艺术品产业；从金融工具的角度来说，艺术品金融是将艺术品与其代表的价值进行分离后，开发出艺术品金融产品，使其成为可以进行投资的工具。艺术品金融化的方法有：艺术银行、艺术基金与信托投资、艺术

组合产权投资、艺术抵押与抵押、艺术产权交易等。

艺术金融化的主要形式主要包括以下几种：

拍卖，艺术品拍卖是指通过公开招标向出价最高者出售和购买艺术品。

证券，艺术品证券是指利用艺术品未来产生的现金流作为还款支持，通过结构化设计提高信用，发行资产支持艺术品证券的过程。

保险，艺术保险是在传统财产保险和运费保险的基础上演变而来的，主要承保自然灾害和火灾等意外事故造成的艺术直接损失。保险标的包括被保险人所有或代他人保管或他人共有的艺术品，由被保险人负责保管、展示、装卸和运输。

信托，艺术信托是指委托人将其持有的资金委托给受托人，受托人根据委托人的意愿，以自己的名义将资金投资于艺术市场。受托人具体负责艺术品投资事务，在尽可能控制风险的前提下，通过艺术品投资组合为投资者提供分享艺术品增值的收益。

基金，艺术基金是基金经理对筹集资金负责，通过各种艺术组合或单一艺术组合进行投资，以达到获得更高回报的最终目标。

典当，艺术当铺是指艺术品经当铺评估师专业评估后质押，可快速获得贷款的融资方式。

质押，艺术质押是指将全部艺术品移交给资金持有者，以艺术品作为债权担保，实现资金融资的经济行为。

2.2.3 艺术品证券化

艺术品证券化的定义是指艺术品进行组合安排后，把原本流动性弱的艺术品转变为能产生现金流的艺术品产权，由专门的机构评估价值后进行资产化并发行，其实质上就是将艺术品以证券资产的方式进行投资的模式。艺术品证券化与资产证券化有相似的特点，但也有不同。随着高净值人群的财富的逐渐积累，人们对于精神层面的需求逐渐增长，艺术品投资就成为了资产配置的首选，艺术品本身具有审美价值，在市场上流通时又具有经济价值，因而艺术品证券就成为了艺术品发展的新领域。

2.3 艺术品证券化的发展现状

按照艺术品证券化的交易模式来进行分类,包括艺术品基金的现状和艺术品份额交易的二者发展现状。

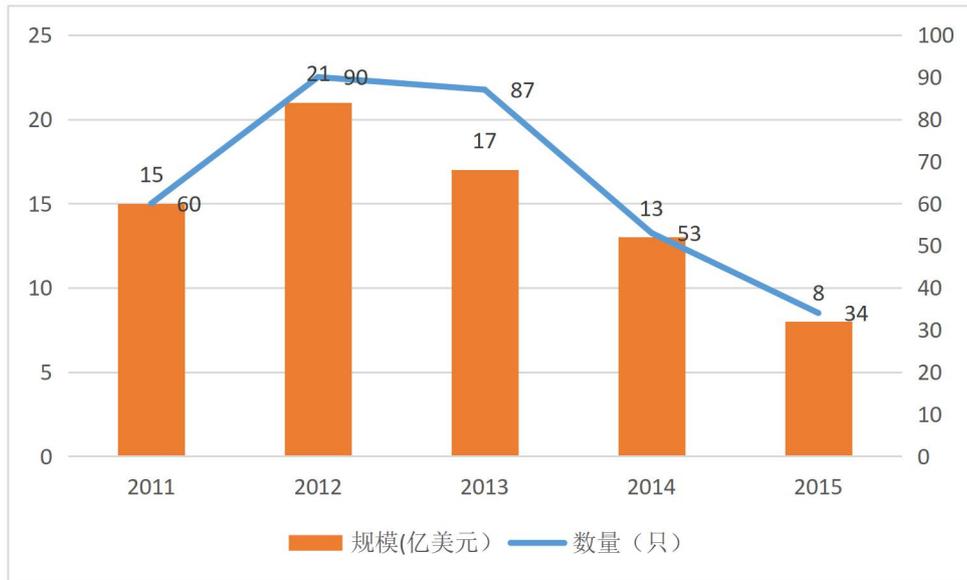
2.3.1 艺术品基金

艺术品基金模式是以艺术品作为投资对象,以合伙企业或公司制的形式筹集资金进行投资,其后进行一系列的推广宣传的方式使得艺术品本身增值,从而获得投资收益。

我国艺术品基金首次出现是在 2007 年,当时民生银行刚刚拿到艺术品基金牌照,立即就发行了“非凡理财·艺术品投资计划 1 号”,之后越来越多的公司、银行都发行了艺术品基金,比如和君咨询发行了“和君西岸”艺术品基金、上海泰瑞发行了红珊瑚一期。此后艺术品基金进入快速发展期,各大艺术品投资公司纷纷参与其中,艺术品信托也不断涌现,因此 2010 年算是“中国艺术品基金元年”。

如图 2.1 所示,仅 2011 年一年就发行了 15 支艺术品基金,不仅发行量多,发行规模也大。截止 2011 年末,共发行艺术品基金 70 多支,总计 64 亿,2011 年艺术品基金呈现井喷式发展主要原因是 2010 年一整年股市行情不好,2011 年也持续低迷,同时 2010 年房地产限购政策发布,房地产市场也呈现下行态势,因此人们开始把目光投向艺术品市场,艺术品投资风靡一时,艺术品基金也就因此借势而上。

然而 2014 年开始,随着股市的回暖,艺术品基金发展减缓,逐渐衰落。从图中也可以明显看出,2014 年和 2015 年艺术品基金的发行量和发行额与前几年相比骤减。尤其是 2015 年,房地产市场政策利好,大量资金重新流回房地产,投资者更多的选择股票、房地产领域,艺术品基金惨遭冷遇,2015 年只发行了 8 只艺术品基金。而 2015 年之后,由于艺术品基金出现延期兑付、不能兑付等问题,艺术品基金的发展彻底式微,直到今天也没有回暖。



数据来源：和讯信托

图2.2 2011—2015年艺术品基金发行数量及规模

2.3.2 艺术品份额交易

艺术品份额交易是指先对艺术品按照估值金额进行拆分，再到文交所上市以后，投资者可以像购买股票一样进行申购或者竞价，从而拿到相应的份额，之后如果艺术品升值，则获得收益，如若贬值，自行承担亏损。文化产权交易所在这个过程中是主要平台，艺术品的定价、拆分、上市都是由文交所负责的，所以在艺术品证券化交易中，文交所的作用至关重要，市场是否规范、公平都是文交所的责任。

2009年，上海文交所和深圳文交所成立，此后各地文交所也纷纷成立。文交所成立以后，就开始积极发行艺术品份额产品。2010年成都文交所发行了“汪国新·朋友”和“翰墨长安”，同年深圳文交所发行了“杨培江美术作品1号”，2011年天津文交所发行了《黄河咆哮》和《燕塞秋》，自此正式开启了艺术品份额交易的实践，随后其他各地文交所也纷纷挂牌成立。

表2.1 主要文交所艺术品份额交易发行情况

机构名称	产品名称	单价	发行份额	总价值
天津文交所	黄河咆哮	1万元	600份	600万

	燕塞秋	1 万元	500 份	500 万
成都文交所	汪国新·朋友	1 万元	5000 份	5000 万元
	翰墨长安	1 万元	6000 份	6000 万
香港大公	春华秋实	1 港元	200 万份	200 万港元
	江山多娇	1 港元	200 万份	200 万港元
深圳文交所	杨培江美术 作品 1 号	2000 元	1000 份	200 万元
郑州文交所	蓝田泥塑	15 万元	200	3000 万元
	王铎诗稿	30 万元	200 份	6000 万元
	全辽图	45 万元	200 份	9000 万元

数据来源：各文交所官网

但是艺术品份额化交易发生了价格剧烈波动的情况，甚至无故退市，因此国家于 2011 年发布“38 号文 17”，开始对这种交易模式进行严格监管，艺术品份额交易需要各项审批。此后国家又先后制定了多项法律法规来规范艺术品证券化交易，随着监管的加强和股票、房地产的回暖，艺术品证券化交易逐渐衰落。

但是艺术品证券化的发展是艺术品投资市场繁荣与金融市场发展成熟后的必然产物，是艺术品投资发展的大势所趋，因此艺术品证券化的发展决不能因噎废食，而是要在不断改进和完善的过程中实现创新发展，以求实现艺术品证券化的更好发展。

3 艺术品证券化交易模式的分类及特点

3.1 艺术品证券化交易模式的分类

如图 3.1 所示,我国艺术品证券化模式主要有两种,艺术品基金和艺术品份额交易。艺术品基金有艺术品组合投资、艺术家信托投资、艺术品对冲投资三种模式,艺术品份额交易有类证券化交易和产权交易两种模式。

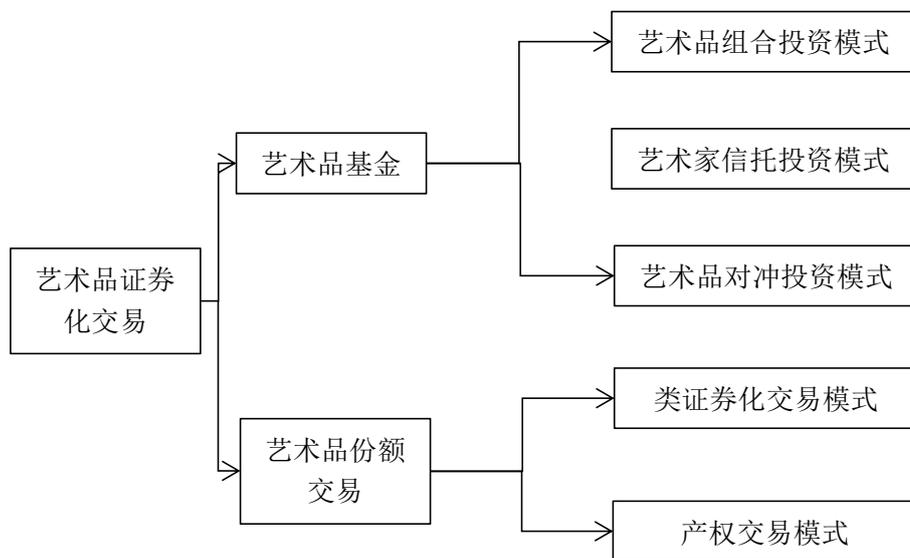


图 3.1 艺术品证券化交易模式分类

3.2 艺术品基金

艺术品基金有艺术品组合投资、艺术家信托投资、艺术品对冲投资三种模式。其收益来自增值收入和其他现金流收入。增值收入是指基金背后代表的艺术品升值后获得的收入。其他现金流收入是指将艺术品出租或者展览等方式产生的收入。而艺术品基金主要需要付出的成本就是保费,保费一般而言一年是艺术品价值的 1.25%。而适当的一些广告、推广活动不仅可以提升艺术品本身的价值,也可以帮助基金提高影响力,从而获得更多收入。

3.2.1 艺术品组合投资模式

艺术品组合投资是将资金投资于艺术品组合。这种模式对基金管理人的要求比较高，既要懂得投资知识又要有艺术品味。同时艺术品作为一种比较特殊的投资产品，它的价值要靠时间才能体现出来，所以通常艺术品投资基金的投资周期为5-10年，组合投资基金的收入主要是管理费，按照基金总额的1.5%到5%之间收取，另外收益率高的话可以获得分红。

