

01-02.10.2026
Екатеринбург

Стоимостные риски в оценке и инвестициях: фундаментальная природа, методы выявления и инструменты контроля

САВЕЛЬЕВ АНДРЕЙ ВИКТОРОВИЧ

Региональный представитель Союза финансово-экономических судебных экспертов
на территории Самарской области

Член Экспертного совета Ассоциации Саморегулируемая организация
«Национальная коллегия специалистов-оценщиков»

Заместитель директора по научно-методической и экспертной работе
ООО «Территориальное агентство оценки»

Всё должно быть изложено так просто,
как только возможно, но не проще.

АЛЬБЕРТ ЭЙНШТЕЙН



Для того, чтобы быть востребованным и хорошо оплачиваемым специалистом необходимо:

- заниматься тем, что востребовано у максимально большого количества потенциальных покупателей;
- число людей **и алгоритмов**, которые могут это делать на высокопрофессиональном уровне, должно быть как можно меньше;
- должно быть интересно этим заниматься и развиваться в этом направлении;
- делать это лучше других



Большинство того, что может быть алгоритмизировано по чётко прописанному скрипту и чётким правилам и не требует нестандартного взаимодействия с материальными объектами –

будет алгоритмизировано и заменено ИИ (нейросетями, агентами, алгоритмами, искусственными манипуляторами).

Пространства для естественного интеллекта остается все меньше, меньше и меньше...

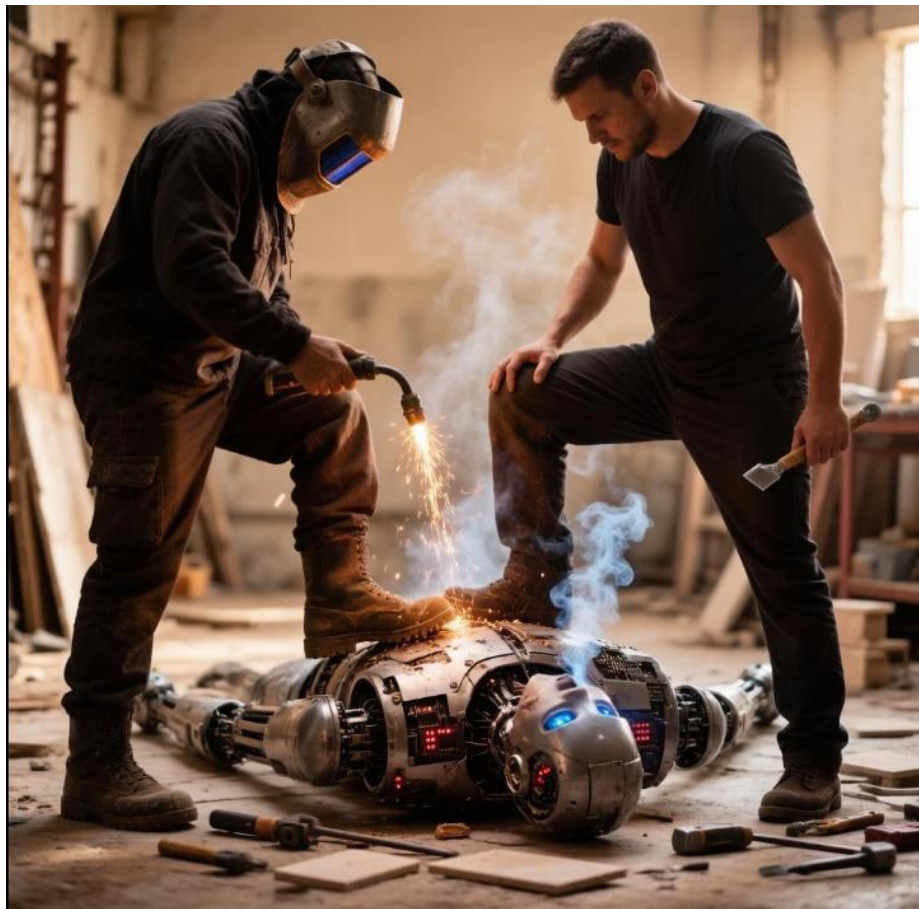


Что делают нейросети?

Они усредняют, компилируют и экстраполируют на чудовищных объемах данных, недоступных человеку.

Там, где этого достаточно для успеха – у них феноменальный успех!

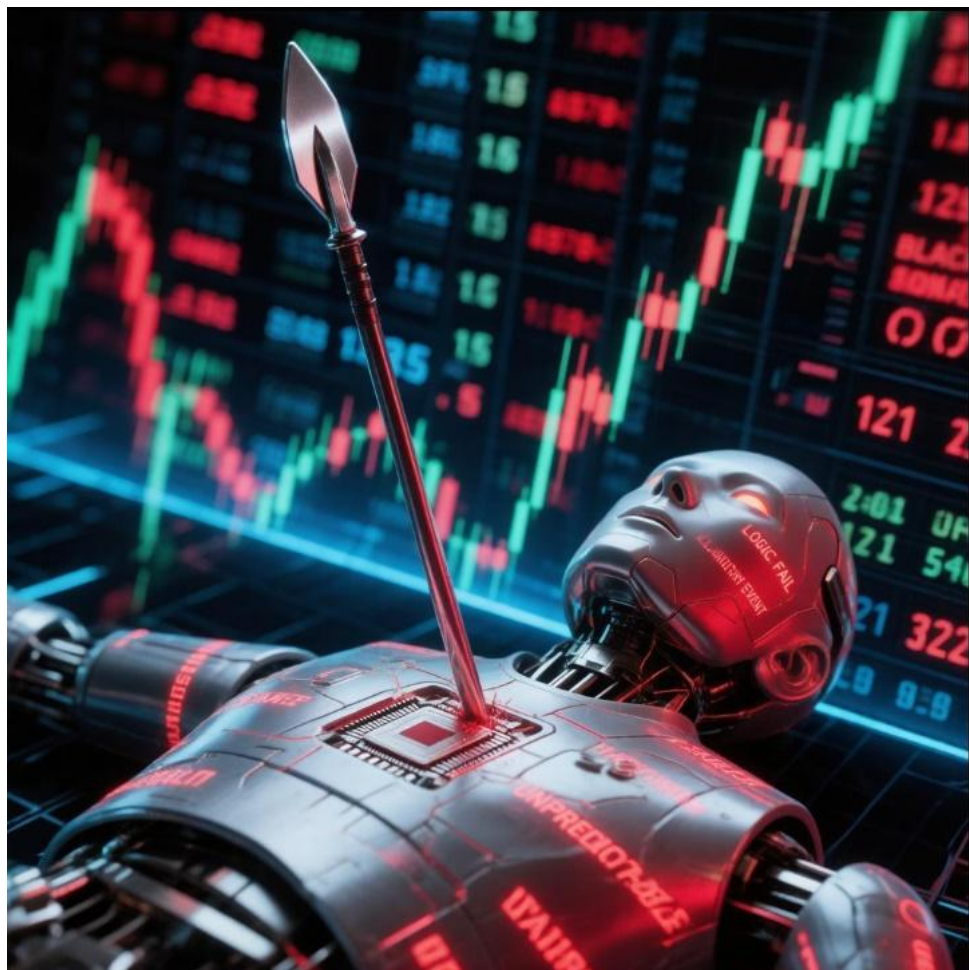
Например, в написании академических работ – от курсовых до некоторых докторских (особенно в гуманитарных дисциплинах).



Куда же податься нам – рядовым обладателям
ЕИ (естественного интеллекта)?

- туда, где искусственные «манипуляторы»
еще долго будут уступать человеческим рукам
и ногам (оценщики и экономические эксперты
мимо?);

- туда, где царит нестандартность,
непредсказуемость и неалгоритмичность –
в пространство риска и неопределенности
(некоторые оценщики и экономические
эксперты окажутся на своём месте)



Долгосрочно успешные и прибыльные трейдинг и инвестиции на фондовом рынке «под ключ» – сфера, перед которой пасуют даже самые современные, продвинутые и дорогостоящие нейросети и ИИ-агенты.

И **вероятно** такая ситуация сохранится и в будущем!

Но!

Использование ИИ как помощника, например, по сбору данных, по написанию кода для ваших идей – **это можно, и это часто уже нужно!**



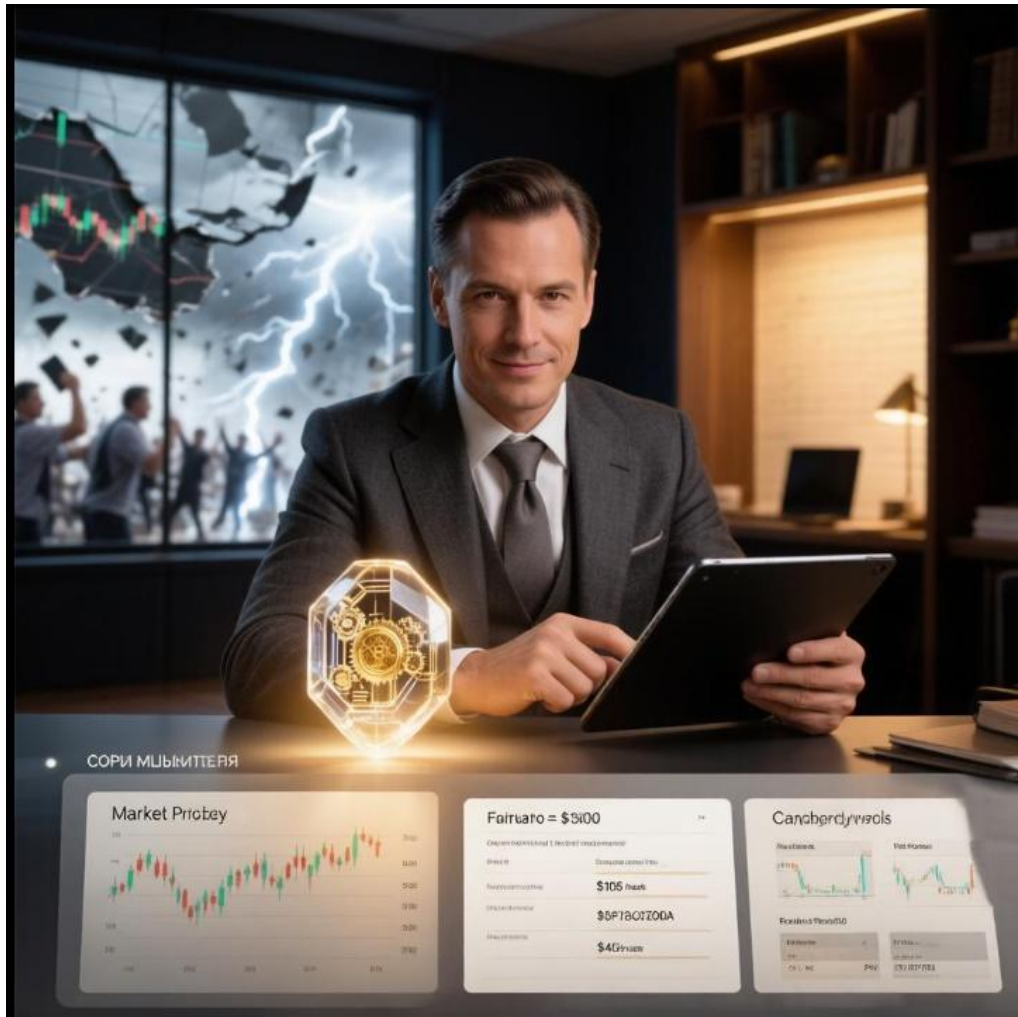
Старейшее и простейшее правило успешного инвестирования звучит так:
«Покупай дешево, продавай дорого».

