

8.5. К ВЫЧИСЛЕНИЮ ОБОБЩЕННОГО ДИФФЕРЕНЦИАЛА В ОДНОПАРАМЕТРИЧЕСКОЙ ЗАДАЧЕ ОПТИМИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Беляков А.В., к.т.н., ведущий системный аналитик ОАО
«Прайм Групп», филиал в г. Твери;
Перевозчиков А.Г., д.ф.-м.н., профессор, академик
РАЕН, профессор кафедры финансов и менеджмента
Тверского института экологии и права

Рассматривается задача оптимизации финансирования инвестиционного проекта в форме кредитной линии. Известно, что денежный поток на собственный капитал инвестора получается из денежного потока на инвестированный капитал путем учета дополнительно суммы выплат процентов по кредиту и изменения задолженности. Стоимость собственного капитала проекта в общем случае является не дифференцируемой функцией консолидированного риска, выраженного в возможном изменении рыночной кредитной ставки. Было доказано что, тем не менее, указанная функция является дифференцируемой по направлениям, и была выявлена общая структура ее обобщенного дифференциала. На этой основе в настоящей работе получены рекуррентные уравнения, позволяющие в явном виде построить обобщенный дифференциал согласно общей методике.

Рассматривается задача оптимизации финансирования инвестиционного проекта в форме кредитной линии. Известно [5, 6], что денежный поток (ДП) Q_t на собственный капитал X_t инвестора получается из денежного потока q_t на инвестированный капитал Y_t путем учета дополнительно суммы выплат процентов по кредиту и изменения задолженности Z_t . Трудность практического применения модели ДП на собственный капитал инвестора связана с отсутствием удовлетворительных моделей прогнозирования задолженности Z_t в прогнозный период $t = 1, 2, \dots, n$. В [7] изучались проблемы учета структуры капитала в двух основных моделях ДП для собственного и инвестированного капитала с учетом рекомендации [5]. С другой стороны, использование модели дисконтирования ДП на инвестированный капитал не позволяет оптимизировать финансирование ДП на собственный капитал. Поэтому возможны случаи, когда подсчитанная таким образом стоимость собственного капитала оказывается отрицательной тогда, как при оптимизации задолженности Z_t в прогнозный период $t = 1, 2, \dots, n$, она может стать положительной [2].

В работе [2] было показано, как смоделировать ДП на собственный капитал с учетом оптимизации финансирования. В работе [3] нами исследована устойчивость инвестиционного проекта относительно возможного изменения стоимости денег и показано, как использовать полученные результаты для анализа рисков сопутствующих проекту. Показано, что стоимость собственного капитала проекта в общем случае является не дифференцируемой функцией консолидированного риска, выраженного в возможном изменении рыночной кредитной ставки по сравнению с действующей по договору об открытии кредитной линии. Было доказано что, тем не менее, указанная функция является дифференцируемой по направле-

ниям [4], и предложен способ расчета соответствующих производных. Если параметр один, то это полностью решает задачу построения обобщенного дифференциала. Если же параметр является векторной величиной, то это гораздо более сложная задача, и она изучается в работе [1], в которой была выявлена общая структура обобщенного дифференциала в однопараметрической задаче оптимизации инвестиционного проекта. На этой основе в настоящей работе получены рекуррентные уравнения, позволяющие в явном виде построить обобщенный дифференциал согласно общей методике [1].

Такова суть нашей новой работы, которая может стать полезной банковским аналитикам, а также служить основой для дальнейших теоретических исследований в области анализа рисков.

1. ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ НА СОБСТВЕННЫЙ И ИНВЕСТИРУЕМЫЙ КАПИТАЛ

Обозначим через $X_t, Y_t = X_t + Z_t, t = 0, 1, 2, \dots, n$, текущую стоимость собственного и инвестируемого в проект капитала на конец t -го года соответственно.