艺术品组合投资模式在西方非常常见，英国美术管理服务有限公司执行总裁霍夫曼管理的美术基金I、美国菲门乌德艺术品投资基金等都在市场上大获成功、收益丰厚。以美术基金I为例，其基金的投资范围包括古典艺术、现代艺术、当代艺术和印象派艺术这四个领域，投资比重分别为30%—35%、15%—20%、35%—50%和15%—20%。2004年，英国美术管理服务有限公司从投资者手中共募集3.5亿美元，自美术基金成立以来，美术基金的年平均投资收益率高达58%。在随后的3到7年的时间里，美术基金将向投资者提供每年10%—25%不等的年复合投资收益，并收取0.25%的认购费和2%的管理费。

3.2.2 艺术家信托投资模式

艺术家信托投资是将资金投资于艺术家，艺术家负责创作艺术品。经过专业运营团队的营销推广，提高艺术家的知名度，从而使其作品升值。艺术家信托并没有这些艺术品的所有权，只有经营权，所有权仍然在艺术家手中。通常情况下，艺术品销售后，收入的20%为管理费，艺术家分得40%，信托得40%。艺术家信托模式具有如下优点：其一以组合的方式分散了风险；其二资源共享、团队专业、效率更高；其三艺术家本人能够获得收益。

目前艺术家信托投资基金中最为成功的非艺术家共同信托基金莫属。艺术家共同信托是世界上第一家专门针对新生代艺术家和著名艺术家，以“以物代币”为特征的中长期信托投资计划。其管理团队中有著名企业家莫迪·斯尼伯格，国际著名的金融管理专家丹·格莱教授，国际美术馆界德高望重的大卫·A·罗斯，顾问委员会由来自金融与艺术领域的重量级的专家及知名艺术家组成。艺术家共同信托把艺术与金融投资融合，代艺术家进行长线投资，通过策划展览和出版项

目来宣传和推广这些作品和作者，并且将作品租借给美术馆或者画廊展出，尽可能避免不利市场因素的影响，从而保证最大限度地获取货币价值回报艺术家。因此被国际主流媒体誉为迄今为止最有创意的艺术金融投资计划，是最有益于艺术家的长线运作方式。

3.2.3 艺术品对冲投资模式

艺术品对冲投资的目的是借助对冲来规避风险。对冲基金是在买进艺术品股票的同时买进该股票的看跌期权，在股价下跌时通过较高的执行价格卖出看跌期权降低损失，股价上涨就获得股价收入，损失权利金，是一种风险较低的投资模式。艺术品对冲基金是金融衍生产品，它丰富了艺术品基金投资模式，也有效的规避了艺术品股票的风险，同时也为未来艺术品证券化的发展指明了发展道路。

世界第一只艺术品对冲基金是由英国美术投资咨询公司推出的艺术交易基金，艺术交易基金的长期计划是开发一种类似于道·琼斯指数的艺术品指数，分别反映艺术品市场上不同板块的走势情况。在艺术品指数的基础上，投资者可以进行对冲交易，规避投资风险。

3.3 艺术品份额交易模式

3.3.1 类证券化交易模式

类证券化交易模式顾名思义就是将艺术品权益等同于股票债券等，就像股票是以一股为单位，按照一手进行交易一样，而艺术品本身价值较高，因此需要进行权益拆分。

权益拆分是对艺术品进行估值以后，将艺术品组合安排在一起，打包好以后将权益拆分成与金额相对应的数量，再由文交所组织上市交易，投资者既可以进行申购，也可以进行竞价交易，交易原则与股票类似，时间与价格优先，随着所持有的对应艺术品组合价格的变化，投资者就可以获得收益。

例如，如果将一些名家的作品进行组合后估值为 3000 万，那么投资者拿出 1 万元，就可以获得 $1/3000$ 的份额，如果之后这几件产品拍卖了，那么投资者可以获得拍卖价格的 $1/3000$ ，同时艺术品如果是进行了商业展出或者出租，投

投资者也可以获得相应的收入。但是如果拍卖时艺术品贬值，那么投资者也要承担亏损的风险。除此之外，艺术品的开发经营及经营所产生的现金流可以分配，有必要制定相应的利润分红规则。孳息分红是指由艺术品原物派生的，经过开发经营获得的收益，按约定规定向份额投资者发放的红利，是艺术品投资者获得投资回报的一种方式。

3.3.2 产权交易模式

我国产权交易以上海文交所为主要代表，产权交易就是把艺术品的产权作为交易对象的有偿转让交易模式。产权交易的价值主要体现在买主和价格发现上，在交易市场上公开产权信息，以公开的形式寻找最佳买主；其次是利用公平规范的市场化竞争，可以发现产品产权的真实价值。艺术品的产权同权益拆分一样也是可以以组合的形式上市交易的，上海文交所对此有着明确的规定，从对艺术品产权进行处置开始到存续期结束前，都必须遵循以下原则：

1、通过公开市场交易的方式出售。

2、通过非公开市场交易的，按照价格优先的原则进行出售，但价格按照当期售价和相同系列产品拍卖平均价格的80%二者中的高价选择。

艺术品产权进入产权市场交易，其盈利模式与传统的艺术品交易有很大区别，产权市场除了要按照传统的交易第三方角色收取固定的交易组织手续费以外，还可以根据艺术品产权交易的业务模式设计出多种盈利模式，例如艺术品产权金融化交易的固定收益分成。产权市场的特点还体现在其盈利是以非盈利模式来实现的，也就是说产权市场目标是不断降低交易双方的交易成本，使更多的艺术品产权进入市场实现高效流动和配置，而非对进场交易的产权进行经营来获利。

3.4 艺术品证券化交易模式的特点

3.3.1 交易门槛低

艺术品证券化交易模式门槛低，交易方便、收益高。画廊、拍卖行、私人间艺术品流转等，对于投资者的艺术品品味、鉴赏能力等有较高要求，同时大部分

艺术品价值高，投资期长，投资者要付出资金外，还需要付出时间和精力，所以艺术品投资成交相对困难。但艺术品证券化很好地解决了这些问题，它门槛低，同时流通方便，只要是对艺术品感兴趣的人都可以进行投资，这种交易模式打破了传统艺术品交易的僵局，1000元即可参与交易，而且随时随地都可以交易。

3.3.2 退市风险低

与股票相比，文化艺术品类证券化交易在《物权法》保障下实现稳定的价值属性交换，且趣味性高，风险小，退市灵活多样。文化艺术品类证券化交易是基于物权范围内，艺术品第一价值属性得以充分体现的同时，其第二价值属性在中国文交所的平台得以最大的体现。这种收藏与投资，艺术品与金融完美结合的产物，已形成了一种主要的投资理财方式，这保证了艺术品较高的流通率，退市风险较低。

3.3.3 交易制度规范

艺术品证券化交易对鉴定、评估、保险、托管、公证等环节制度设计上具有合理性，创新性，前瞻性。中国文交所在制度设计前期，充分发挥后发优势，针对文交所发展所遇到的问题反复进行理论研究和探索，并逐渐摸索出一套拥有自主知识产权的先进的交易模式。其鉴定、评估、保险、托管、公证等一些流程上严谨规范，相辅相成，最大程度上降低了可预见的风险，最大程度上确保了各方利益的制衡，最大程度上保证了投资人的利益。

3.3.4 交易流程专业

在鉴定、评估、保险、托管、公证过程中公正、公平、公开，最大程度上降低投资人风险。中国文交所在鉴定、评估、保险、托管、公证等环节制度设计上规范专业，同时还拥有最专业的艺术品方面的专家，同时各权威中心包括鉴定中心、保险公司、律师事务所、收藏家协会、银行、评估协会等联合起来保证了交易的专业性，中国文交所上市的所有公告都第一时间公布在官方网站上，最大程度接受投资者监督。

4 艺术品证券化交易模式中存在的问题分析

本文选择了艺术品基金—盛世宝藏一号以及天津文交所作为研究案例，是因为这二者都是艺术品证券化发展过程中的经典案例，盛世宝藏一号保利艺术品基金是我国发行的第一支信托型艺术品基金，且信息披露较为完整，非常具有代表性；而天津文交所是全球首家由政府发起批准的文化艺术品证券化交易所，以及首家公开进行艺术品份额交易并引起轩然大波的交易所，无疑最具有代表性及研究价值，因此本文选择这二者为分析案例。

4.1 艺术品基金模式—以盛世宝藏一号为例

4.1.1 项目简介

表 4.1 “盛世宝藏一号保利”发行情况

产品名称	盛世宝藏一号保利艺术品投资集合资金信托计划
产品类别	100%本金保障固定收益型产品
信托规模	4650 万元
资金运用	投资艺术品，其余资金用于银行存款
是否可提前终止	是
是否可转让	否
资金配置方式	到期还本付息
信托期限	18 个月
投资金额	50 万元+10*n
到期收益率	7%
支付方式	到期一次性结清

资料来源：金斧子财富

“盛世宝藏一号保利艺术品基金”是由建设银行发行的艺术品信托，面对的推销客户是建行自身的客户，盛世宝藏一号是我国第一支艺术品信托基金，也是由此开始艺术品基金开始有信托机构进入。建设银行负责产品的托管和销售，国投信托负责管理，由保利文化艺术担任投资顾问。

和传统的艺术品信托投资一样，他们购买了一批画作，到期后由藏家按照当期价格回购或者由拍卖行进行拍卖，交易完成后投资者可以从发行方手中拿到收益。

4.1.2 组织架构

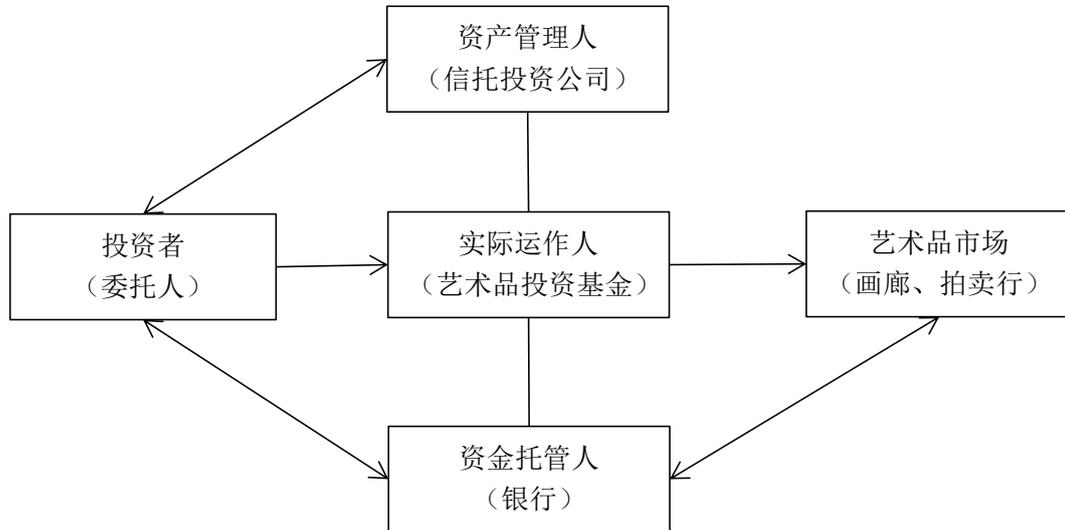


图 4.1 艺术品基金运作模式

艺术品基金的相关参与人有投资人、托管人、管理人和运作人。但是投资人只负责投资并不参与管理，因此，主要参与管理的是除投资人以外的托管人、管理人和运作人。

表4.2 “盛世宝藏一号保利艺术品基金”管理架构

机构名称	机构简介	机构职责
托管人 中国建设银行 北京分行	是建设银行的下属分行。	负责基金代销与托管
管理人 国投信托股份 有限公司	成立于 1995 年，是以高端理财为核心，金融创新为主要目标的国内大型信托公司。	负责发行基金、制定规章、审核签订合约、管理资金、配合投资顾问。
运作人 保利文化艺术 责任有限公司	2010 年成立的大型文化产业集团	负责艺术品的鉴定、评估、保管、展览、租借、估值