Но что, собственно, значит это правило?

Ответ очевиден:
покупай что-нибудь по низкой цене и
продавай по высокой цене.

Возникает важный вопрос:
Что такое «высокая цена» и что такое
«низкая цена»?

Как умения оценщика бизнеса могут помочь в биржевой рыночной стихии



«Низкая цена» – цена актива ниже его внутренней (справедливой) стоимости.

«Высокая цена» – цена актива выше его внутренней (справедливой) стоимости.

Чтобы инвестиции были успешными,
необходимо оценить внутреннюю стоимость
актива.

Без этого любые надежды на устойчивый
успех в инвестициях так и останутся
надеждами!

ОЦЕНЩИК – как раз тот, кто может
определить внутреннюю (справедливую)
стоимость актива!

Как умения оценщика бизнеса могут помочь в биржевой рыночной стихии



Успешность инвестиции заключается не в
«покупке качественного актива», а в
«качественной покупке актива»!

Самое важное —
это соотношение цены и внутренней
(справедливой) стоимости актива!

Не важно, насколько привлекательно
выглядит инвестиция:
если внутренняя (справедливая)
стоимость актива не установлена,
инвестицию нельзя считать хорошей или
плохой!

Даже акции самых хороших и
прибыльных компаний могут приносить
убыток, если вы за них
переплачиваете!



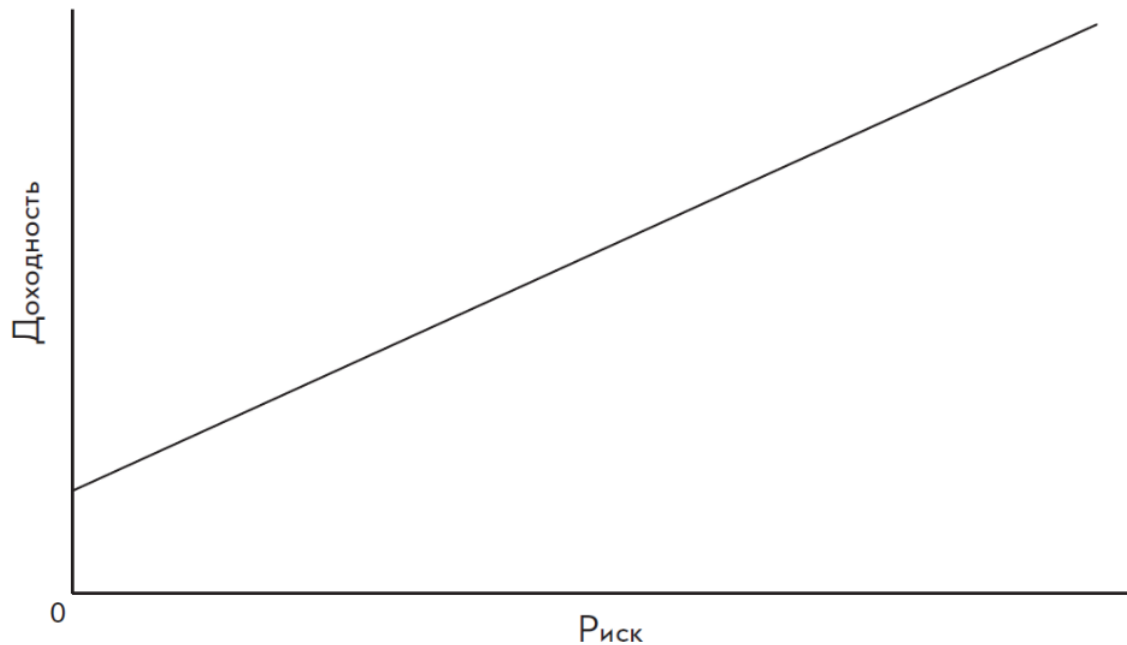
Использование доходного подхода в экономической экспертизе и оценке доходных активов и бизнеса, а также инвестиционная деятельность подразумевает, что **мы имеем дело с будущим.**

А поскольку никто из нас не может с уверенностью предсказать будущее, **риск при любых инвестициях неизбежен.**

Таким образом, **риск — это важный (а может быть и самый важный) элемент инвестиций!**

Соответственно, при правильной реализации доходного подхода и в инвестиционной деятельности необходимо пройти несколько шагов:

- первый шаг – **понимание природы риска;**
- второй шаг - **осознание тех случаев, когда этот риск высок;**
- третий шаг - **контроль риска**



Из взаимосвязи риска и доходности возникло графическое представление, ставшее невероятно популярным в экспертно-оценочной и инвестиционной среде.

На нем показана **«линия рынка капитала»**, которая поднимается вправо, отражая положительную корреляцию между риском и доходностью.

Существующая формулировка звучит следующим образом:

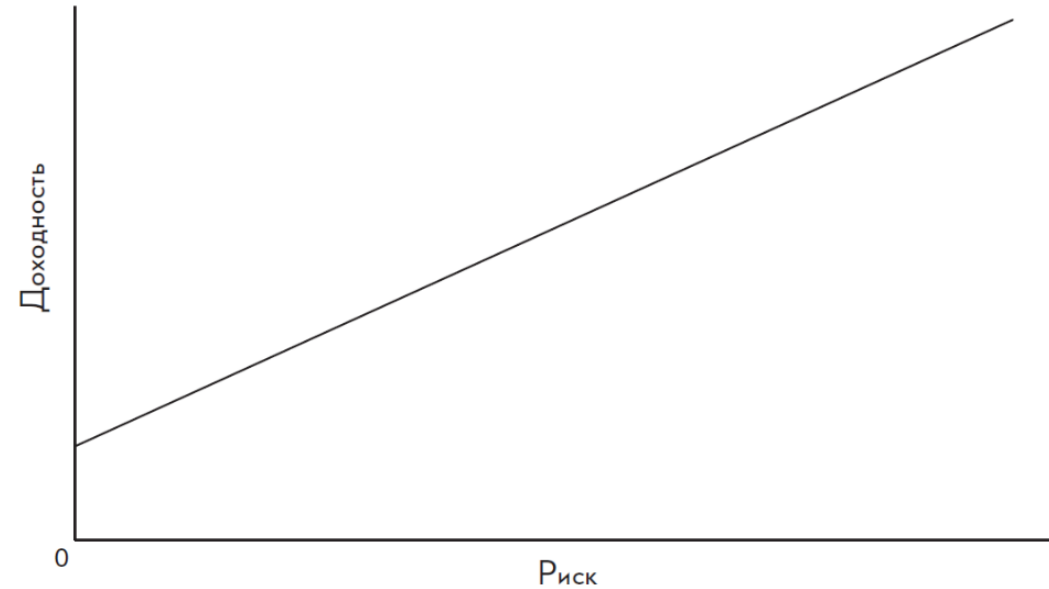
«Рынки устроены так, что более рискованные активы приносят более высокую доходность - ведь в противном случае их бы никто не покупал!»

Очень часто, особенно в благоприятные времена, можно услышать:

«Более рискованные инвестиции приносят большую доходность. Чтобы больше заработать, нужно больше рисковать».

Однако нет никакой гарантии, что рискованные инвестиции принесут более высокую доходность. Почему? Все просто:

если бы рискованные инвестиции гарантированно обеспечивали высокую доходность, их никто не считал бы рискованными!



Хорошо знакомый специалистам график взаимосвязи доходности и риска весьма элегантен в своей простоте.

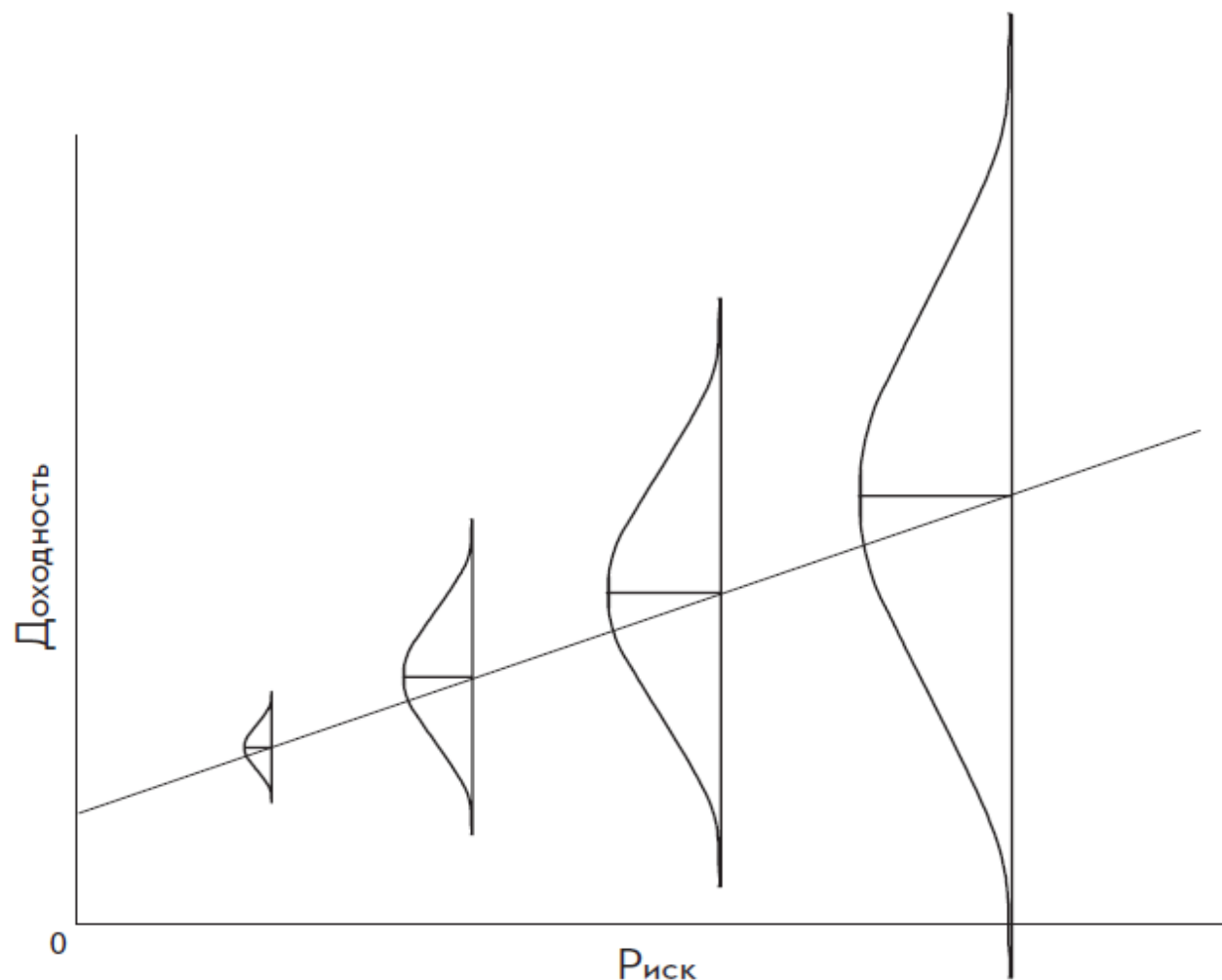
К сожалению, многие делают на его основе ошибочный вывод, который приводит к проблемам!