Продажная стоимость собственного капитала получается обычно по формуле [7]:

$$X_n = (1 - w_n) Y_n. \tag{1}$$

Здесь n – длительность прогнозного периода, выраженная, например, в годах, $w = w_n$ – доля заемного капитала в инвестированном капитале компании на конец прогнозного периода, которая рассчитывается на основе рыночных данных по отрасли. В результате получается как бы целевая структура капитала по методике [5].

Для фигурирующей здесь продажной стоимости инвестируемого капитала используется известная формула Гордона [5]:

$$Y_n = \frac{q_n(1 + v_{n+1})}{j_{n+1} - v_{n+1}}, \tag{2}$$

где

q_n – прогноз денежного потока на инвестированный капитал на конец n -го года;

j_{n+1}, v_{n+1} – постпрогнозные средневзвешенная стоимость инвестированного капитала и темп изменения денежного потока на инвестированный капитал, соответственно, которые считаются постоянными в силу предположения о стационарности постпрогнозного периода. Обычно постпрогнозный темп определяется по долгосрочным прогнозам темпа роста мировой экономики на уровне долгосрочной инфляции [5].

Платежи p_t по кредитной линии, включающие проценты и часть основного долга, можно представить в виде [3]:

$$p_t = Z_{t-1}g(1 - c) - Z_t + Z_{t-1} = \\ = Z_{t-1}(1 + g') - Z_t, t = 0, 1, \dots, n. \tag{3}$$

Здесь обозначено для краткости:

$$g' = g(1 - c),$$

где c – ставка налога на прибыль.

2. УРАВНЕНИЕ ДЛЯ ТЕКУЩЕЙ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ИНВЕСТОРА

Выпишем сначала рекуррентное уравнение для собственного капитала инвестора, следуя [7]:

$$X_{t-1} = \frac{q_t - p_t + X_t}{1+i}, t = n, \dots, 1. \quad (4)$$

Здесь $q_t, t = 1, 2, \dots, n$, – величина денежного потока, ожидаемая на инвестированный капитал проекта, n – предполагаемая длительность проекта, выраженная в годах, i – подходящая ставка дисконта на собственный капитал. Ставка дисконта на собственный капитал представляет собой ставку дохода на вложенный капитал, достижение которой ожидает инвестор при принятии решения о приобретении будущих доходов (например, будущего денежного потока) с учетом риска их получения. При расчете ставки дисконта обычно используется модифицированная модель оценки капитальных активов (САМ) [6].

Конечное условие для уравнения (4) определяются из (1). Платежи p_t определяются по формуле (3), где Z_t находятся по схеме, предложенной в [2], если считать, что задолженность Z_t представляет собой фактическую задолженность по кредитной линии объема $S_t, t = 0, 1, \dots, n-1$, на конец t -го года. В этом случае фактический остаток задолженности, определяется по рекуррентному уравнению:

$$Z_{t-1} = \min\left(S_{t-1}; \frac{Z_t + q_t}{1+g'}\right), t = n, \dots, 1. \quad (5)$$

Остаток долга должен находиться в пределах:

$$0 \leq Z_t, t = 0, 1, \dots, n; \quad (6)$$

$$Z_t \leq S_t, t = 0, 1, \dots, n. \quad (7)$$

Связь между платежами и остатками долга имеет вид (3).

В отличие от [2] в [3] мы допускали переменный объем кредитной линии $S = S_t, t = 0, 1, \dots, n$, и ненулевые начальные и конечные значения остатков, необходимых для расчета платежей по формуле (3):

$$Z_{-1} = Z_{-1}^0, Z_n = Z_n^0. \quad (8)$$

Здесь Z_{-1}^0 – фактический остаток долга на начало нулевого года прежнего владельца проекта, в отличие от планируемого остатка Z_0 – нового владельца. Он нужен для расчета платежа p_0 по формуле (7), а Z_n^0 – планируемый остаток по кредитной линии на конец n -го года, полученный по формуле:

$$Z_n^0 = Y_n w_n. \quad (9)$$

Рассмотрим задачу оптимизации кредитной линии по критерию максимума текущей стоимости собственного капитала инвестора [4]:

$$X = \sum_{t=0}^n \frac{q_t - p_t}{(1+i)^t} \rightarrow \max. \quad (10)$$

Можно показать, что критерий (10) эквивалентен критерию [2]:

$$x = F(z, g) = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{(i-g')Z_t}{(1+i)^t} \rightarrow \max. \quad (11)$$

Здесь z – n -мерный вектор с координатами $Z_t, t = 0, 1, \dots, n$.