资料来源：金斧子财富

根据相关法律规定，信托基金的资金要由第三方银行托管，并且银行只负责

托管，不负责具体管理，基金的管理主要由信托机构负责，也就是基金的管理人，基金的发行、合约的签订、资金的管理都由其负责，同时信托机构必须配合投资顾问，投资顾问提出的投资建议由管理人具体实施。而运作人主要是负责与艺术品有关的事宜，通常是比较著名的文化艺术机构，在艺术品的估值、鉴定、储存、保管等方面更加专业。

4.1.3 发行流程

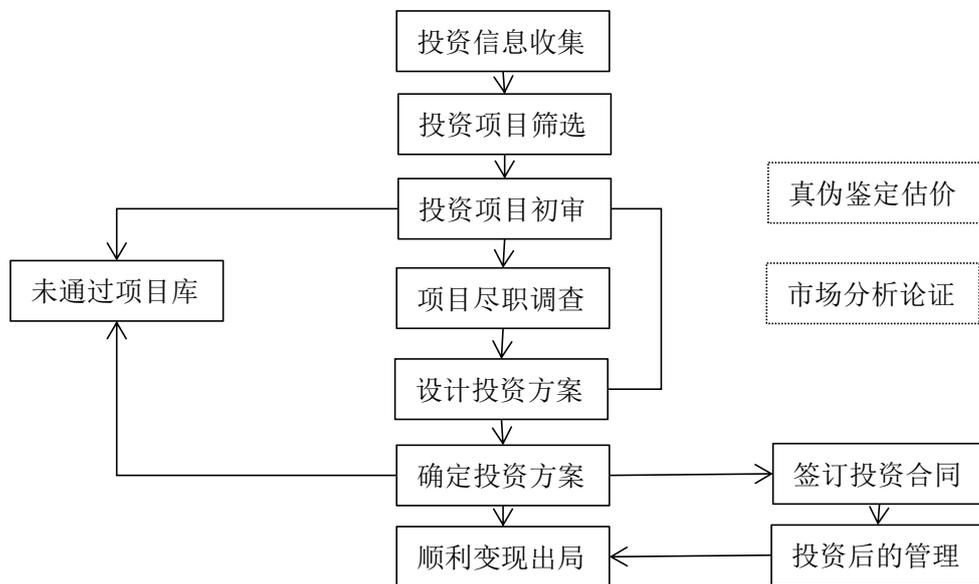


图 4.2 艺术品基金发行流程

1. 项目立项

“盛世宝藏一号保利艺术品基金”由国投信托发行，而发行的原因是艺术品收藏家需要资金，原本打算利用艺术品进行抵押贷款，然而因不满足贷款的条件作罢，所以建行为了筹措资金给这些收藏家，联合国投信托和保利文化准备发行该基金。

2. 艺术品估值

保利文化作为基金的运作者，负责艺术品的鉴定、估值以及保管工作，所以这一批画作当时是由保利文化的专业估值团队进行鉴定和估值，后续保管也由保利文化负责。

3. 资金筹集

该基金最后共筹得 4650 万，50 万是最低认购金额，并且在此基础上按 10 万进行递增，建行作为托管方也负责基金的代销，由于建行本身拥有高质量、大数量的客户，因此 3 天内就完成了筹资目标，投资者共有 44 人。

4. 费用核算

艺术品基金的费用按照参与主体分配，主要包括：管理费、托管费、投顾费。另外在销售时还需要销售手续费、印花税等。

表 4.3 “盛世宝藏一号保利艺术品基金”相关费用

费用名称	收取方	支付方	标准	结算时间
基金管理费	国投信托有限责任公司	中国建设银行北京分行	每年 1.5%	收到款项的 5 个工作日内
基金托管费	中国建设银行北京分行	中国建设银行北京分行	每年 2%	收到款项的 5 个工作日内
投资顾问费	保利文化艺术有限公司	中国建设银行北京分行	每年 0.5%	收到款项的 5 个工作日内
销售手续费	中国建设银行北京银行	投资者	销售额的 2%	购买时
基金税费	税收机关	基金资产	0.1%	实际发生时

数据来源：公开资料整理

4.2 艺术品份额交易模式——以天津文交所为例

4.2.1 文交所简介

天津文交所是由三家公司及部分自然人共同出资，天津市人民政府批准后成立的，成立目的是推动艺术品金融的发展，天津文交所注册资本为 1.35 亿元。三大股东的持股比例分别为 35.85%、27.6%、15.04%。其中前两位股东是从事房地产产业的公司，第三家是从事金融投资方面的公司。

天津文交所是最早开始尝试艺术品份额交易的文交所，艺术品份额交易是文

化艺术品与金融的有机结合，在促进文化艺术品产业发展的同时，也推动了金融产业的发展，为艺术品金融的创新发展做出了有益贡献。

4.2.2 交易情况

天津文交所成立的目的是推动艺术品金融的融合，而艺术品份额交易与传统艺术品交易相比，门槛大大降低。艺术品份额交易是对艺术品权益进行拆分，在艺术品估值以后，把艺术品组合在一起，打包好以后将权益拆分成与金额相对应的数量，再由文交所组织上市交易，投资者既可以进行申购，也可以进行竞价交易，交易原则与股票类似，时间与价格优先，随着所持有的对应艺术品组合价格的变化，投资者就可以获得收益，而文交所从中收取交易费用和挂盘费用。天津文交所艺术品份额交易情况如下表所示，从下表可以明显看出，这些艺术品的涨跌幅相当大，说明交易过程中，艺术品价格变化大，所有交易产品中“翡翠福豆”是成交量最高的，而涨跌幅度最大是“浩浩不息”。

表 4.4 天津文交所艺术品份额化交易情况

艺术品名称	艺术品代码	年度总成交量(手)	年度总成交额(万)	当年最高	当年最低	年度涨跌幅(%)
黄河咆哮	20001	0	0.00	0.00	0.00	0.00
燕塞秋	20002	23	1.92	11.28	6.15	92.49
沧海浪涌	21001	10	0.12	1.28	1.10	21.9
太行秋牧	21002	802	2.76	1.65	0.28	230.00
声喧乱石	21003	2	0.03	1.41	1.41	-4.73
河汉无极	21004	0	0.00	0.00	0.00	0.00
龙吟老藤	21005	1	0.07	7.02	7.02	4.93
喷薄风雷	21006	0	0.00	0.00	0.00	0.00
浩浩不息	21007	164	0.88	1.31	0.30	309.38
生命百合	21008	269	0.91	0.52	0.31	-40.00
指墨江天	21010	454	1.57	0.74	0.25	-66.22
荷风千秋	21011	81	0.60	0.99	0.62	-37.50
林峦醉雪	21012	5139	13.85	0.49	0.21	-20.00
天然粉钻	41001	738	2.33	0.80	0.27	-42.03
翡翠珠链	41002	30	0.19	0.83	0.52	4.00
翡翠龙璧	41003	12	0.10	1.31	0.67	-49.62
白玉观音	41004	1225	5.29	0.71	0.39	-42.65
翡翠福豆	41005	21917	68.73	0.48	0.26	-41.67
苏绣富居	81001	3536	8.35	0.67	0.23	-44.29

苏绣百鸽	81002	1761	4.64	0.59	0.24	35.29
------	-------	------	------	------	------	-------

数据来源：天津文交所 2019 年报

4.2.3 交易流程

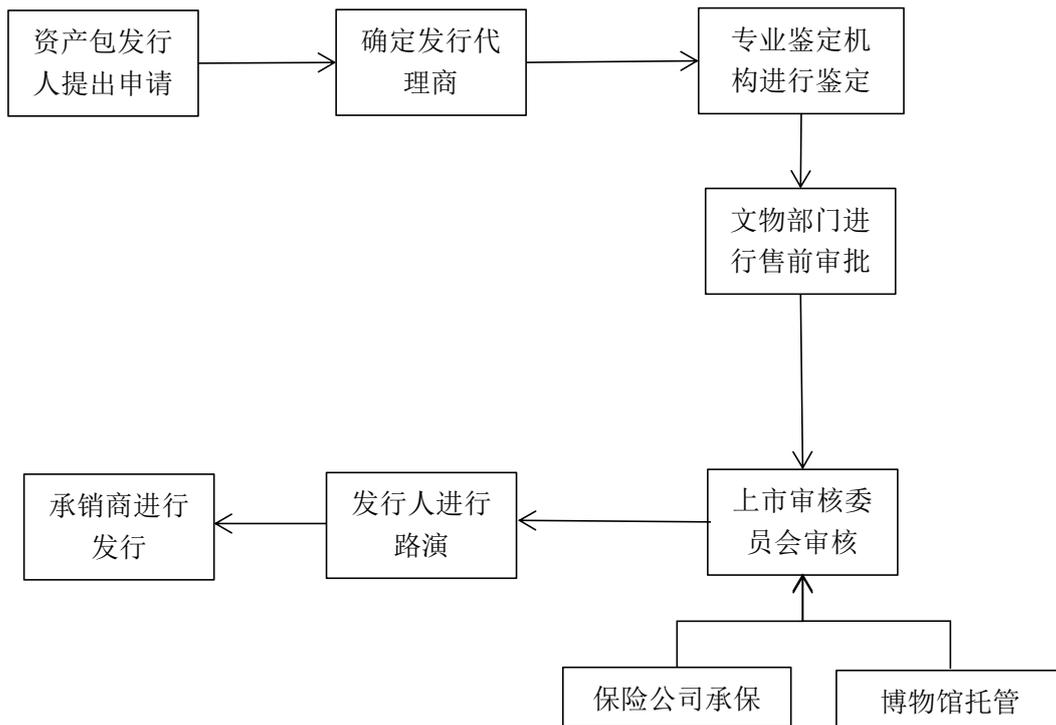


图 4.3 艺术品份额交易流程图

艺术品份额交易首先是对艺术品的价值进行评估，一般是找专业的第三方鉴定团队。这一步的目的是帮助确定上市的价格；经文物部门批准后，由上市审计委员会确定价格；再次，寻找托管机构对艺术品进行托管，并购买保险；之后，发行人进行路演宣传；最后由承销商发行，发行后投资者就可以购买和交易了。