Корректная формулировка звучит так:

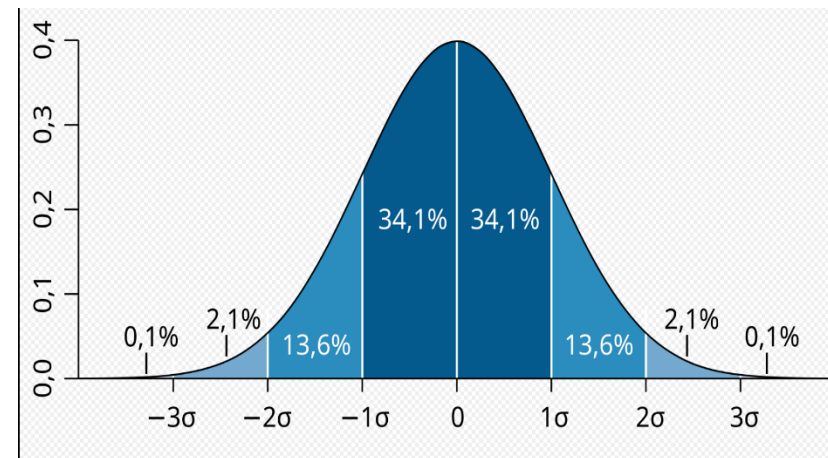
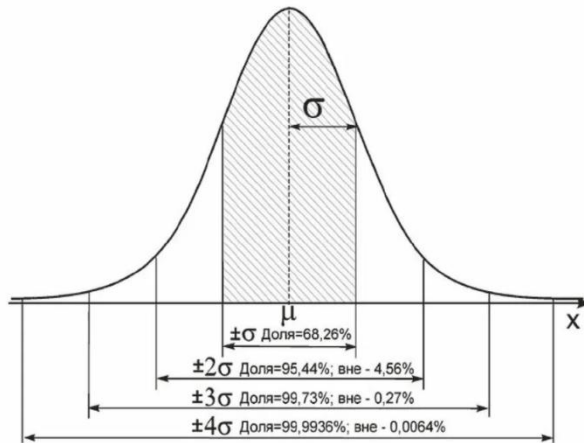
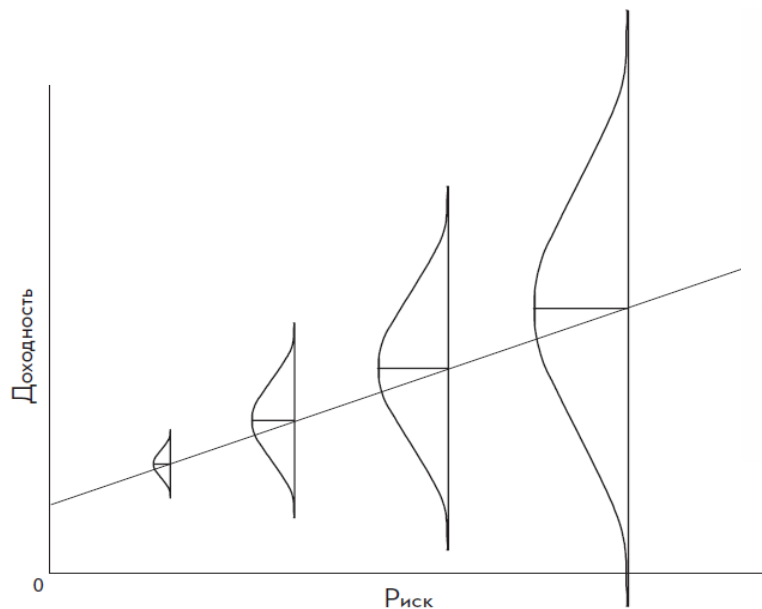
«чтобы привлечь капитал, более рискованные инвестиции должны сулить перспективу более высокой доходности - высокой обещанной доходности или высокой ожидаемой доходности».

Но нигде не сказано, что эти высокие прогнозные доходы обязаны материализоваться!

Поэтому корректная иллюстрация графика рынка капиталов, позволяющая понять глубинные взаимосвязи, которые лежат в его основе, может выглядеть следующим образом



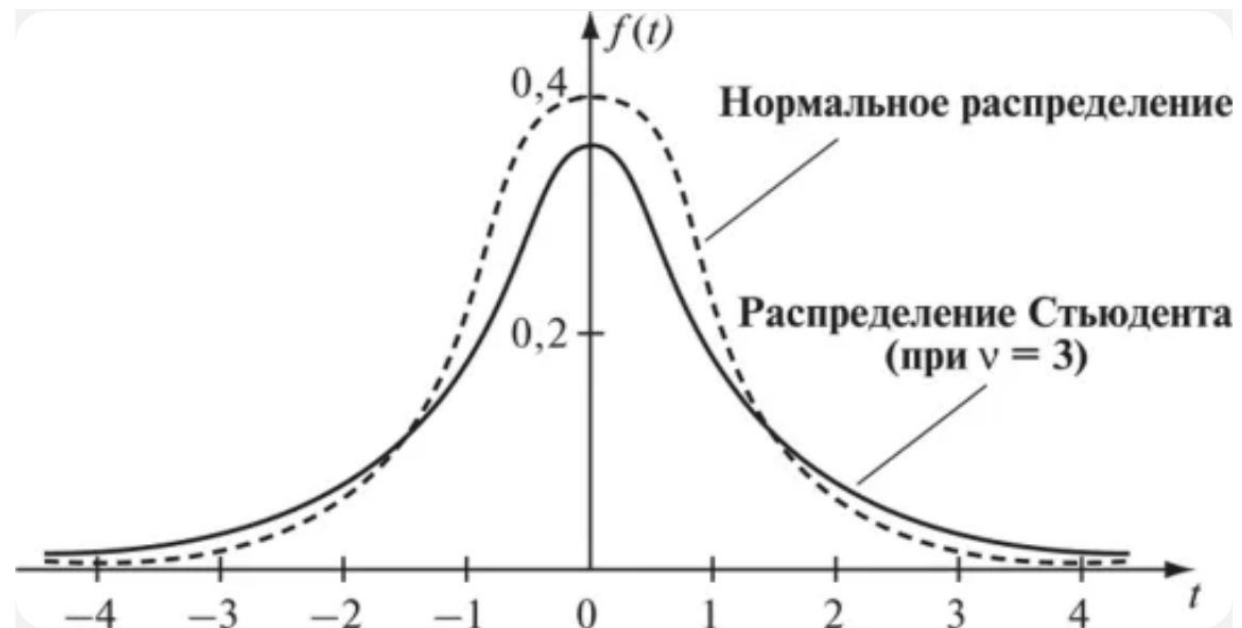
Понимание природы риска



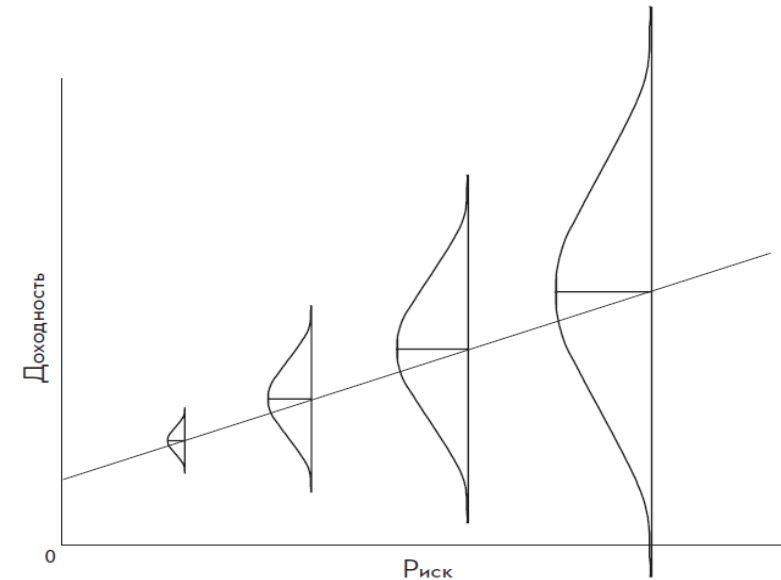
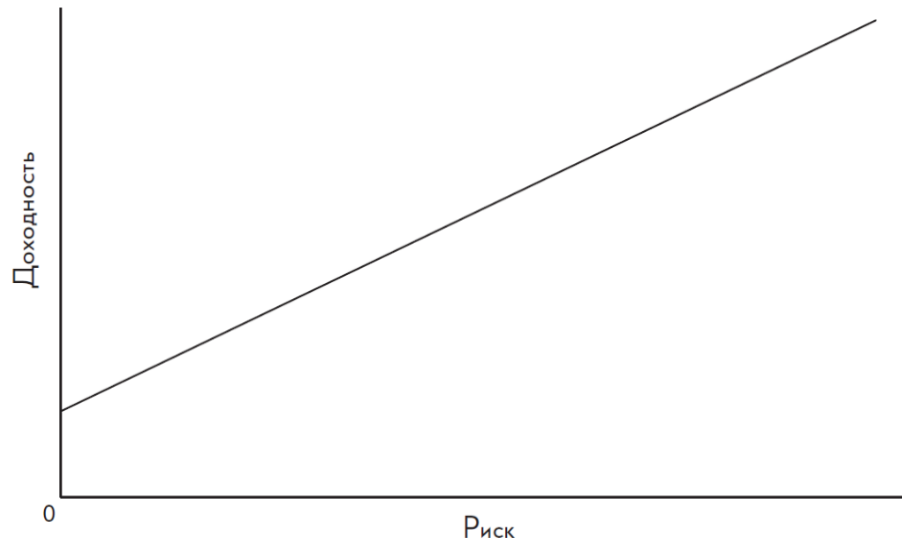
Важно помнить, что итоговое распределение этой потенциальной доходности

не является нормальным!