Таким образом, при условии положительного левереджа $i - g' > 0$ инвестор имеет на остатках заемных средства маржу $i - g'$. Под $q_0 = -C < 0$ в [2] понимается начальные вложения капитала, складывающиеся из собственных средств инвестора $q_0 - p_0 < 0$ и стартового кредита $p_0 = -Y < 0$ в счет открытой кредитной линии. Предполагается, что выполнено условие, которое называется условием «консолидированных» затрат [2]:

$$q_t - p_t \geq 0; t = 1, 2, \dots, n. \quad (12)$$

При выполнении этого условия величины q_t, p_t могут иметь произвольные знаки. В этом случае дополнительные вложения в проект делаются не за счет инвестора, а за счет новых кредитов.

При $t = 0$ должно выполняться ослабленное условие [4]:

$$q_0 - p_0 \geq -H. \quad (13)$$

Величина H интерпретируется в модели, как величина собственных средств. Согласно формуле (3) для платежей по кредитной линии условие (13) будет иметь вид (15) в новых переменных, а условие консолидированных затрат (12) принимает форму:

$$(1+g')Z_{t-1} - Z_t \leq q_t, t = 1, 2, \dots, n. \quad (14)$$

В [2] изучалась задача максимизации (11) с ограничениями (6), (7), (8), (14), (15).

План, построенный по формуле (5), позволяет поддерживать остаток долга на максимальном уровне. Аналогично тому, как это было сделано в [4] доказывается, что если план (5, 8) удовлетворяет условиям (6) и (12-17), то он оптимален (оптимальность), а если не удовлетворяет, то не существует допустимых планов рассматриваемой задачи. При этом все составляющие любого другого допустимого плана Z' не превосходят соответствующих составляющих плана Z (доминирование):

$$Z'_t \leq Z_t, t = 0, \dots, n-1.$$

Для не пустоты множества допустимых планов в задаче с обобщенными условиями (13) «консолидированных» затрат, таким образом, необходимо и достаточно выполнения неравенства:

$$-H \leq q_0 + Z_0 - (1+g')Z_{-1}^0. \quad (15)$$

Уравнение для оптимальных остатков Z_t^* по безлимитной кредитной линии будет иметь вид.

$$Z_{t-1}^* = \frac{Z_t^* + q_t}{1+g'}, t = n, \dots, 1. \quad (16)$$

Величину S^* показателя минимального безлимитного объема кредитной линии можно определить как максимальное значение безлимитных остатков, определенных по формуле (16).

3. АНАЛИЗ УСТОЙЧИВОСТИ ПРОЕКТА: ОБЩАЯ СХЕМА

В [3] была предложена общая схема исследования устойчивости инвестиционного проекта относительно возможного изменения стоимости денег на рынке, заданных кредитной ставкой g . Сначала рассмотрим

однопараметрическую задачу максимизации (11) с ограничениями (6, 7, 8, 14, 15):

$$x^* = f(g) = \max_{z \in Z(g)} F(z, g). \quad (17)$$

Здесь $Z(g)$ – множество допустимых решений задачи.