交易规则：申购份额的初始金额很低，只需要 1000 元，之后在 1000 元的基础上递增。这样的交易规则使得艺术品份额交易的成本大大降低，不同于以往收藏投资艺术品需要大笔资金，每个人只要对艺术品有兴趣就可以参与其中；交易原则是价格和时间优先，实行“T+0”的交易，流动性强，市场活跃；“T+0 交易”规则简单来说就是当天买入当天就可卖出，对于艺术品份额交易来说，交易

当天可以出售，交割清算完毕；当交易日开始时上涨或下跌 30%时，交易所可暂停交易。同时最大涨跌幅为 15%；最大投资额是总量的 5%。

从这些交易规则可以看出，艺术品份额交易和股票交易比较像，艺术品份额像股票一样在二级市场上随时买卖。并随其价格在市场上的涨跌获得收益或承担损失。通过这种权益的拆分，将原来价值连城的艺术品拆分成若干份额，这样投资者可以方便快捷的进行投资。但是艺术品份额交易和股票也有不同之处，尤其是在资金托管、退市机制上有着明显的区别。这种艺术品份额交易的方式与股票的差异可以见下表：

表4.5 艺术品份额交易的方式与股票的差异

名称	艺术品份额交易	股票交易
开户	非现场开户	现场开户
资金托管方	招商银行	银行
首发申购	1 元/份，起始申购额 1000 份，不超过总份额 5%	沪市：起始申购额 1000 股 深市：起始申购额 500 股
交易时间	集合竞价阶段：每个交易日 9:15—9:25 连续竞价阶段：9:30—11:30 13:00—15:00	集合竞价阶段：每个交易日 9:15—9:25 连续竞价阶段：9:30—11:30 13:00—15:00
买卖最低份额	100 股/手	100 股/手
涨跌幅限制	上市首日：开盘的 20—180% 交易日：10%	上市首日：不设涨跌幅 交易日：10%
交易机制	T+0	T+1
交易所佣金	双向收取：按累计额划分成 16 个等级，佣金区间为 0.5%—2%	过户费为成交额的 0.1%
退市机制	单个账户持有单只份额数量达到该份额总量的 67%时，该份额投资人发起要约收购或单只份额的全体投资人达成一致意见发起申请退市	连续三年亏损实行退市

资料来源：公开资料整理

同时，综上所述，艺术品基金与艺术品份额化交易的区别也显而易见，如下表所示：

表 4.6 艺术品基金与艺术品份额化交易的区别

名称	艺术品基金	艺术品份额化
经济关系	信托关系	所有权关系
资金的投向	间接投资	直接投资
风险与收益	风险适中、收益稳定	风险高、收益高

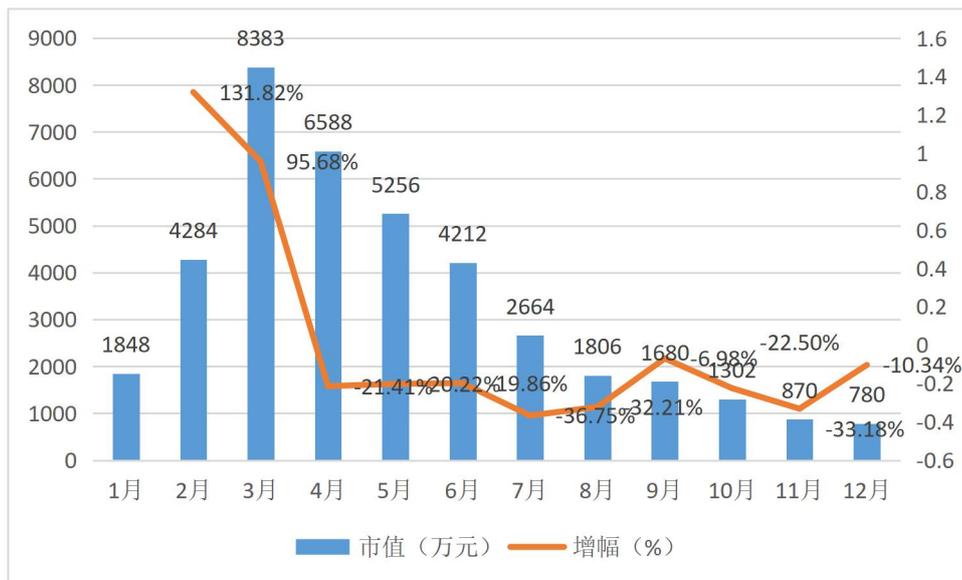
收取费用	管理费 1.5%—5%	交易佣金 1%—2%
投资周期	2+1 年	10 年以上
投资对象	艺术品、艺术家	艺术品
流动性	较弱	高
参与主体	银行、信托、投资顾问、投资者	发行人、代理商、文交所、投资者

资料来源：公开资料整理

4.3 艺术品证券化交易模式运行中存在的问题

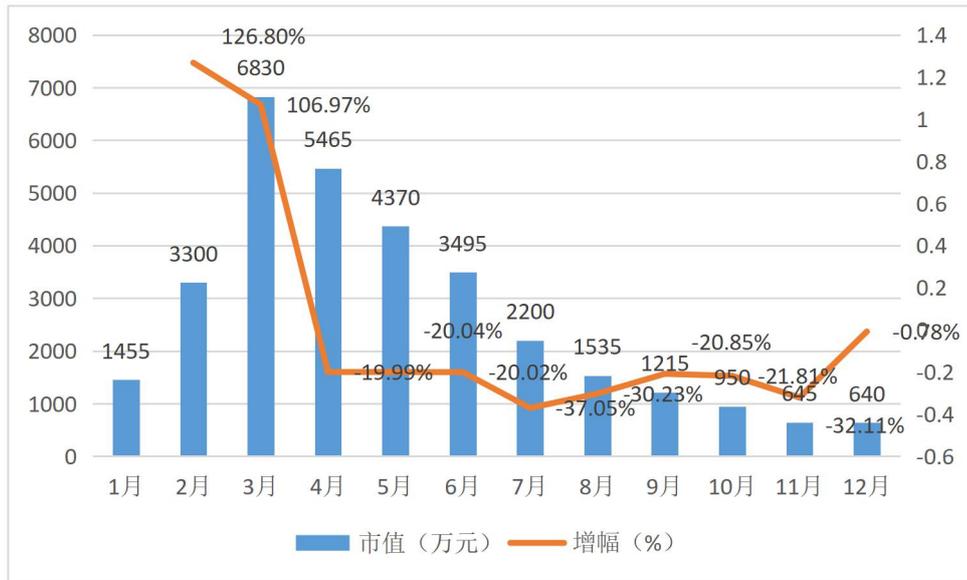
4.3.1 艺术品证券定价机制不合理

由于艺术品证券定价不合理，导致产品在上市交易时价格出现了剧烈的涨跌，从上文的天津文交所交易情况表中也可以看出，价格涨幅跌幅波动较大，这无疑令投资者恐慌，甚至产生类似赌博的心态。其中最为代表的，也是引发政府关注的，就是《黄河咆哮》和《燕塞秋》两个产品。从下图中可以看出，2011 年一整年，这两幅作品的价值就如同过山车一般，发生了剧烈的波动，尤其是在 3 月份，价格暴涨 1 倍多，而到年底，价格有跌到了 1 月的一半不到。最明显的一次涨幅是在 3 月 17 日，《黄河咆哮》的价格上涨到 6.21 元，收益率达到 600%，《燕塞秋》的价格上涨到 5.75 元，收益率达到 556%，涨跌幅度之大令人咋舌。



数据来源：天津文交所 2011 年年报

图4.4 黄河咆哮2011年1—12月市值



数据来源：天津文交所 2011 年年报

图4.5 燕塞秋2011年1—12月市值

出现这种情况就说明了一开始的定价存在问题。而其根源就在于艺术品价格鉴定评估体系的不完善，例如绘画作品，这类作品没有第三方权威机构的估值，而是由艺术品的收藏者以及发行商进行商议后得到的定价。缺少权威人士和专业团队的判断，这个定价是否合理就非常令人存疑了。同时，在信息披露的过程中，也没有给予投资者产品情况和定价过程的信息，是否有权威机构的参与投资者不知情。艺术品证券化的定价是发展这项业务的第一步，但我国在艺术品定价方面没什么经验，从开始的环节上就出现了纰漏，那么后续交易的过程中出现问题也就是必然的了。另外，在整个艺术品证券化的交易过程中，投资者对艺术品本身的情况知之甚少，发行方、代销方除了价格以外没有更多的信息，对于投资者来说，很多人只是艺术品的爱好者，肯定是不具备鉴定和估值的专业能力的，没有充足、公开、透明的信息，投资者对于发行方给出的定价必然是半信半疑。

之所以出现定价机制不合理的问题，原因如下：第一，艺术品本身具有特殊性，它虽然是实物，但拥有丰富的附加价值，除经济价值外，还兼具审美情趣和文化意义，所以艺术品的市场价值本身很难估量。第二，艺术品的估值过程没有统一、规范的标准和指标，就算是有一些指标，却又不成体系，难以推广，因此不同的鉴定机构之间估值的标准不同。第三，影响艺术品价格的因素太多，有一些甚至微不足道，难以察觉到，比如艺术家本身的言行、人品等方面，也会对艺术品价格产生影响，这些因素在估值过程中难以量化，而且估值过程中，也会涉

及到估值人员的个人偏好，这些因素也难以标准化、体系化。第四，艺术品估值鉴定工作缺失专业人员和权威机构。艺术品的鉴定与估值需要丰富的文化知识和专业知识，同时也需要一定的艺术品味，所以我国艺术品估值定价方面，人才和机构都严重不足，有了人才，那么机构的建立自然会容易得多，因此人才稀缺成为艺术品证券化发展的重大障碍。

4.3.2 艺术品证券化的结构设计不合理

艺术品基金交易模式方面，结构设计不合理主要体现在基金管理者权力太大。上文提到的艺术品基金的管理人是国投信托，基金协议规定，国投信托是艺术品管理的决策者，拥有全部决定权，投资者、托管方都不参与管理，虽然有投资顾问，但是是否采纳投资顾问的投资建议也是由国投信托来决定的。因此，管理人的水平决定着基金的盈利能力，尤其是艺术品还具有特殊性，如果信托管理团队不够专业，那么必然会导致管理成本增加，管理效率低下。尤其是艺术家投资模式需要专业的投后管理，要对艺术家进行宣传推广，而管理者的权限太大必将造成更高的风险。另外管理者拥有唯一决定权，基金运作不透明也很容易出现造假、作假的情况，这些也会使得艺术品基金的风险加大。

艺术品份额交易模式方面，因为缺乏统一的规定，每个文交所每个文交所的发行流程、交易规则，但各个文交所的资质水平参差不齐，所以导致了艺术品证券化市场的混乱，难以平稳、有序、健康的发展。虽然政府可以通过行政手段例如调整涨跌幅机制使市场获得暂时的稳定，但并不能从根源上解决问题。所以对文化产权交易所的整改成为重中之重，但如何整改，在整改的同时还要保证整个艺术品交易市场的活力，也就是改而不死成为了当前亟需解决的难题。因此，必须要针对份额交易模式设计出一套完整、合理、完善的交易结构，才能保证艺术品证券化市场的良性发展。