Может быть распределение
Стьюдента, Лапласа, Коши
(«толстые хвосты»!!!)



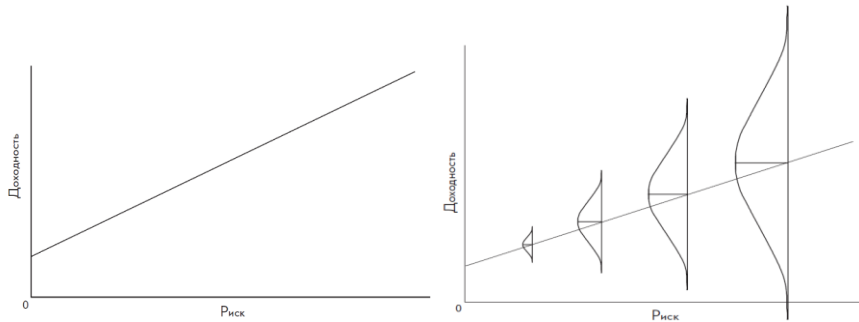
Понимание природы риска



Традиционный график взаимосвязи между рисками и доходностью вводит в заблуждение, поскольку демонстрирует лишь положительную корреляцию между риском и доходностью, но не показывает связанную с риском неопределенность.

Поэтому он причинил много горя тем, кто, основываясь на этом графике, сделал вывод, что чем больше риска, тем выше доходность.

Корректный график показывает не только положительную корреляцию между риском и доходностью, но и тот факт, что неопределенность доходности и вероятность убытков увеличиваются с ростом рисков.



Задача – **дать определение риску.**

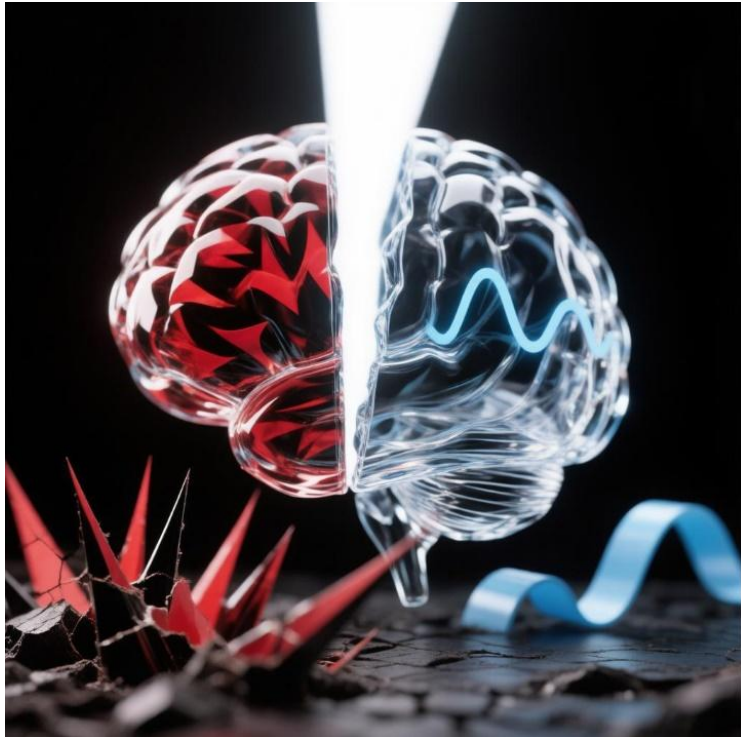
Синонимы риска – **опасность, угроза, страх, тревога.**

Все это весьма вероятно и крайне нежелательно.

И тем не менее **финансовая теория** (та же самая, которая предложила график, изображенный на рис. 1, и концепцию доходности с поправкой на риск) определяет риск просто как **волатильность (или вариативность, отклонение).**

Но ни одно из этих слов не содержит идеи «угрозы».

Ученые, разработавшие теорию рынков капитала, утверждают, что **риск равен волатильности, поскольку волатильность показывает ненадежность инвестиций.** Представляется, что такое определение риска влечет за собой серьезную проблему.



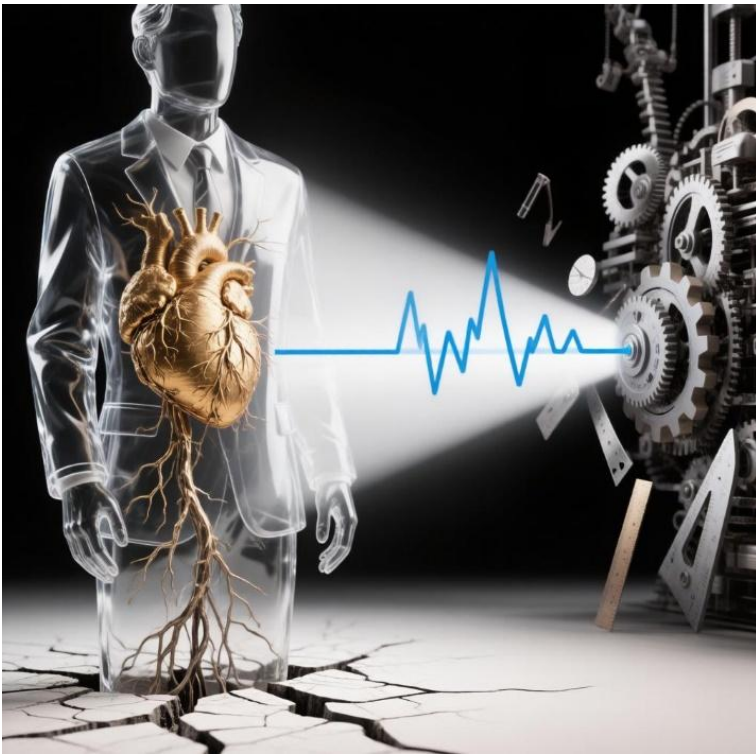
Ученые - вольно или невольно - из соображений удобства стали рассматривать волатильность вместо риска.

Для вычислений им требовалась объективная величина, которую можно было бы определить исторически и экстраполировать на будущее.

Волатильность хорошо подходит для этого, а большинство других вариантов определения риска - нет.

Однако, проблема состоит в том, что инвесторы, оценивая риск, о волатильности заботятся чуть ли не в последнюю очередь.

Определений риска действительно много, но волатильность среди них чуть ли не наименее значимое.

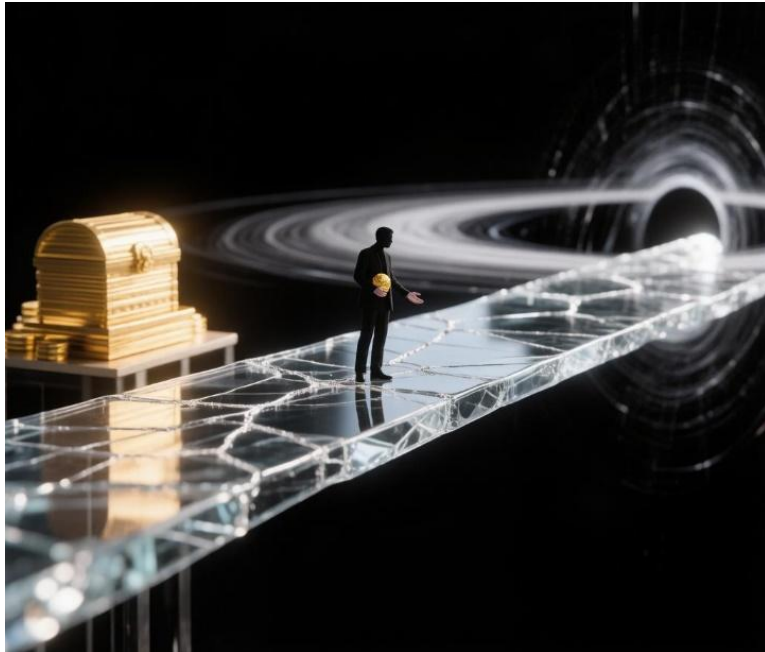


Вероятно, что причиной отказа от инвестиций становится не волатильность, а беспокойство по поводу потери капитала или неприемлемо низкой доходности.

Фраза «*Мне нужен большой потенциал роста, потому что я боюсь потерять деньги*» звучит гораздо разумнее, чем «*Мне нужен большой потенциал роста, потому что я боюсь, что цена может сильно колебаться*».

Возможность навсегда потерять свои деньги - вот то определение риска, о котором беспокоятся все известные разумные инвесторы.