Заметим, что задача (17) при заданном g , представляет собой задачу линейного программирования (ЛП) специального вида, типа задачи дискретного оптимального управления с интегральным функционалом. Таким образом, задача (17) является параметрической задачей ЛП специального вида, и текущая стоимость $f(g)$ проекта определена нами в [3] как функция максимума со связанными переменными с учетом действующей на рынке средней стоимости заемных средств $g\%$, выделенных для финансирования аналогичных проектов. В момент заключения реального договора о предоставлении инвестору кредитной линии рыночная стоимость заемных средств может составить величину:

$$a = g + \Delta g,$$

где Δg – малый параметр, представляющий собой консолидированный процентный риск.

Необходимо исследовать устойчивость максимальной стоимости от заданного параметра. Если бы в точке $a = g$ функция (17) была бы дифференцируема, то поставленная задача свелась бы к нахождению дифференциал $df(g) = f'(g)\Delta g$ от стоимости (17). В самом деле, тогда было верно бы представление:

$$\Delta f(g) = f'(g)\Delta g + o(\Delta g), \quad (18)$$

где величина $o(\Delta g)$ удовлетворяет условию:

$$\frac{o(\Delta g)}{\Delta g} \rightarrow 0, \Delta g \rightarrow 0. \quad (19)$$

Из (19) следовало бы, что справедливо приближенное равенство:

$$\Delta f(g) \approx f'(g)\Delta g.$$

И производную $f'(g)$ можно было бы интерпретировать, как коэффициент эластичности. Его величина и знак и определяли бы, какое изменение скорректированной стоимости проекта соответствовало бы малому изменению базовой ставки по кредитам. Вот статическая модель такого исследования. Динамическая, состоит в том, что параметр $a = g_t$ представляет собой функцию времени $t = 0, 1, \dots, n$, т.е. $(n+1)$ – мерный вектор. Например, в договоре о кредитной линии предусмотрено возможность ежегодного изменения базовой ставки по кредитам, в случае изменения соответствующих ставок, действующих на рынке. В этом случае, следовало бы построить дифференциал функции n переменных:

$$df(g) = \langle f'(g), \Delta g \rangle, \quad (20)$$

где

$f'(g)$ – это вектор частных производных $f'_{g_t} = \partial f / \partial g_t$

функции f по переменным $g_t, t = 0, 1, \dots, n$, а $\langle a, b \rangle$ – скалярное произведение двух векторов a, b .

Тогда частную производную f'_{g_t} можно было бы интерпретировать, как коэффициент эластичности по параметру $a = g_t$. И все остальное осталось бы без

изменения в предлагаемой модели исследования устойчивости.

К сожалению, функция $f(g)$ связанного максимума (17), вообще говоря, не дифференцируема [4]. Но она будет при определенных условиях дифференцируемой по любому направлению l в $(n+1)$ -мерном евклидовом пространстве E_{n+1} . Рассмотрим сначала модельный пример, когда функция $f(g)$, есть конечный максимум от дифференцируемых функций $f_k(g), k = 1, 2, \dots, m$, с распадающимися переменными:

$$f(g) = \max_{k=1,2,\dots,m} f_k(g), \quad (21)$$

а потом вернемся к общему случаю. Тогда ее производная

$$\partial f(g) / \partial l = \lim_{\lambda \rightarrow +0} \frac{f(g + \lambda l) - f(g)}{\lambda}, \quad (22)$$

по любому направлению l в $(n+1)$ -мерном евклидовом пространстве E_{n+1} определяться формулой [6]:

$$\partial f(g) / \partial l = \max_{k \in M(g)} \langle f'_k(g), l \rangle, \quad (23)$$

где $M(g)$ – подмножество множества индексов $M = \{1, 2, \dots, m\}$, в которых достигается максимум в (21). В [4] это множество в виду важности имеет специальное обозначение:

$$M(g) = \text{Arg max}_{k \in M} f_k(g). \quad (24)$$

Для производной по направлению (22) имеет место аналог соотношения (18) [4]:

$$\Delta f(g) = f(g + \lambda l) - f(g) = \lambda \frac{\partial f(g)}{\partial l} + o(\lambda), \quad (25)$$