4.3.3 缺乏针对性的市场监管机构

无论是基金交易模式还是份额交易模式，都存在这缺乏监管的问题，尤其是权威第三方监管。

艺术品基金交易模式方面，第一，内部监管层面，没有形成管理层面的相互

制约，也没有互相进行监督；第二，外部监管层面，没有设立专门的监督管理委员会对管理人的各项决定进行监督管理；第三，基金运作过程中，信息不透明，投资者想监管也有心无力。

艺术品份额交易模式方面，主要存在两个问题，一是对投资者账户的监管，二是对文化产权交易所的监管。首先是对投资者账户的监管，第一，银行账务缺乏监管。投资者要进行投资必须下载文交所的 APP，并在指定银行注册激活，并开通支付功能之后才能进行投资，所以文交所的业务一般来说都是要和第三方银行进行合作的，以天津文交所为例，使用的就是招商银行的金葵花卡。这就说明银行有能力承担监管责任，但是由于业务的开展缺乏经验，所以银行并没有担负起这份责任，未来可以考虑加深文交所与银行的合作，借助银行的账务系统，保证交易资金往来全过程可追溯。其次是对文交所自身的监管，以天津文交所为例，其大股东是三家公司，三大股东前两个都是民营企业，且都主要从事房地产业务，第三家主要从事金融投资业务，虽然天津文交所收到政府的监管，但是由于文交所的大股东中有完全以盈利为目的的机构，为防止出现为了盈利造假的情况，所以对文交所的股东也应当加强监管，这样既能够加强投资者对文交所的信任，同时又能推动文交所的发展。

4.3.4 缺乏相关的法律法规约束

在此之前，国家的确发布了 38 号令、55 号令来规范艺术品证券化的交易，但是这些法令还远远不够。对于艺术品证券化交易来说，要想规范其发展，需要三种法律共同作用：相关证券的法律、相关艺术品的法律以及艺术品证券的法律。因为艺术品证券化交易的特殊性，所以它的发展不能仅仅依赖证券法，也不能依赖艺术品法，而是二者结合融合后针对艺术品证券化的法律，只有三管齐下，才能保证艺术品证券化在法律法规的约束下有序发展。然而到目前为止，国家只发布了法令，还没有系统完整的相关法律法规出台，因为缺少法律的约束，所以艺术品证券化交易乱象丛生、发展滞后，一个交易规则、一项交易流程是否具有合理性无法可依，决定权完全交由发行方造成了艺术品证券化的发展的滞后和混乱。因此政府必须早日出台相关法律法规，为艺术品证券化的有序发展奠定坚实的基础。

5 优化艺术品证券化交易的策略建议

5.1 艺术品证券化交易的优化路径

5.1.1 设置投资者准入机制

投资者准入机制是针对投资者的情况推出的，按照投资者投资经验、资产数量、学历程度等对投资者进行划分，为不同类别的投资者提供不同的服务。设置投资者准入机制一方面是为了保护风险承受能力弱的投资者，将这种投资者与专业投资者区分开来；另一方面是为了保证市场的稳定运行，降低风险。

艺术品证券化投资虽然相较于原来的艺术品收藏类投资来说，已经是降低了投资者的门槛，但是对投资者的要求还是比较高的，毕竟艺术品是具有审美价值的商品，需要投资者具有审美品味和艺术品相关知识，即便不够专业但要有基本了解。然而我国的艺术品证券化交易市场，截止目前仍然没有明确提出投资者准入的概念，难免有投资者盲目跟风，出现市场投机性投资的行为，导致市场信息反映滞后，价格不稳定。一般而言凡是成熟的市场，都会对投资者进行细分，这既是在保护投资者的权益，也是在保护交易的有序进行，因此设置投资者准入制度，从根源上避免投机性行为带来的价格剧烈波动势在必行。根据艺术品证券化交易的特点，其一艺术品证券化的收益与风险相较于一般证券投资更不稳定，价格影响因素众多，波动频繁，风险更大，因此投资者必须具备一定的风险承受能力；其次，艺术证券化交易与一般艺术品交易不同，投资者对于艺术品有兴趣但是不一定懂投资，所以投资者要具备一定的金融投资，否则没有风险判断的能力仅凭个人的偏好投资，必然会产生严重损失。

另外设置投资者准入机制并不是为了把一些投资者挡在投资门槛之外，投资者准入机制真正的意义在于细分投资者，帮助投资者选择符合投资经验以及风险承受能力的产品，从而更好地维护投资者权益。因为具备一定投资知识和风险承受能力的投资者，必然是要比跟风的投资者更具有判断能力，更有助于市场的平稳运行和金融秩序的保障。

因此，无论是艺术品基金还是艺术品份额交易，设置投资者准入制度都是必要的，在调查分析投资者的资金实力、风险承受能力、文化水平之后，根据投资

者类别为投资者决策提供建议。另一方面，也使得投资者学习了金融投资知识，对于艺术品证券化交易过程进行监督。同时在这个制度下，对投资者了解的越全面越充分，那么在限制其异常交易行为、规范其交易过程上也具备优势。

5.1.2 确定艺术品上市的初始价格

艺术品的定价影响因素众多，而且由于艺术品每一件都必然有不同之处，就算以前类似产品的成交价格也难以参考，所以艺术品的初始定价就成为了艺术品上市的关键一步。但是艺术品证券化产品既然是要在市场上供投资者认购交易的，那么上市时定价就必须科学合理，同时还要符合贴近艺术品本身的价值。由于艺术品证券化产品与股票有一定的相似性，因此可以在参考借鉴股票定价方式的基础上，与艺术品定价相融合，以求确定合理的初始价格。

艺术品定价的第一步是制作说明书，向市场公开艺术品的相关信息，包括艺术品信息、作者信息、历史价值、创作背景、拍卖情况等，说明书需要权威机构认可以后再进行披露，投资者可以通过说明书了解自己想要的信息，判断是否投资。

第二步是由多家专业艺术品鉴定机构或者团队给出艺术品估值，并取平均数作为其初始价格。可以选择一些艺术品指数来作为估值的参考，例如上文中提到的梅摩指数以及雅昌艺术网给出的雅昌指数等，帮助确定艺术品初步估值，构建艺术品估值体系。艺术品本身具有特殊性，所以鉴定估值团队中除了金融投资和艺术品方面的专家外，还需要心理、社会学家的帮助，通过估值团队的多次估值经验，构建完整系统的估值体系。估值模型可参考李帅来提出的未确知测度模型：

$$\text{即： } A_i = \hat{r} + (T_i - 1) \times g + h$$

其中 A_i 表示在该模型下艺术品的定价， \hat{r} 代表鉴定专家给出的评级， $(T_i - 1) \times g$ 代表该艺术品过往成交数据， h 代表其他非确定因素，例如营销推广活动的影响。

另外，虽然定价过程由专业人士来负责，但是为了防止出现发行方盲目报价的情况，艺术品证券化上市定价过程必须全程披露，由投资者进行监督。

在艺术品证券化产品上市之前，可以借鉴股票上市流程进行路演，在人流量的地方进行，并披露之前所有的信息，使投资者能够全方位的了解艺术品及投资产品，在之前定价的基础上，投资者给出的价格可以作为最后的参考，发行方要认真记录。之后进行累计询价，每位投资者只能进行一次报价，交易所经过初步鉴定估值及路演后给出一个价格区间，再根据累计询价的结果进行最后调整，所有的流程都需要投资者的监督。经过这一系列的流程能够得出一个相对合理的上市价格，但是因为艺术品价格的影响因素众多，得到的定价只是说尽量贴近艺术品的真实价值区间，并不是等同于艺术品价值，所以在价格的基础上，投资决策的做出还是要投资者个人进行判断，发行方负责信息的公开。

5.1.3 上市艺术品的产品设计

艺术品证券化交易在我国虽然较早进行了尝试，但是与股票债券等金融投资产品相比，只能算是处于萌芽阶段，与传统股票债券之类的交易相比，艺术品证券化交易模式既无法实现稳定的现金流，数量也相对固定。这说明艺术品证券化产品的设计还存在诸多问题。参考股票模式，提出如下上市艺术品产品设计的改进建议：

首先是针对现金流问题，传统的股票交易的现金流来自于市场交易和分红，但是艺术品证券化的收益仅仅来自于艺术品价值的增值以及少部分的出租展览收入，因此艺术品证券化交易虽然流动性强，但是收益变现难，其次由于艺术品证券化投资周期长，短则五年，长则十年，久而久之，投资者对于市场上的艺术品价格产生的波动就不敏感，对于艺术品证券交易市场来说，一方面会减少投资者的投资兴趣，另一方面也不利于市场的持续发展。

所以针对该问题，可以采取如下措施：第一，改变当前大多数艺术品固化保存的模式，在发行方审批通过以后，在确保艺术品安全的同时可以出租、出借艺术品进行展览或者商业活动，并为艺术品购买保险，在提高艺术品的知名度的同时，也能够实现艺术品的增值，同时还能为社会文化事业的建议添砖加瓦。第二，对艺术品现金流信息进行披露，公示管理费用、投资顾问费用、印花税等成本信息，把剩余金融按投资份额向投资者进行“分红”，增强投资者收益变现的能力。第三，对于艺术品创作者，可以参考艺术品信托模式，让上市艺术品的创作者按

照签订的协议每一年提供作品，或拍卖、或出租、或展览，总而言之，想办法产生一定的现金流，再将获得的收益分发给创作者。同上问所阐述的一样，这样既能够扩大艺术品创作者的知名度和影响力，借此提升作品价值。

其次是针对数量固定问题，可以借鉴股票的做法，一般而言企业可以在有需要的时候增发股票，艺术品证券化交易也是如此，增发份额能够在一定程度上吸引新的投资者，而现行交易模式，尤其是艺术品份额化交易，其份额是根据权益拆分决定的，因此是固定的，所以投资者的数量也相对固定，在市场流通过程中，也不随交易而变化。

所以针对该问题可以借鉴股票增发模式，根据艺术品证券产品在市场上的交易流通情况，适当增发，从而吸引新的投资者。为防止增发导致价格的虚高，当份额达到设立的最高点时，发行方可以停牌后对艺术品进行重新估值定价。这样做的目的是提高产品投资者数量，增强市场流通程度，增发事实上降低了新投资的投资门槛；同时降低价格波动幅度大的风险，防止由于价格虚高导致的市场投机行为。当然增发的过程必须要符合法律法规以及发行原则，增发的数量必须要合理，不能盲目增发。重新估值时要参考初始估值价格和过程，要将此前上市交易的产品表现和成交情况纳入考虑的范畴之中。

5.1.4 制定交易平台的规则

由上文提出的问题可以看出，艺术品证券化交易在交易规则上存在问题，交易流程、交易规则、交易所结构都不完善。而要想艺术品证券交易健康有序继续蓬勃发展，一套完善系统的交易规则体系是必须的。交易规则的完善不仅有助于投资者交易行为的规范，降低交易风险，保护投资者权益；对于交易平台来说，也能够约束其行为，推动艺术品证券化交易的发展；对于政府监管机构研究而言，也能够方便进行有效监管，提高效率。所以，可以借鉴参考国外成熟金融投资市场运行的交易规则，来改进创新现行的交易规则。

现行的艺术品证券化交易规则，尤其是份额化交易，包括：申购份额的初始金额很低，只需要 1000 元，之后在 1000 元的基础上递增；交易原则是价格和时间优先、，实行“T+0”交易，“T+0 交易”规则简单来说就是当天买入当天就可卖出；在交易日开盘涨跌超过 30%时，交易所可以提出临时停牌；涨跌幅不得