Можно даже утверждать, что **риск навсегда потерять капитал - это вообще единственное определение риска, о котором стоит беспокоиться**



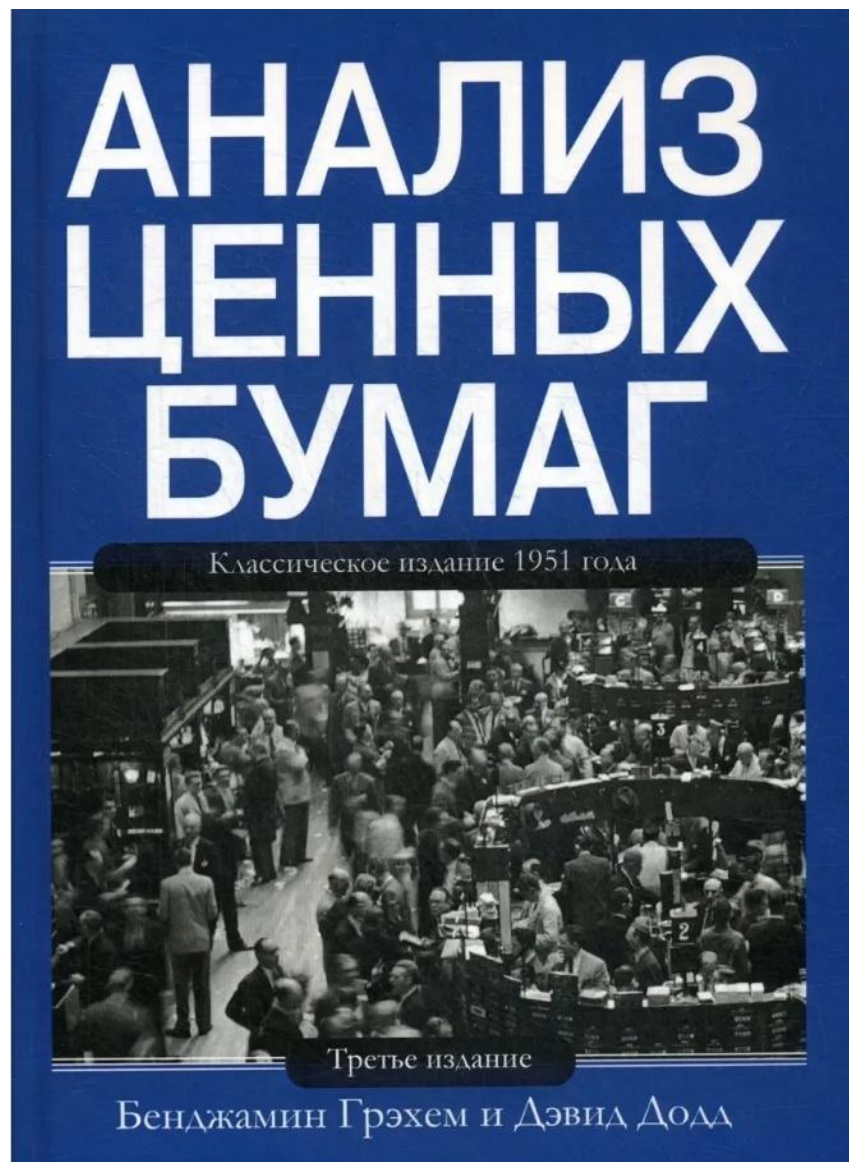
Возникает важный вопрос:

как измерить этот риск навсегда потерять свой капитал?

Во-первых, очевидно, что это всего лишь мнение: пусть это квалифицированная оценка будущего на основе множества данных, но это всего лишь оценка.

Во-вторых, не существует стандарта для количественного анализа. Для любого актива найдутся и те, кто считает, что риск высок, и те, кто полагает, что он низок. Некоторые определяют риск как возможность не получить прибыль, а некоторые — как возможность потерять какую-то часть денег и так далее.

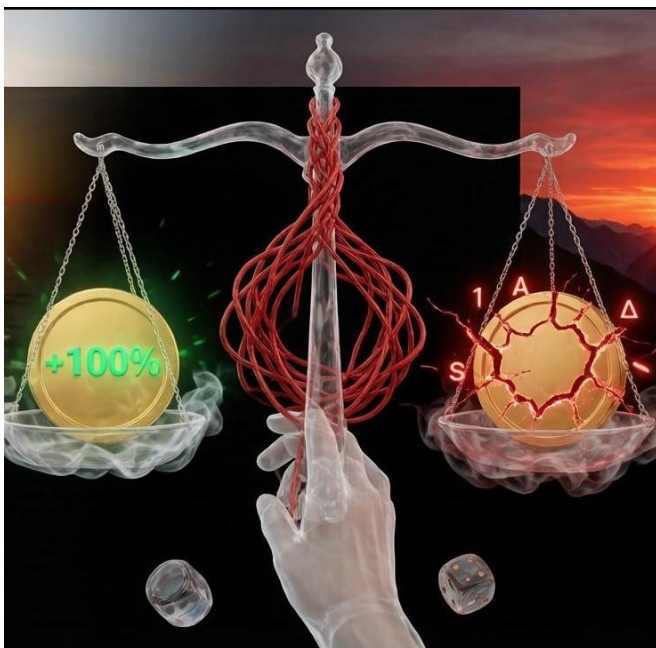
Вот почему можно сделать вывод, что оценка риска и решение по взаимосвязи риска и доходности не могут быть автоматизированы



Бенджамин Грэм и Дэвид Додд в своем «Анализе ценных бумаг», так писали на этот счет еще около 75 лет назад: *«Взаимосвязь между разными видами активов и риском убытков слишком неопределенна и слишком зависит от изменяющихся условий, чтобы ее можно было выразить в однозначных математических формулах».*

В-третьих, риск обманчив. Нетривиальные события, которые случаются раз в жизни, с большим трудом поддаются оценке. Если активы подвержены особенно серьезному риску, который, однако же, случается вовсе не так часто (их можно назвать маловероятными катастрофами), то они кажутся безопаснее, чем на самом деле.

Итак, в целом можно сказать, что по большей части риски субъективны, скрыты и не поддаются количественной оценке.



Из-за латентной, субъективной и не поддающейся измерениям природы риска инвестиций (определяемого как вероятность убытков) его нельзя измерить не только априори, но и постфактум.

Допустим, вы совершили вложение, которое себя оправдало.
Но разве это говорит о его безопасности?

Допустим, вы купили что-то за 1 000 000 рублей, а через год
продали за 2 000 000 рублей.
Была ли эта затея рискованной? Кто знает?

Возможно, она влекла за собой множество потенциальных угроз,
которые, однако, не реализовались.

Таким образом, реальный уровень риска мог быть высоким.

Или же, допустим, инвестиции оказались убыточными.
Были ли они рискованными? Или они должны были ощущаться как
рисковые во время анализа и их совершения?



Если событие произошло (в нашем случае - понесены убытки), это не значит, что оно обязательно должно было произойти. С другой стороны, если событие не наступило, это не значит, что оно было маловероятно.

Нассим Николас Талеб, автор книги «Одураченные случайностью», является крупным авторитетом в этом вопросе. Он рассказывает об «альтернативных историях», которые могли не произойти, но произошли.

Это тот случай, когда очень многое зависит от менеджера.

Талантливые менеджеры будут понимать риски, которые могут угрожать их бизнесу, и примут меры, чтобы избежать или хотя бы уменьшить их. Плохие менеджеры либо не заметят рисков, либо не приступят к действиям, тем самым подвергая свои компании риску убытков, которых можно было и избежать.



Даже после закрытия позиции **нельзя** сказать, какой риск она в себе таила.

То, что актив принес доход, вовсе не означает, что он не был рисковым, и наоборот.

Говоря об **успешном инвестировании**, невозможно понять, был ли **благоприятный исход** единственно возможным или одним из сотен решений (при этом большинство остальных возможностей были неблагоприятными)?

То же самое для неудачников: были ли их действия разумными, но не оправдавшимися или же просто диким решением, которое заслуживало наказания?

Как выразился Элрой Димсон - британский профессор финансов, известный своими исследованиями в области долгосрочных инвестиций и ответственного инвестирования: **«Риск означает, что может случиться больше, чем происходит».**

Что нужно делать, чтобы распознать риск?



Часто обнаружение риска начинается с понимания того, что инвесторы уделяют ему слишком мало внимания, действуют слишком оптимистично и в итоге платят слишком много за определенный актив. Иными словами, чем выше цены, тем выше риск. Речь может идти как о конкретном переоцененном и потому слишком дорогом активе, так и в целом о рынке, на котором преобладают эйфория и «быки». В этом случае участие в игре вместо осторожного ожидания - главный источник риска.

Переплатить - это отличный способ потерять деньги безотносительно к другим источникам риска - например, волатильности или уровню диверсификации.

Наибольший риск связан не с низким качеством актива или высокой волатильностью. Он вызван простой переплатой. И этот риск не теоретический, а очень даже реальный.



Хорошая аналогия - исследования, которые показывают, что среди водителей и пассажиров кроссоверов оказывается больше жертв ДТП, чем среди тех, кто ехал в компактных автомобилях, хотя кроссоверы больше и прочнее.



Водители кроссоверов считают, что в случае происшествия они надежно защищены, и это приводит к более рискованной манере езды.

Ощущение безопасности обычно увеличивает риск, в то время как осознание риска его обычно уменьшает.

Нет ничего опаснее широко распространенного убеждения в отсутствии риска!



Основной элемент, создающий риск, - это убеждение в его маловероятности или даже отсутствии.

Это убеждение повышает цены и приводит к тому, что инвесторы соглашаются на рискованные действия независимо от величины ожидаемой доходности.

В 2005-2007 годах убеждение в том, что риск побежден, привело к росту цен на американском рынке до уровня «пузырей», а действия инвесторов были рискованными, как выяснилось позже.

Этот процесс - один из самых опасных, и удивляет частота, с которой он повторяется.

Капитализация "Газпрома" через 7-8 лет достигнет \$1 трлн - Миллер

13:59 10.06.2008 (обновлено: 11:08 28.07.2008) 0 13280 9 25

Миллер считает, что "Газпром" станет крупнейшей в мире акционерной компанией в течение семи-восьми лет, к этому времени капитализация "Газпрома" достигнет триллиона долларов против 360 миллиардов в настоящее время.