где величина $o(\lambda)$ удовлетворяет условию:

$$\frac{o(\lambda)}{\lambda} \rightarrow 0, \lambda \rightarrow +0, \quad (26)$$

Равномерно по $l \in E_{n+1}, |l| = 1$. Здесь $|l|$ – норма вектора l в E_{n+1} . В частности при $l = \Delta g / |\Delta g|$ получим из (25):

$$\begin{aligned} f(g + \lambda l) - f(g) &= |\Delta g| \frac{\partial f(g)}{\partial l} + o(|\Delta g|) = \\ &= |\Delta g| \max_{k \in M(g)} \left\langle f'_k(g), \frac{\Delta g}{|\Delta g|} \right\rangle + o(|\Delta g|) = \\ &= \max_{k \in M(g)} \langle f'_k(g), \Delta g \rangle + o(|\Delta g|) \end{aligned} \quad (27)$$

Это позволяет нам назвать обобщенным дифференциалом функции максимума (21) выражение:

$$Df(g) = \max_{k \in M(g)} \langle f'_k(g), \Delta g \rangle. \quad (28)$$

В силу неравенства Коши-Буняковского

$$|\langle f'_k(g), \Delta g \rangle| \leq |f'_k(g)| * |\Delta g|,$$

из (28) следует неравенство:

$$- \min_{k \in M(g)} |f'_k(g)| * |\Delta g| \leq Df(g) \leq \max_{k \in M(g)} |f'_k(g)| * |\Delta g|. \quad (29)$$

Введем обозначения:

$$\begin{aligned} K_0 &= K_0(g) = \min_{k \in M(g)} |f'_k(g)|; \\ K_1 &= K_1(g) = \max_{k \in M(g)} |f'_k(g)|. \end{aligned} \quad (30)$$

Тогда неравенство (29) можно записать в следующем виде:

$$-K_0|\Delta g| \leq Df(g) \leq K_1|\Delta g|. \quad (31)$$

Величины (30) можно интерпретировать, как два обобщенных коэффициента эластичности – верхний и нижний – по векторному параметру $a = g$, но уже в ослабленном смысле неравенства (31). Эти коэффициенты имеют ясный геометрический смысл и представляют собой, соответственно, минимум и максимум нормы градиентов функций, доставляющих при данном g максимум в (21). При этом обобщенный дифференциал $Df(g)$ представляет собой, по сути, максимум из некоторых обычных дифференциалов:

$$df_k(g) = \langle f'_k(g), \Delta g \rangle.$$

И все остальное остается без изменений в предлагаемой модели исследования устойчивости.

Поскольку для дифференцируемых функций:

$$f_k(g), k = 1, 2, \dots, m,$$

справедлива формула:

$$\partial f_k(g) / \partial l = \langle f'_k(g), l \rangle, k = 1, 2, \dots, m, \quad (32)$$

То формуле (23) можно придать вид:

$$\partial f(g) / \partial l = \max_{k \in N(g)} \partial f_k(g) / \partial l. \quad (33)$$

В таком виде формула (32) допускает обобщение на дифференцируемые по направлению функции $f_k(g), k = 1, 2, \dots, m$. Например, тоже некоторые функции максимума от дифференцируемых функций. Это и понятно, поскольку тогда можно представить итоговую функцию $f(g)$ в форме единого максимума типа (21).

Далее, следует отметить, что все сказанное остается справедливым и для функции минимума, поскольку любой минимум можно представить как минус максимум от функций, взятых со знаком минус [3]. При этом оператор взятия максимума в (32), естественно, заменяется на оператор взятия минимума.

Таким образом, исследование устойчивости критерия сводится к задаче построения обобщенного дифференциала.