超过 15%；最大投资额不得超过总量的 5%。

首先针对“T+0”交易规则，传统股票是实行“T+1”交易，“T+0”交易更加频繁，交易更加活跃，产品流动性更强，但是由于艺术品证券交易的风险大于传统股票交易，而且价格波动影响因素多，风险在频繁交易中被更加放大，同时这种频繁的交易会在一定程度上导致投机性交易行为的出现，投资者频繁买卖份额，对于中小投资者来说，风险再次加剧，不仅投资者权益难以保障，整个交易市场的稳定运行都会被影响，甚至会影响到整个金融市场的秩序。所以建议对这一规则进行调整，或许可以采取股票所采用的“T+1”交易规则，甚至于增长交易天数，从根本上降低市场风险，限制投机性投资者。当然这里只是简单提议，具体如何规定还需要金融领域的专家、学者研究后决定，并且还需要得到投资者的认可。但是不管交易天数延长多少，只要有所增加，都能够实现更好地保障投资者权益的作用。

其次关于现行的涨跌停幅度，除了发行首日外，其余交易时间为 10%，与股票交易相同，但是艺术品证券化毕竟同股票不同，艺术品自身价值远大于股票，这个涨跌幅度或许适合股票，但未必适合艺术品证券，尤其是从天津文交所的案例来看，这个涨跌幅度的设置显然并不合理。另外由于与上市企业相比，艺术品证券并没有各种报表、公告作为投资参考，而依赖于报价、拍卖会，再加上艺术品证券产品价格的波动剧烈，所以这种照搬股票的行为显然是行不通的。因此针对当前设置的 10% 还需要再进行探讨，作为监管部门，应该要在考虑艺术品证券交易特殊性的基础上，经过专家学者的讨论和民众意见的征集，来确定艺术品证券交易市场最合理的涨跌幅。

最后，股票市场拥有完善的做市商制度，做市商是指进行证券交易时向投资者双向报价，并用自有资金进行交易的机构。做市商制度使得买卖双方在没有交易对手时也可以借助做市商完成交易。做市商的报价包括买入和卖出价格，而投资者只能选择接受或不接受这个价格。做市商制度能够增强市场的流动性，推动交易完成并通过服务获取收入。但艺术品证券交易中还没有这项制度，所以艺术品证券交易过程中可以考虑设立做市商制度，但同时也要制定好相关政策和规定，以保证做市商的交易行为处在监管机构的监管之下，另外做市商的资质和资金实力也需要通过调查来保证，由于市场上的投资者众多，卖出买入都由做市商

负责，因此做市商必须拥有大量自由资金保证交易的进行。

5.1.5 设置运行机制及风险控制

关于运行机制与风险控制，目前在艺术品证券交易过程中，有两大缺陷，第一，关于艺术品上市以后的保管存储的缺乏；第二，缺乏第三方评级机构对产品风险的评级。

大部分艺术品都是价值连城，空气湿度、光照、二氧化碳量、温度等对于艺术品的保存都会有影响，其中任何一个环节出现问题，都有可能造成艺术品本身毁损，所以艺术品的保管条件是非常严苛的，而艺术品证券化交易过程中，明确提出了艺术品保管的要求，但是对保管机构的资质、保存艺术品的条件没有具体的要求和统一的标准，所以保存艺术品的质量以及万一出现毁损后的相关责任就更是无从谈起，也就是说艺术品本身在艺术品证券交易中并没有十足的保障，更没有明确的法规，这大大加大了交易的风险，更何况艺术品除经济价值以外还有珍贵的历史研究价值，一旦保管不当损失不堪设想。所以艺术品的保管与保险就至关重要。所以对于艺术品的保管必须由政府设立统一标准，否则各个机构水平参差不齐，没有准入门槛，只会让市场混乱，另一方面统一标准的设立也有助于艺术品证券交易的国际化，未来将会有越来越多来自国外的机构或者个人参与到艺术品证券化投资中，为了推动国内外艺术品交易和文化艺术交流，保管标准的统一也是必须的；其次可以建立保险保管人制度，选择权威机构进行承保，这样至少在出现问题的时候，能够获得一定的补偿，这样才能有效地保护投资者和发行方。

其次，对于传统金融投资产品尤其是债券产品来说，是有相对比较完善的信用评级制度的，穆迪、标准普尔和惠誉是最知名的三大信用评级机构。但是艺术品证券化交易却缺乏第三方评级，对于投资者来说，信用评级是最有价值的参考指标，风险厌恶者可以参考信用评级选择评级更好产品来规避风险，而风险爱好者也可以选择评级较低的产品来追求更高收益，这有助于投资者进行投资决策。所以第三方信用评级机构在投资市场上是不可或缺的，通过评级对产品的风险作出划分，也有助于降低市场风险。因此在艺术品证券市场，有必要设立第三方评级机构，按照一定的评估准则，选择合理的评估方法，采取适当的评估模型，对

资产进行评估。

5.2 艺术品证券化交易模式的优化方案

随着经济的发展,我国艺术品证券市场逐渐兴盛,但是我国现有的艺术品证券交易模式也仅有艺术品基金模式和份额交易模式两种模式,还都存在着诸多问题,对于金融产品,要想持续发展就必须持续持续,仅仅依赖于对现有模式的调整与改进是远远不够的,只有提出创新方案,设计新的艺术品证券产品,创造不同的交易规则,才能够实现艺术品证券市场的继续繁荣。

艺术品基金是以传统基金运作模式为基础,以艺术品或者艺术家作为投资对象的投资产品,通过专业基金管理人的运作,低买高卖获取投资收益。而指数基金是以特定指数为标的,通过构建成份股投资组合,追踪其市场表现的基金产品。而艺术品指数基金就是将二者的优势结合,提出的艺术品证券创新方案。

5.2.1 艺术品指数基金

1. 艺术品基金

国外的第一支艺术品基金是熊皮基金,发行于1904年,运作期限10年,到期时艺术品的价格是原来的6倍,这是艺术品基金的第一次真正意义上的实践,之后随着世界大战和经济大萧条的发生,艺术品投资没落,到20世纪70年代才再次开始发展,艺术品基金成功的案例不多,失败的案例却不少,例如巴黎银行于1989年发行的艺术品基金,在运作7年后,本来的2200万投资却亏损严重;日本丝满按揭公司发行的基金投资金额高达5.2亿美元,最终也以失败告终。所以艺术品基金的风险还是很高的,政治、经济、文化、操作、舆论等各种因素都有可能导致艺术品贬值,造成投资损失。我国的第一支艺术品基金是2007年6月由民生银行发行的非凡理财,之后我国的艺术品基金进入快速发展期。

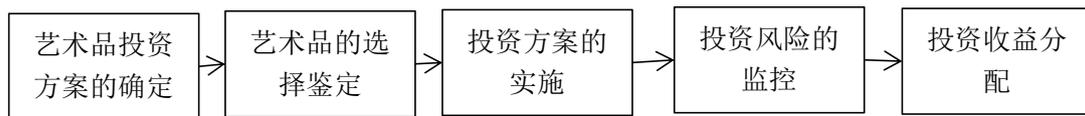


图5.1 艺术品基金运作流程

如图5.1所示，艺术品基金的运作流程大同小异，与普通基金的区别只是投资产品不同而已。在确定基本的投资方案后，对艺术品进行选择、鉴定和估值，之后按照计划实施投资方案，到期后分配投资收益。但艺术品指数基金与艺术品基金不同，艺术品指数基金更多的是被动型基金，主要依靠所投资的艺术品指数在市场的表现，而非基金管理人的决策，因此风险较小。而主动型基金因为对管理人的能力依赖程度更高，投资时间、投资期限、投资价格都会影响基金的表现，所以风险较高。

2. 指数基金

指数基金属于股票基金，指数指的是选股的标准，目前常见的股票指数包括：沪深300、上证50、中证500、恒生指数、上证180等。例如沪深300指数就是上海和深圳交易所在A股股票中按照规模大小和流动性强弱选出的300只股票，是反映股票市场运行状况的指标，是可以用来评价投资业绩。指数本身是抽象的数据，但是通过投资组合的构建，就成为了可以投资的金融产品，因此指数的出现极大的推动了金融产品的创新，也催生了一系列新型指数衍生产品。

指数一般是由证券交易所或者指数公司开发的。沪深300就是由交易所开发的指数，而中证指数则是由中证指数有限公司发布的。同样国外也有一些著名的指数，例如：纳斯达克指数、标普500指数、道琼斯指数。指数基金就是指以特定指数为标的，通过购买该指数的全部或部分成份股构建投资组合，以追踪指数表现的基金产品。下图为指数基金运作流程：

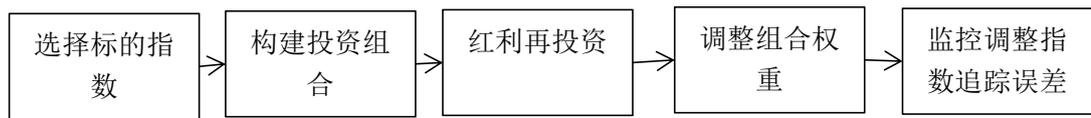


图 5.2 指数基金运作流程

指数基金的运作流程与艺术品基金有很大的不同，首先需要选择标的指数，确定后购买部分或者全部指数成分股，而艺术品基金募集到资金以后就可以投资艺术品。指数基金分红的方式包括现金分红和红利再投资，而艺术品基金是依靠所投资艺术品的增值获取收益。之后调整组合权重，并持续关注追踪误差。而艺术品指数基金是在一开始构建投资组合是就把艺术品包含在内，但是由于艺术品本身不是标准化的产品，而且鉴定估值相对复杂，所以确定投资组合要比指数基金困难的多。

5.2.2 艺术品指数基金的方案设计

1. 构建艺术品指数

收益对参与艺术品证券化交易的各方来说是最重要的指标，尤其是对于投资者来说，资本的天性就是逐利，参考股票市场来看，各种指数无疑是最好的衡量收益与风险的指标，所以如果可以构建出艺术品指数，那么艺术品证券交易的发展无疑是迈出了一大步，艺术品指数不仅可以衡量投资回报率，同时也可以比较艺术品证券投资与其他金融投资的收益，另外有助于风险的控制，所以无论是从理论的意义还是从实践的意义，艺术品指数构建都是大势所趋。

然而由于艺术品非常珍贵，尤其是一些收藏保存的艺术品，它们并不在市场上进行流通，所以相较于股票指数来说，艺术品指数的构建过程更复杂，而且艺术品本身是价值较高，所以不太可能出现短时间内密集进行交易的情况，这也大大增加了构建艺术品指数的难度。

艺术品指数的构建第一步是要建立文交所自己的艺术品交易数据库，在选取艺术品交易数据时，可以优先考虑艺术品拍卖的数据，而非画廊交易的数据，因为数据的选择要在真实、透明的信息的基础上，而画廊的交易信息往往是非公开