Число акций ао	23 674 млн	Капит-я	2 187,0 млрд	P/E	1,5
Номинал ао	5 руб	Выручка	10 083,0 млрд	P/S	0,2
Тикер ао	GAZP	EBITDA	3 348,7 млрд	P/BV	0,1
		Прибыль	1 446,0 млрд	EV/EBITDA	2,5
		Дивиденд ао	-	Див.доход ао	0,0%

* Все показатели рассчитываются по данным за последние 12 месяцев (LTM)

Газпром Календарь Акционеров

[Прошедшие события](#) [Добавить событие](#)



«В 2025 году власти Дубая продолжали реализовывать уже утверждённый генеральный план развития до 2040 года (Dubai 2040 Urban Master Plan)»

Радио «Ъ FM»

01.03.2026, 15:03

В Дубае неспокойно

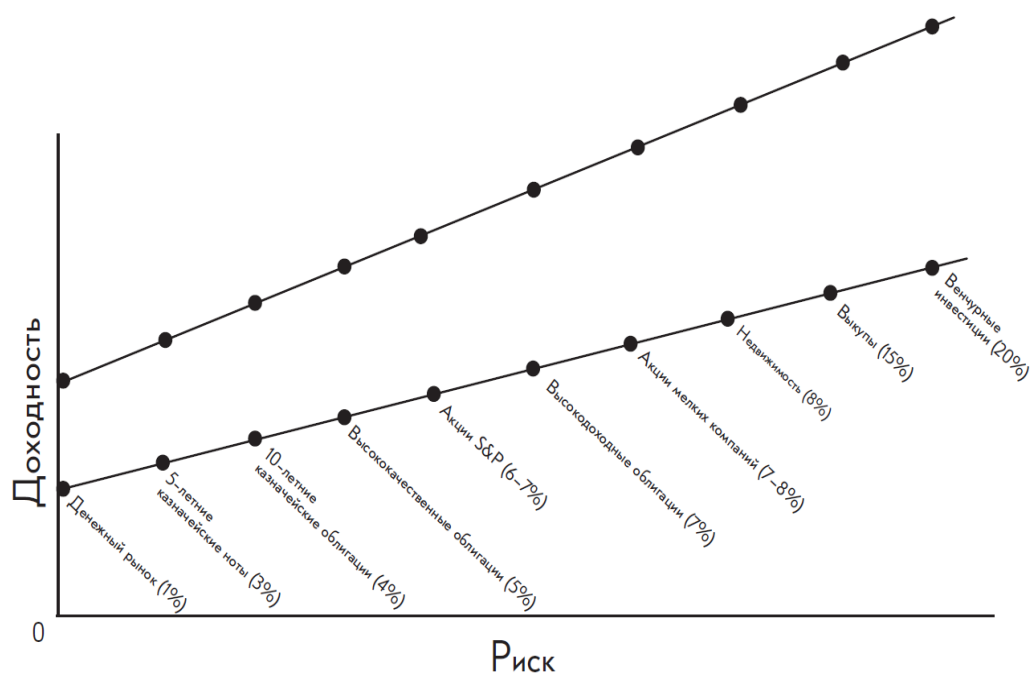
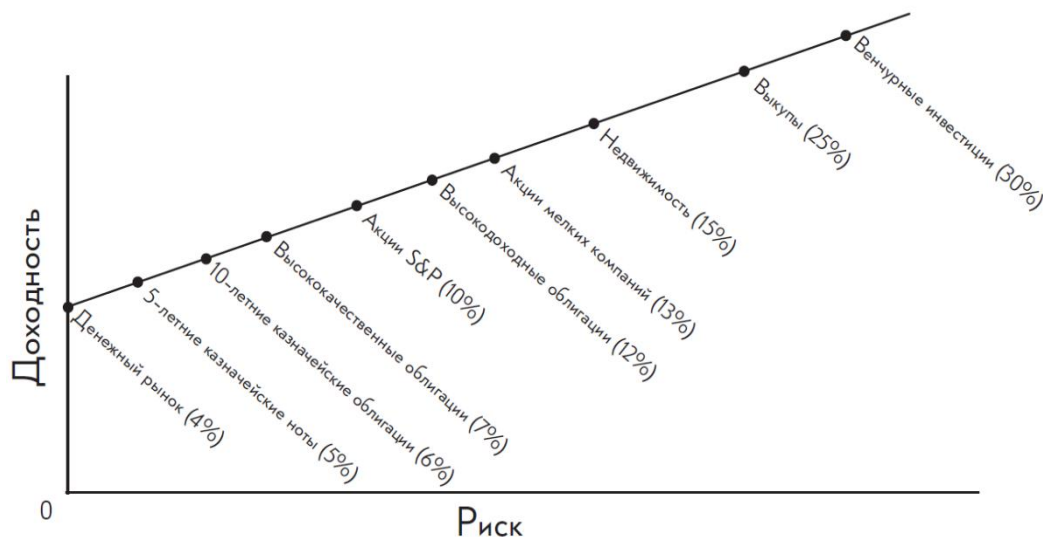
Что рассказывают очевидцы о происходящем в ОАЭ на фоне военной операции против Ирана

Два человека пострадали в Дубае из-за падения обломков беспилотников, об этом сообщают местные власти. Данных о пострадавших россиянах нет, отметили в Ассоциации туроператоров. С утра 1 марта на Дубай обрушилась новая атака, пишет Reuters. В соцсетях распространились кадры, на которых видно, что из аэропорта валит дым. В городе всю ночь фиксировались прилеты со стороны Ирана.



Реалии 2026 года

Осознание тех случаев, когда риск высок



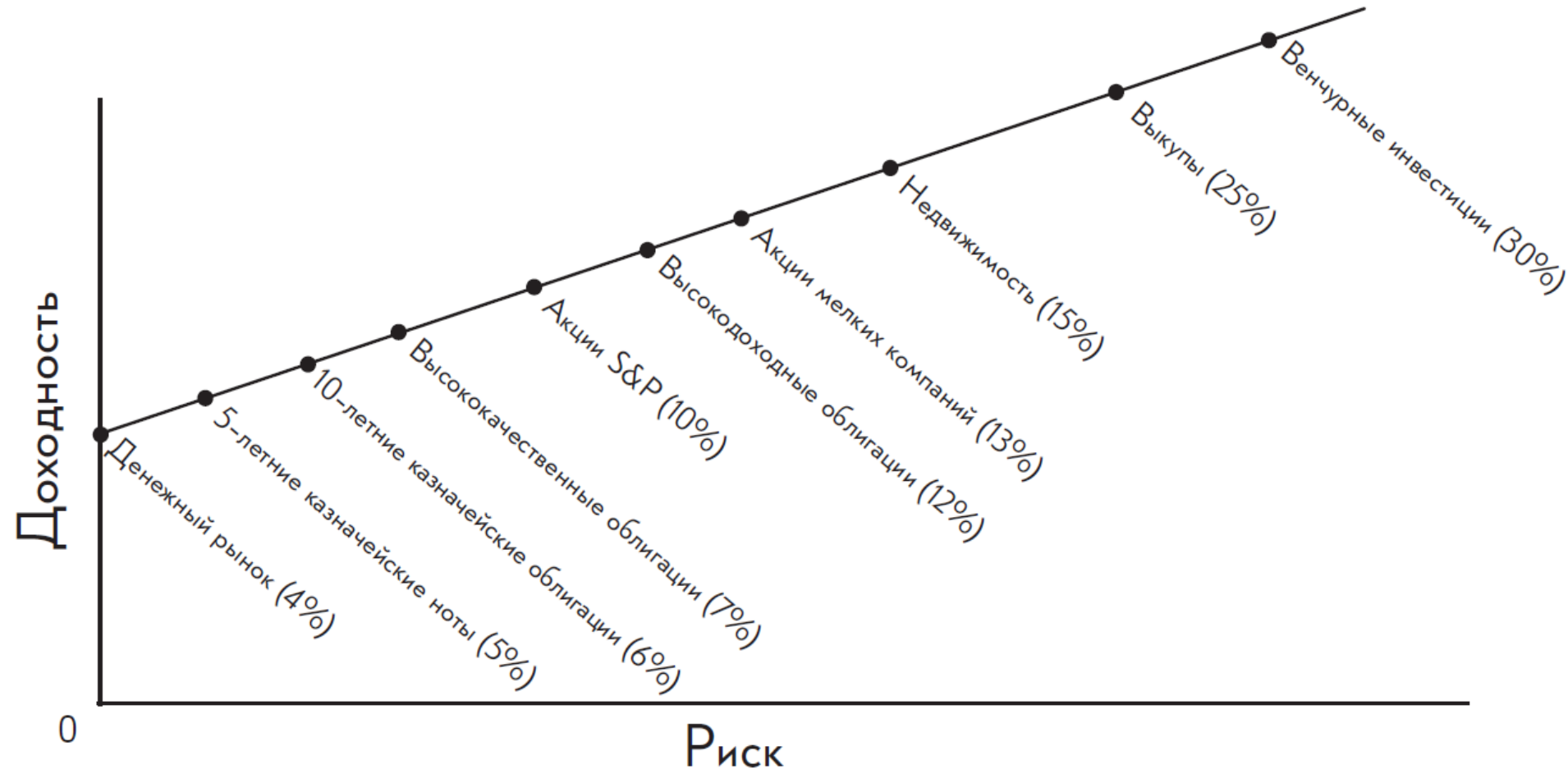
Инвестиционный риск связан в первую очередь со слишком высокими ценами, а слишком высокие цены часто возникают из-за избытка оптимизма, недостатка скепсиса и излишней терпимости к риску.

Вызвано это может быть **низкой доходностью безопасных активов** и хорошими результатами, которые показывали в последнее время **более рискованные активы**, а также значительным притоком капитала и повышенной доступностью кредитов. Важно понять, какое влияние оказывают эти факторы.

Инвестиционное мышление - это цепочка, в которой каждое вложение устанавливает требования к следующему.

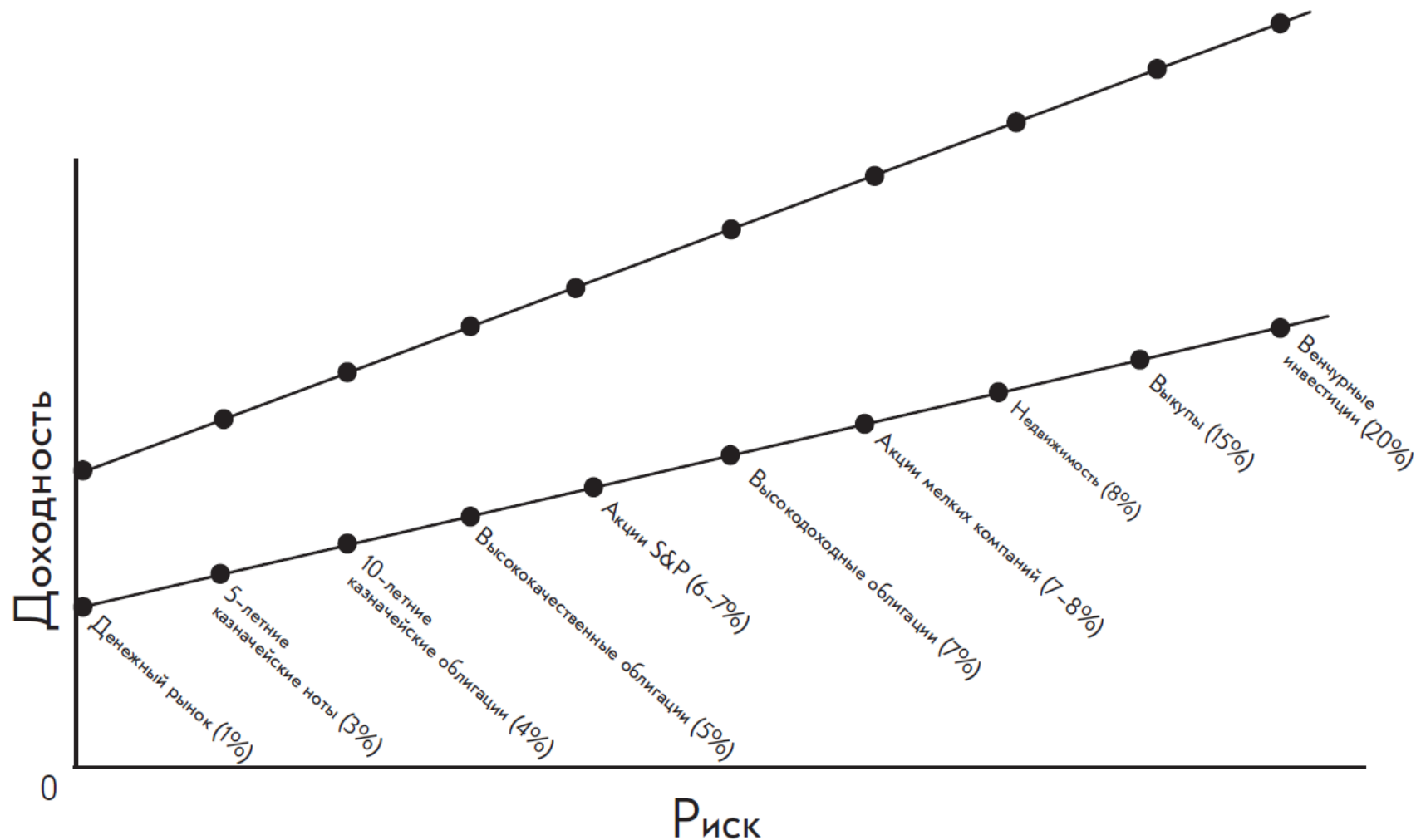
Большая проблема доходности инвестиций коренится в **начальной точке этого процесса**: когда безопасная ставка - не **4%**, а скорее **1%...**