的，但是艺术品的拍卖过程却往往的公平、公正、公开的，由于艺术品的成交价格反复竞价后的成果，所以拍卖过程也相对透明。尽管并不能保证整个交易过程不存在虚假交易，但是相对而言可信度更高，更何况，数据还可以再进行筛选，在经过严谨的调查、研究、讨论以后，可以剔除一些有虚假怀疑的数据，以确保数据的真实，真实的反映艺术品市场交易情况。所以文化产权交易所可以利用好自己的平台优势和技术优势，建立起属于文交所自己的艺术品交易数据库。艺术品不太可能在短时间内密集交易，因而得出的艺术品的平均价格并不是来自于艺术品市场的真实交易情况，而来自于艺术品本身的独一无二性。所以要想让数据更加准确，就必须建立艺术品反复交易的数据库，以较大的数据量来保证艺术品交易数据的有效性。

第二需要对艺术品进行抽样。抽样就是要从浩如烟海的艺术作品中挑选出那些具有代表性的作品，这一过程就与股票指数的挑选一样，市场上那么多支股票，需要根据构建指数的目的来进行选取，例如沪深300指数就是上海和深圳两个证券交易所选出的规模和流动性都具有代表性的300只股票，并且更侧重于流动性，目的就是尽可能的反映出沪深交易所A股股票交易市场的整体运行情况，尤其是流动性的情况。艺术品指数的构建也是如此，抽取的样本必须尽可能包含多样类别，最大程度的缩小误差。艺术品可以按照门类、时代、流派、艺术家、地域、价格等分类进行抽取，尽可能的确保艺术品具有广泛性和代表性。也可以像有些指数一样，反映特定类别的交易情况，比如按照门类构建国画指数、油画指数，按照流派构建印象派指数、野兽派指数等，按照艺术家构建其个人相关指数。

抽样后也就是构建艺术品指数的最后一步，就是选择计算方法。常见的计算方法包括平均价格法、重复交易法、特征价格法。其中平均价格法是搜集数据和计算都最简单的，平均价格是一定时期内(年、季度、月)同一件艺术品价格的平均数，它能最直观的反映艺术品的价格变化趋势，计算只需要取平均值就好。重复交易法相对而言更加复杂，因为重复交易法需要的数据是艺术品多次交易的价格，需要长时间对艺术品的关注和追踪。重复交易法的优势就在于规避了艺术品异质性的问题，同时也能衡量艺术品的投资收益率，缺点是需要追踪艺术品的交易情况。特征价格法之前主要用于房地产行业的价格计算。特征价格法比较特殊，它认为并不是和商品一样由供求关系来决定艺术品的价格，而是其不同的特

征，而这些特征能够带来的功能决定了艺术品的价格，所以这些特征的综合才能决定艺术品的价格。这种计算方法更加复杂，但相对准确，因为特征价格法囊括了艺术品的全部信息，无论是有形的数据还是无形的信息都纳入其中，所以要是能把艺术品价格的影响因素拆分出来，并求出各影响因素所包含的价格，那么只需要控制某些变量，就能反映出真实的艺术品价格的变化。

2. 构建初始艺术品组合

艺术品指数的抽样计算结束以后，基金管理人就需要开始从市场买入艺术品，从而构建艺术品组合，基金管理人需要搜集并挑选要投资的艺术品，确定好以后，再根据艺术品的市场价值和长、短线的价值比例构建组合，在这个过程中，重要的问题有三个：第一是艺术品的鉴定，第二是艺术品的保管，第三是艺术品的保险，上文中已经提到过。

关于艺术品的鉴定问题上文已经有所阐述，在艺术品交易过程中，这个问题始终存在，所以艺术品指数基金交易中当然也难以避免，在艺术品市场中艺术品鉴定的专业人员和权威机构都很稀缺，所以文交所必须要在现在鉴定情况的基础上，以尽可能稳妥和完善的手段及方法完成艺术品鉴定，建议文交所可以考虑采取三步走战略来解决艺术品鉴定问题，最大程度的确保艺术品组合的构建。

第一步，选择权威专家进行鉴定，专家有着专业的鉴定知识和丰富的鉴定经验，专家鉴定的本质就是依靠之前收藏和鉴定过程中积累的经验，在学习鉴定专业知识的基础上，结合自身经验的鉴定方法。所以专家的选择相当重要，不同专家的鉴定领域不同，有专攻某一流派的，也有专攻某一种艺术品的，还有只擅长鉴定某一位艺术家作品的；不同的鉴定专家也有不同的鉴定标准，艺术品的材质、造型、质地等都会影响鉴定的结果。专家鉴定的方法一般是比较，通过与所鉴定艺术品类似时代、类似风格、类似流派、类似技法的艺术品的比较来确定艺术品的真伪。当然专家鉴定的结果也不是百分百确定的，存在误差和局限性，因此，组建自己的专家鉴定队伍，确保各种艺术品类别都由相应的鉴定专家，构建完善的鉴定标准体系的同时，也需要借助现代科技手段保证结果的确定性。

第二步是进行科技检测。通过检验艺术品的化学成分、物理结构等来鉴别艺术品的真伪，通常采用的手段包括化学检验、X光透视、荧光照明等，常用的仪器包括：显微镜、红外线、紫外线等。科学检测技术的采用大大提升了艺术品鉴

定的效率和准确性。

最后是文献参考。根据历史文献等资料来鉴定艺术品的真伪。

这样三步走的战略，能够最大程度上保证所选取的艺术品的真实性，以确保顺利完成初始建仓。

第二是艺术品的保管问题，艺术品存在唯一性，每一件艺术品都是独一无二的，所以艺术品的保管条件相当严苛，温度、湿度、光照甚至陈列的方式都会对艺术品产生影响。所以艺术品交易必须以艺术品的安全为首要原则，文交所只是进行艺术品证券交易平台，在艺术品保管上没有经验，所以艺术品保管也需要交给权威机构，文交所可以与权威艺术品保管机构签订长期的合作协议来确保艺术品实物的安全。

第三是艺术品保险问题，尽管艺术品鉴定和艺术品保管流程都交由权威机构和专业人士，但是风险依然存在，规避风险事件的发生是一方面，同时也可以选择将风险进行转移，艺术品保险就是不错的选择，将艺术品毁损、造假的风险转移给保险，由此文交所在实行艺术品证券交易时就可以降低风险，保障投资者和自身的利益。

3. 调整艺术品组合权重

随着艺术品指数中艺术品权重的变化，艺术品指数也需要进行相应的调整，来确保基金与指数是一致的。指数的发布方会对所发布指数进行定期调整，比如上海和深圳交易所会每个月对沪深300指数调整一次，不同股票的权重也会随之调整，另外也会进行临时调整，当样本股暂停上市、退市、收购、合并、分拆、停牌时就需要从样本剔除，更换新的符合标准的股票。艺术品指数也是如此，需要根据样本的变化而变化，例如艺术品出现毁损情况时，就应当将其从艺术品组合中剔除，选择新的艺术品加入，随着新的艺术品的加入，原来构建的艺术品组合及设计的投资组合都需要随之调整变化。

4. 定期评估调整追踪误差

为尽可能的使艺术品指数基金的表现与艺术品指数保持一致，指数的开发方必须定期评估和调整市场指数。

指数基金的市场表现很难和市场指数达到完全一致，交易成本、买入数量限制等因素都会导致误差的产生，所以误差必然存在，在艺术品指数基金也是如此，

虽然在追踪指数的过程中必然存在误差,但是也不能不管误差,任由误差越来越多,文交所应该定期评估误差,确保误差在一定范围内,当误差出现巨大偏差时,要能够及时发现并解决问题,尽最大努力缩小误差。

以前的指数基金基本上在投入运行后,就一直在重复上述的步骤,目的是尽可能让指数基金与所追踪指数保持一致,指数基金的投资者一般不太会指数涨跌的预测,所以指数基金一般是长期投资,投资者会长期持有份额,由于艺术品交易的低密度性,所以一般也主张艺术品投资为长期价值投资,所以同指数基金一样,也不主张对市场指数情况进行预测,而是长期投资从而获得长期投资收益。

5.2.3 艺术品指数基金的优势

艺术品指数基金在艺术品基金基础上,按照指数基金的运作模式设计的艺术品证券化创新方案,目的是结合指数基金和艺术品基金的优势,同时为艺术品证券市场提供一种创新的金融产品,从而改变目前艺术品证券市场的颓势,推动艺术品证券市场的发展。

艺术品指数的基金的优势有很多,首先艺术品指数基金的门槛比较低,尤其是对于那些对艺术品并没有特别专业的认知,只是出于兴趣投资的投资者而言,门槛越低越方便,同时投资门槛的降低也能够吸引更多新进投资者。

其次艺术品指数基金属于长期投资。投资的类型分为价值投资和趋势投资两种,艺术品基金属于趋势投资,本来艺术品应该属于长期投资,因为艺术品的交易本身就是低密度的,流动性相对较弱,但是由于我国艺术品交易市场整体比较浮躁,投资者跟风投资的情况较多,缺乏自己理性的判断,同时由急切的需要看到收益的实现,所以出于迎合投资者的目的,我国的艺术品基金封闭期较短,包括艺术品份额交易也是市场急功近利的产物。而艺术品指数基金则很好地解决了这个问题,实现了长限期的价值投资,因为艺术品指数基金追踪的是艺术品指数,艺术品本身可能会消亡,但指数能够永久延续,艺术品指数并非一成不变,随着艺术品的消亡,艺术品指数也会随之将不符合选择原则的艺术品剔除,挑选新的艺术品构建新的艺术品组合,艺术品的价值在短期内是显现不出来的,只有长期的价值投资才能体现出艺术品的真正价值所在。

再次艺术品指数基金是按照指数基金的运营模式来运作的,因此也具有指数

基金的优势，那就是能实现长期上涨。因为指数基金中选择的投资组合是长期盈利的，盈利后进行红利再投资从而获得收益，收益后在投资，就这样盈利—投资—再盈利—再投资，所以指数基金也因此不断上涨，即使在短期内出现了小幅下跌，但长期来看依然保持上涨，艺术品指数基金也是如此，构建的初始艺术品投资组合的增值，会推动艺术品指数基金不断上涨，投资者能够获得更多投资收益。同时艺术品存续期间可以将艺术品出租、展览，从而获得现金收益，进行基金分红。

最后，在艺术品的保管问题上，艺术品指数基金非常重视，艺术品保管是艺术品交易的基础，因此有助于推动艺术品交易市场的规范发展。

艺术品指数基金是针对艺术品证券化交易优化而设计的产品，相较传统投资产品，初始投资额要求更低，能够吸引众多投资者参与其中；同时艺术品证券交易的蓬勃发展也有助于艺术品市场的繁荣，吸引更多资本关注艺术品这一投资领域；另外艺术品指数基金是由基金管理人负责运作，由专业人员和权威机构为交易保驾护航，能够帮助投资者理性决策、谨慎投资；最后在艺术品证券交易被严格监管问题丛生的阶段，新的产品、新的交易模式能够提供给艺术品证券交易一个重新获得市场认可的机会。

6 结论与展望

6.1 结论

本文在分析艺术品证券化交易发展现状的基础上,以艺术基金和艺术品份额交易的两个案例为主要分析对象,梳理并总结了我国现有艺术品证券化交易模式运行中存在的问题,并提出了具体的优化建议策略。艺术品证券化存在诸多问题:定价、结构设计、监管、法律法规,因此本文针对这四点问题提出了解决的措施:加强投资者准入、完善结构设计、法律法规、加强监管。同时还将指数基金与艺术品基金结合,提出构建艺术品指数基金这一创新产品。