Осознание тех случаев, когда риск высок



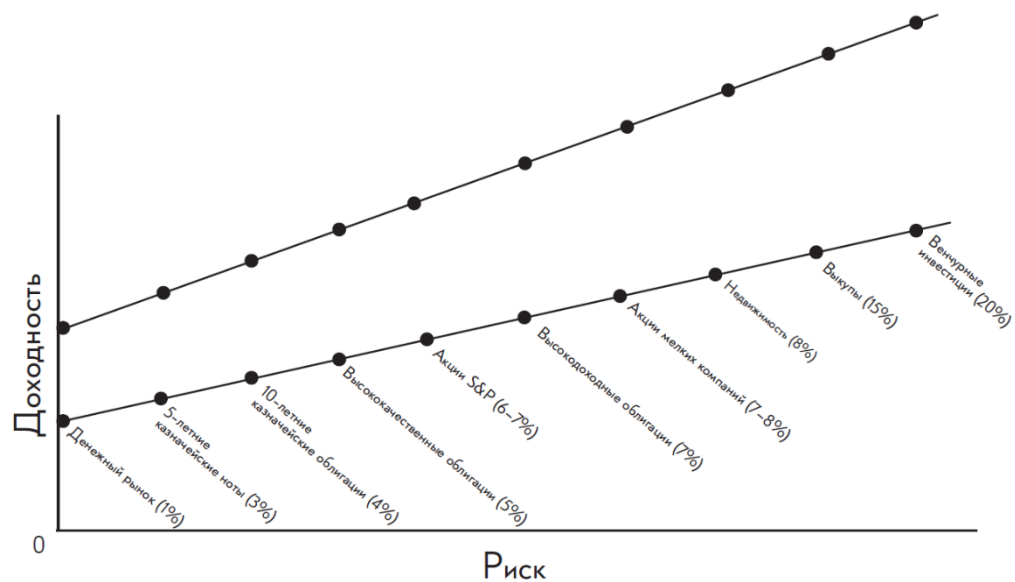
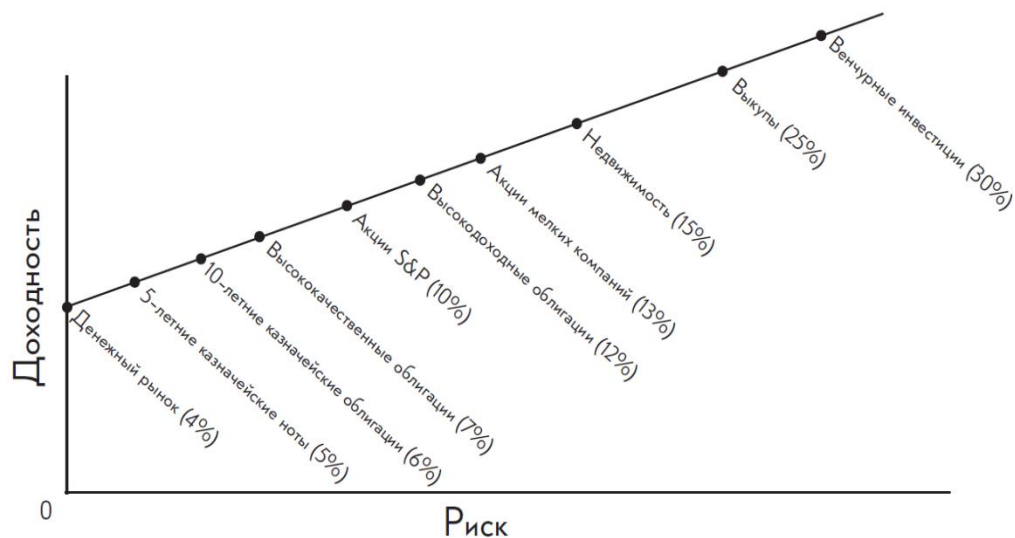
Риск невысок (показатели рынка США)

Осознание тех случаев, когда риск высок



Риск высок (показатели рынка США)

Осознание тех случаев, когда риск высок



Выражаясь словами специалистов по количественному анализу:

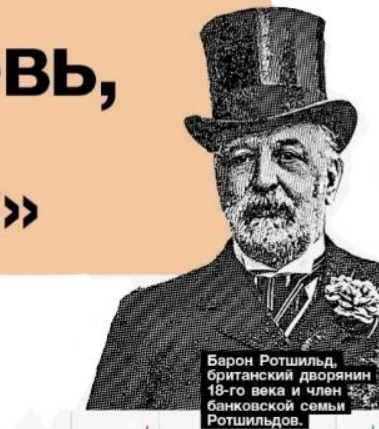
«Риск высок, когда неприятие риска снижается».

Каким-то образом, с помощью алхимии, уникальной для психологии инвесторов, позиция

«Я не притронусь к этому ни за что» перешла в «По-моему, это солидное вложение».

Такой процесс «обогащения» со временем приводит к росту коэффициента P/E, узким кредитным спредам, недисциплинированному поведению инвесторов, активному использованию кредитного плеча и большому спросу на инвестиционные инструменты любого типа. Все это не только поднимает цены и снижает будущую доходность, но и создает высокорисковую среду.

«Покупай, когда на улицах льется кровь, даже если кровь твоя»



Инвестиционный риск таится там, где его меньше всего ждешь, и наоборот:

- Когда все считают актив рискованным, нежелание его покупать обычно снижает цену до уровня, на котором риска нет вовсе. Общее отрицательное мнение превращает актив в наименее рискованный, поскольку из его цены исключен весь оптимизм.
- Когда все считают, что активы являются безрисковыми, риск огромен. Никто ничего не боится, так что «премию за риск» не требуют и не платят. Это может превратить самый ценный актив в самый рискованный.

«Бойся, когда другие жадничают, и будь жадным, когда другие боятся», - Уоррен Баффет.

БИЗНЕС И ФИНАНСЫ.

Этот парадокс существует, потому что большинство инвесторов считают, что качество, а не цена определяет рискованность актива.

Однако высококачественные активы могут быть рискованными, а низкокачественные - безопасными.

Вопрос только в их цене...

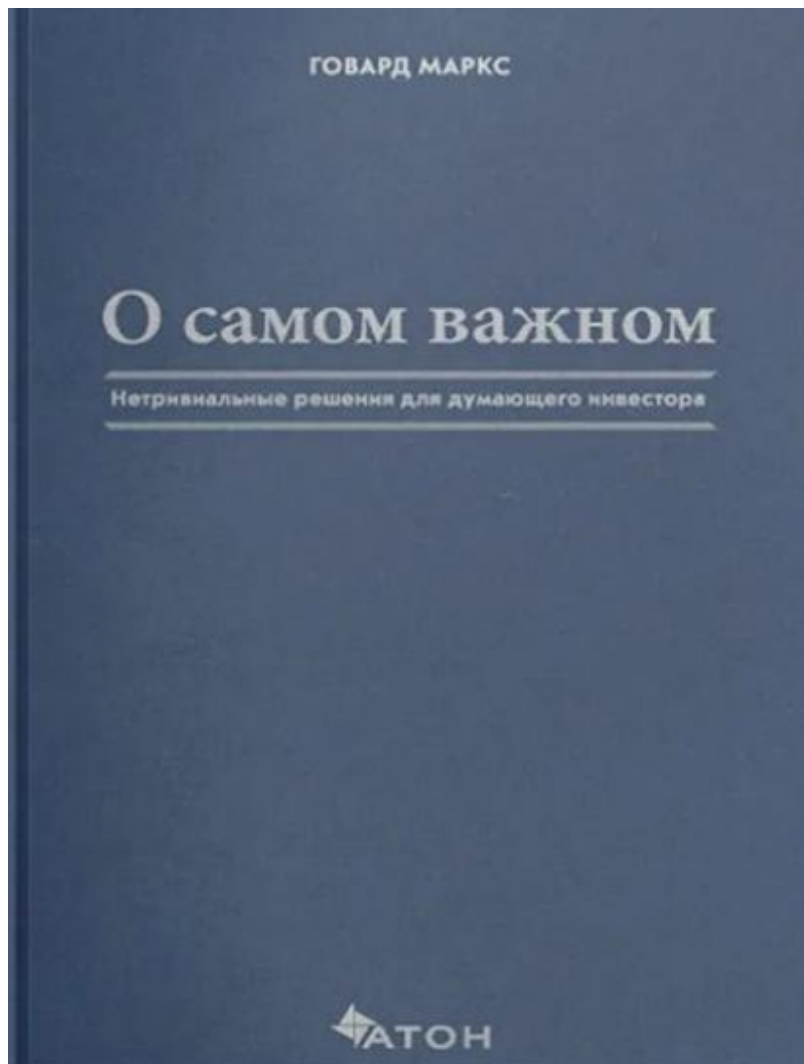
Очень часто бумаги «высококачественных» компаний продаются по высоким ценам, что делает их плохим объектом для инвестиций!