当然,这些更多的是从政府以及文化产权交易所方面提出的应对举措,而除了政府完善相关法律法规、加强监管以外,我国的艺术品市场交易规则、流程、信息公开等制度的建设与完善也必须及早提上日程,同时对于艺术品证券化的投资者来说,也需要明白投资始终是有风险的,自己也要理性思考、谨慎投资,同时要积极的学习相关金融知识,而不是没有思考的盲目从众,因为无论市场多完善,制度多健全,也无法完全规避风险保证收益,所以投资者教育业刻不容缓。

另外,我们要明白的是,艺术品的价值不只体现在审美与历史文化方面,经济价值也不容忽视,如果不与金融要素融合,那么艺术品终归只是供人欣赏的实物,人们对于艺术品的了解也就仅止于此,它的经济价值难以实现,更何况随着金融市场和艺术品市场的完善,发展艺术品证券化是必然要走的道路。尽管现在关于艺术品证券化的各种尝试出现了诸多的问题,但我们也不能因噎废食,就此停下尝试的脚步,而是要努力解决问题,不断创新举措,以求实现艺术品证券化更好的发展,因为艺术品证券化的发展无论是对于文化还是经济都有很大的推动作用,本文的写作目的也正在于此。

6.2 展望

本文的写作虽然已经完成,但是对于问题存在的根源,一些具体概念的细致区分等还存在不足,并且由于选择以及本人专业的问题,对于艺术品证券化的理解可能还不够深入透彻,另外艺术品证券化本身就是一个大的课题,本文只是涉

及了冰山一角，所以对于问题探讨的层面还较浅层，仍然需要更加具体和更加深入的研究。因此，在本篇论文的基础上，我将会对艺术品证券化这一课题继续进行研究，并对艺术品证券化未来的发展持续关注。同时由于没有实际接触过艺术品证券化实践操作，所以文章理论有余，验证较少，希望未来有机会的话，能够补充这方面的短板，为艺术品证券化的发展提出更加合理实际的建议。

参考文献

- [1]Anonymous.Thunder Bay Art Gallery project funds announced[J].Daily Commercial News,2018,91(142).
- [2]Bernaldes Alejandro,Reus Lorenzo,Valdenegro Víctor. Speculative bubbles under supply constraints, background risk and investment fraud in the art market[J]. Journal of Corporate Finance,2020(prepublish).
- [3]Belma Öztürkkal,Aslı Togan-Eğrican. Art investment: hedging or safe haven through financial crises[J].Journal of Cultural Economics: Published in cooperation with The Association for Cultural Economics International,2020,44(3).
- [4]CLP Beck CEM. Grid Parity:The Art of Financing Renewable Energy Projects in the U.S.[M].River Publishers:2020.
- [5]Dina Refki,Kathryn Mishkin,Bilge Avcı,Sana Abdelkarim. Using social return on investment to evaluate the public art exhibit Breathing Lights[J]. Poetics,2020,79.
- [6]Hurley Richard.Art dealing: raffle tickets fund pill testing at festivals.[J].BMJ (Clinical research ed.),2018,361.
- [7]Megan Venzin.The Art and Science of Setting Annual Fund Goals[J].Successful Fundraising,2019,27(6).
- [8]Mark Schiebe. The Rembrandts of Investment: Collecting Art and Money in the Trilogy of Desire[J]. Studies in American Naturalism,2019,13(2).
- [9]Peter W.Baur. An examination of the impact of COVID-19 on the financial markets and how this directs investment into the market for fine art[J]. Journal of Economic and Financial Sciences,2020,13(1).
- [10]Stefano Sgambati.The art of leverage: a study of bank power, money-making and debt finance[J]. Review of International Political Economy,2019,26(2).
- [11]陈曦. 艺术金融与文化资本[J]. 环渤海经济瞭望, 2019(01):43.
- [12]陈亚兰. 对艺术品金融模式的思考[J]. 经济师, 2018(01):68-69.
- [13]蔡水花. “互联网+”背景下我国艺术品金融的发展契机[J]. 福建金融管理干部学院学报, 2019(01):19-23.
- [14]高常梓,黄隽. 中国艺术品金融市场年度研究报告(2018)—艺术品财富管理

- 的商业模式[R]. 中国金融出版社, 2018.
- [15] 丁默轩. 试论艺术金融化在我国的发展[J]. 吉林艺术学院学报, 2018(01): 82-87.
- [16] 杜蕾. 新时代国家艺术基金效益审计探究[J]. 市场研究, 2020(02): 42-43.
- [17] 范勇. 艺术品金融与艺术品评估[J]. 中国资产评估, 2020(02): 6-8.
- [18] 傅冰. 供给侧改革下的艺术品金融发展分析[J]. 当代经济, 2019(04): 76-79.
- [19] 高源. 中国艺术品金融化问题研究[D]. 鲁迅美术学院, 2019.
- [20] 高友才, 宋俊楷. 中国艺术品金融化市场规范问题研究[J]. 华北水利水电大学学报(社会科学版), 2017, 33(06): 65-68.
- [21] 韩娇. 论艺术品份额化交易的法律适用[J]. 法制与社会, 2018(20): 77-78.
- [22] 洪铭. 中国艺术品证券化交易模式的研究[D]. 对外经济贸易大学, 2018.
- [23] 黄素雅, 陶思涵, 韦俊宏. 非物质文化遗产对文化金融的影响——“一带一路”背景下的探讨[J]. 现代商贸工业, 2018, 39(07): 139-140.
- [24] 黄隽, 李越欣, 夏晓华. 艺术品的金融属性: 投资收益与资产配置[J]. 经济理论与经济管理, 2017(04): 60-71.
- [25] 黄隽. 挑战大于机遇 艺术品与金融市场新动向[J]. 公关世界, 2019(04): 105-107.
- [26] 黄隽, 李越欣. 中国艺术品投资收益: 离岸与在岸市场的特征和互动[J]. 金融研究, 2019(06): 188-206.
- [27] 黄隽. 艺术品金融——从微观到宏观[M]. 中国金融出版社, 2017.
- [28] 黄隽. 强根固本: 中国艺术品金融市场应对之策[J]. 艺术市场, 2020(01): 30-31.
- [29] 孔达达. 中国式艺术金融[J]. 艺术市场, 2018(06): 127.
- [30] 刘申宁. 艺术品价值和金融化难题[J]. 艺术市场, 2018(12): 96-101.
- [31] 李林俐, 凌继尧. 艺术品基金的历史谱系和当代发展[J]. 暨南学报(哲学社会科学版), 2017, 39(06): 106-116.
- [32] 郎平. 集资犯罪的非法性认定问题研究[D]. 华东政法大学, 2019.
- [33] 李祈霏. 论艺术品份额交易的法律规制[D]. 辽宁大学, 2018.
- [34] 李林俐. 艺术品基金理论与实践研究[D]. 东南大学, 2018.

- [35]李佩芬.我国艺术品投资的风险及收益研究[D].对外经济贸易大学,2018.
- [36]李玉芳.金融在艺术品产业链中的功能浅析[J].中国物价,2017(03):59-61.
- [37]刘梦珣,陈治国,李成友.我国艺术品市场金融化发展研究[J].新疆财经大学学报,2019(04):5-12.
- [38]李媛.江西艺术品市场金融化发展及路径选择[J].中国国际财经,2018(06):241.
- [39]慕志腾.艺术品金融化的必要性[J].艺术品,2019(11):104-107.
- [40]马健.艺术品金融——实践与探索[M].经济管理出版社,2018.
- [41]聂露.艺术品投资收益率的持有期效应研究[D].山东财经大学,2018.
- [42]潘修平,崔盛楠,孙小涵.艺术品证券化的法律困境与对策[J].北京邮电大学学报(社会科学版),2017,19(02):17-25.
- [43]祁玉良,郭华,黄世国.新形势下艺术品金融化欺诈的研究与思考——以广西文交所为例[J].纳税,2018,12(24):184—186.
- [44]宋拂晓.我国艺术品证券化的创新研究[D].山东大学,2019.
- [45]王中昱.邮币卡资产证券化交易法律规范问题研究[D].新疆大学,2018.
- [46]王梦雅.艺术品证券化交易模式的研究[D].天津大学,2017.
- [47]王剑.区块链技术在艺术品鉴证溯源领域的应用与研究[J].计算机产品与流通,2020(01):283.
- [48]西沐.科技融合改变艺术金融创新方向[J].中国拍卖,2020(12):48-51.
- [49]西沐.艺术金融案例研究[J].中国拍卖,2020(05):54-55.
- [50]西沐.中国艺术品估值特点与路径选择[J].中国资产评估,2018(01):25-30.
- [51]西沐,李亚青.中国艺术金融风险分析与管控研究[J].中国美术研究,2018(03):138-144.
- [52]徐锦熹.西方艺术金融创新体制对中国的启示[J].艺术市场,2018(10):100-101.
- [53]徐锦熹.当代中西方艺术金融发展比较研究[D].上海大学,2018.
- [54]杨秀丽,陈猛.艺术品市场投资风险分析[J].金融理论与教学,2017(02):75-77.
- [55]张志元,刘红蕾.艺术金融理论研究进展[J].经济学动态,2020(03):118-130

- [56]赵磊. 中国艺术品金融发展分析[J]. 中国资产评估, 2020(02):9-11.
- [57]张志元, 孙庆麟. 我国艺术品投资收益率与通货膨胀率相关性研究[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2020(06):26-37.
- [58]钟坚毅, 梁凤银, 朱越超. 后疫情时代中国高净值人群艺术品投资发展趋势[J]. 商业文化, 2020(27):82-84.
- [59]张志元, 李凤超, 张梁. 金融与艺术融合的逻辑[J]. 山东社会学, 2018(01):132-136.
- [60]庄毓敏, 高常梓, 黄隽. 中国艺术品金融市场年度研究报告(2017)—艺术品财富管理[R]. 中国金融出版社, 2018.

致 谢

时光匆匆，三年研究生生涯马上就要画上句号。回顾三年的在校生活，可谓是感触极多。所以，在此我要感谢在我整个研究生学习阶段给予我帮助、支持、鼓励的人，感谢在我研究生学习的三年时间内让我更有动力去完成学业和更好的感受学生生涯最后阶段的人。

首先，要感谢我的导师，非常有幸成为导师的学生，在这篇论文写作的过程中，导师是给予我帮助最大的人，无论是选题、案例选择、整篇文章的逻辑结构和写作技巧上都耐心的提出建议，并且在开题过程中其他老师所提出的问题也在导师帮助下得到有效的解决。正是导师给予的帮助，让我顺利的完成了毕业论文。

其次，我要感谢教授过我的各位老师。尤其是负责开题答辩的各位老师，在文章写作的一开始就为我提出了建议，指明了方向。此外我还要感谢各位老师给予的专业课知识和理论的传授和学校所组织的各类学术讲座，让我深入的学习到了专业知识。

最后，我要感谢我的父母，感谢他们对我支持我继续学习决定。同时也要感谢同班的同学，在学习过程中给予我的帮助。

攻读学位期间的研究成果

已发表论文:

第一作者. 甘肃省文化产业投融资效率测算[J]. 陇东学院学报, 2021, 32(02):23-29.

第一作者. 恒瑞医药投资价值分析[J]时代金融, 2020(29):67-68.