Завышенное общественное мнение - это источник не только низких потенциальных доходностей, но и высокого риска!

“Удачные возможности для инвестирования появляются, когда процветающие компании неожиданно оказываются в затруднительных ситуациях, что приводит к падению стоимости их акций”

Уоррен Баффет





Задача разумного инвестора –
пойти на разумный риск ради получения
прибыли.

Великие инвесторы — это люди, которые
принимают риск меньший, чем их
потенциальный доход.

Они получают умеренную доходность при
низком уровне риска или высокую
доходность при умеренном уровне риска.

Получение высоких доходов при высоком
уровне риска еще ничего не значит,
если только инвестор не демонстрирует
такие результаты в течение многих лет.



СИСТЕМА
АКЦИОНЕРНАЯ ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ



Немногие получают признание за умение контролировать риски, а в благоприятные периоды этого и вовсе никто не замечает.

Дело в том, что риск скрыт, незаметен.

Убытки — это результат сочетания риска и неблагоприятного стечения обстоятельств.

Риск создает опасность убытков, если что-то пойдет не так. Пока всё хорошо, риск не материализуется.

Риск приводит к убыткам, только если в окружающей среде происходят неблагоприятные события.

Когда окружающая среда кажется благоприятной, нужно помнить, что это лишь один из возможных вариантов развития событий этого дня (или года).

То, что обстоятельства складываются удачно, не значит, что они не могут сложиться иначе.

Благоприятная окружающая среда не означает, что контролировать риски не надо, даже если дальнейшие события покажут, что в конкретном случае необходимости в этом не было.



Хороший строитель избегает конструктивных ошибок, а у плохого строителя они случаются постоянно.

Если землетрясений не происходит, разница между двумя специалистами незаметна.

Обычно хорошие времена длятся дольше плохих, а ценность контроля над риском становится очевидной только в трудные годы, когда с его помощью сокращают убытки.

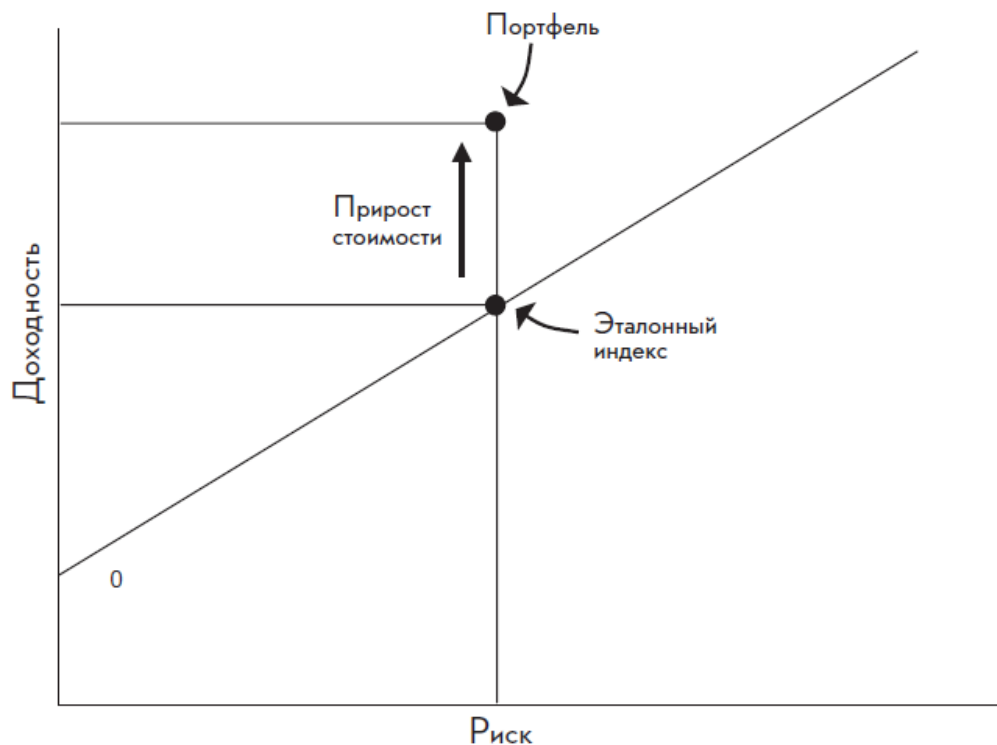
Поэтому стоимость контроля над риском — в форме упущенной выгоды — может показаться избыточной.

В благоприятные для рынка годы инвесторы, контролирующие риск, должны утешаться осознанием того, что это действительно полезно, хотя польза не так очевидна.

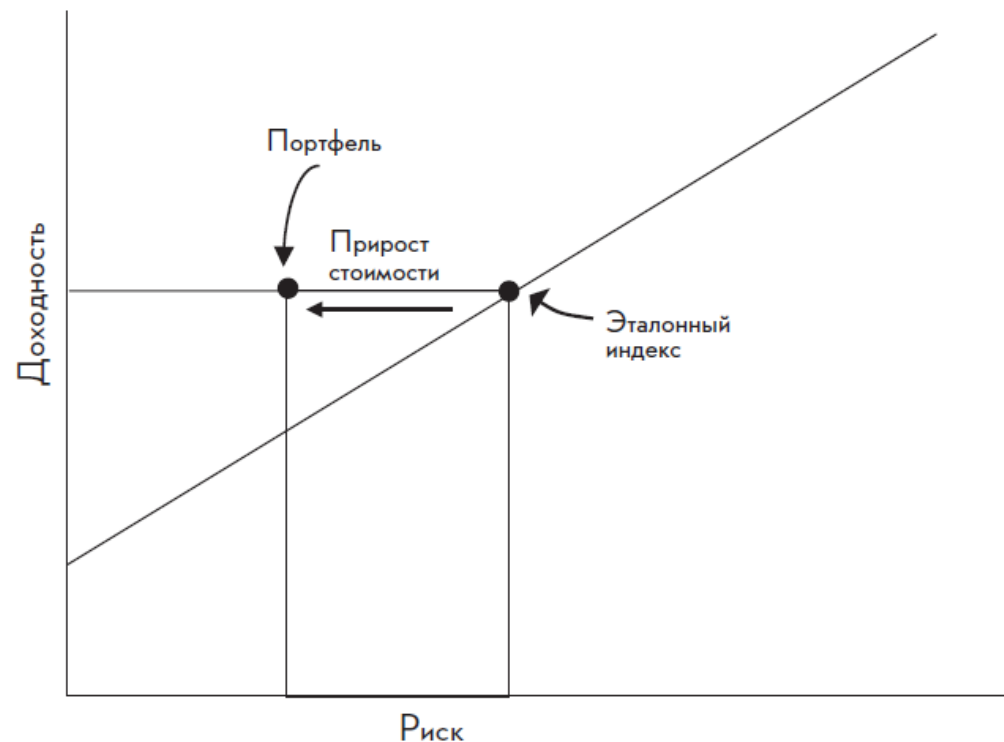
Разумные инвесторы подобны благоразумным домовладельцам, которые платят за страховку и чувствуют облегчение от того, что их дом защищен... даже если никакого пожара не случилось.

Как определить, хорошо ли сделана работа?

Нужно добиваться доходности выше рыночной при риске ниже рыночного,
хотя это и очень не легко



Хорошая работа



Отличная работа!



Дальновидные люди руководствуются идеей о спектре возможных будущих исходов и их относительной вероятности, составляя, таким образом, приближенное распределение вероятности.

(Напротив, недалёковидные люди не имеют об этом представления и вынуждены просто гадать)

Возможность наступления различных исходов подразумевает, что думать о будущем мы должны, ориентируясь не на единственный вариант, а на целый спектр вариантов.

Лучшее, что мы можем сделать, — это построить распределение вероятности, которое учитывает все возможные исходы и описывает их относительную вероятность. Мы должны принимать в расчет все варианты, а не только наиболее вероятные.

Ожидаемый результат вычисляется на основе оценки вероятности наступления каждого события. Эта цифра говорит о наиболее вероятном будущем **МНОГОЕ - НО НЕ ВСЁ**.



Любители розовых очков
должны помнить:
прилив не длится
бесконечно

*«Только во время
отлива можно понять,
кто купался голышом»*

Уоррен Баффет



Смотровая площадка у Московского университета.
Очередная тусовка байкеров.

В одной стороне реальные такие дядьки бородатые, солидные. Тяжелые байки-круизеры стоят в рядок, блестят хромом, все один к одному. Дядьки чинно спокойно стоят, что-то свое разговаривают. Все так спокойно, благородно, солидно...

В другой стороне пацаны на спорт-байках. Вжик-вжик, туда сюда, постоянно шастают, визжат, то в магазин отъедут, то приедут, как улей пчелиный.

Тут один из них к дядькам подлетает, дым из под колес. И спрашивает:

- Мужики! А чего вы с нами никогда не знакомитесь?

Дядька спокойно так, сплевывая в сторону:

- А чего с вами знакомиться-то?.. **ВЫ КАЖДЫЙ ГОД НОВЫЕ...**

Практический кейс: определение стоимости экспертно-оценочного бизнеса

Определить примерную рыночную стоимость экспертно-оценочной компании

- возраст компании – более 25 лет;
- общее количество оборудованных оргтехник и мебелью рабочих мест - 6;
- количество оценщиков с 3 КА – 2;
- количество оценщиков с 1 КА (недвижимость) - 3;
- стаж оценщиков компании в ОД – от 10 до 20 лет;
- офис в аренде;
- выручка от ОД – примерно 50%;
- выручка от СЭ – примерно 25%;
- выручка от консалтинга – примерно 25%

ПОКАЗАТЕЛЬ		2025	2024	2023	2022
Выручка	тыс.Р	12741	14932	20736	20188
Себестоимость продаж	тыс.Р	12583	14162	19524	19365
Валовая прибыль (убыток)	тыс.Р	158	770	1212	823
Прочие доходы	тыс.Р	108	31	10	100
Прочие расходы	тыс.Р	102	61	183	171
Прибыль (убыток) до налогообложения	тыс.Р	164	740	1039	752
Налог на прибыль	тыс.Р	-365	476	613	610
Чистая прибыль (убыток)	тыс.Р	-201	264	426	142

Спасибо за Ваше внимание к этому вопросу!



Сам себе корпорация
приватный канал



@SELF_MADE_
CORPORATION



Андрей Викторович Савельев
+7 (846) 270-72-50
+7-917-101-46-21
saveliev@taosamara.ru
andreysav@mail.ru
taosamara.ru