4. ПОСТРОЕНИЕ ОБОБЩЕННОГО ДИФФЕРЕНЦИАЛА: ОБЩАЯ СХЕМА РЕШЕНИЯ ОДНОПАРАМЕТРИЧЕСКОЙ ЗАДАЧИ

Предположим, что множество допустимых решений $Z(g)$ задачи (11) не пусто и оптимальное решение $Z_t = Z_t(g), t = 0, 1, \dots, n-1$, находится из рекуррентного уравнения (5). В силу единственности решения рекуррентного уравнения (5), которое для векторного параметра $g \in E_n$ принимает вид:

$$Z_{t-1} = \min \left(S_{t-1}; \frac{Z_t + q_t}{1 + g'_t} \right), t = n, \dots, 1, \quad (34)$$

с конечным условием (8):

$$Z_n = Z_n^0,$$

задача (11) также имеет единственное решение $Z_t, t = 0, 1, \dots, n-1$, и функция максимума $f(g)$ полу-

чается из общего выражения (11), подстановкой в него, полученного оптимального решения:

$$x^* = f(g) = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{(i - g'_t) Z_t(g)}{(1 + i)^t}. \quad (35)$$

Заметим, что функция под знаком минимума в (34), является дифференцируемой по $g_t, t = 0, 1, \dots, n$, и следовательно по $g \in E_{n+1}$. Отправляясь от граничного условия (8), нетрудно доказать методом математической индукции по $t = n, \dots, 0$, что функция $Z_t = Z_t(g)$ является минимумом из $n - t + 1$ функции, обладающей таким же свойством. То есть дифференцируемых по $g \in E_{n+1}$ функций.

Итак, мы убедились, что все функции $Z_t = Z_t(g), t = 0, 1, \dots, n$, являются слабо вогнутыми по $g \in E_n$ функциями. Коэффициент $i - g'$ в выражении (35), представляющий положительную дифференцируемую функцию, можно мысленно внести под знак минимума, если бы мы подставили в (35) выражение для $Z_t = Z_t(g)$, полученное согласно последнему утверждению. Тогда критерий (35) стал бы суммой слабо вогнутых функций конечных минимумов и следовательно сам является слабо вогнутым. Тем самым установлена слабая вогнутость критерия (35), которому всегда можно придать форму [1]:

$$x^* = f(g) = \sum_{t=0}^{n-1} \min_{k=1, \dots, n-t+1} f_k^t(g), \quad (36)$$

где все функции:

$$f_k^t(g), k \in K^t = \{1, \dots, n - t + 1\}, t = 0, 1, \dots, n,$$

являются дифференцируемыми в положительном ортанте E_{n+1}^+ пространства E_{n+1} . Можно было бы выписать их в явном виде, но для нас важнее показать в данном случае, как строится обобщенный дифференциал.

В соответствии с формулами (43, 44) в [1], которые остаются с соответствующими изменениями справедливыми и для слабо вогнутых функций квазидифференциал функции (36) будет иметь вид:

$$Df(g) = \sum_{t=0}^{n-1} \min_{k \in K^t(g)} \langle \nabla f_k^t(g), \Delta g \rangle, \quad (37)$$

где

$$K^t(g) = \text{Arg max}_{k \in K^t} f_k(g).$$

Для построенного обобщенного дифференциала слабо вогнутой функции $f(g)$ имеет место неравенство (31):

$$-K_0|\Delta g| \leq Df(g) \leq K_1|\Delta g|.$$

Величины обобщенных коэффициентов эластичности – верхний и нижний – по векторному параметру $a = g$, но уже в ослабленном смысле неравенства (31), можно подсчитать по формулам [1]:

$$K_0(g) = \sum_{t=0}^{n-1} \max_{k \in K^t(g)} |\nabla f_k^t(g)|, \quad (38)$$

$$K_1(g) = \sum_{t=0}^{n-1} \min_{k \in K^t(g)} |\nabla f_k^t(g)|. \quad (39)$$

Как видим, они и в этом случае не совпадают, что обобщает известный эффект для однопараметрической задачи, отмеченный в литературе, имеющий ме-

сто в силу возможного несовпадения левой и правой производной по направлению для не дифференцируемых функций одной переменной.

5. ПОСТРОЕНИЕ ОБОБЩЕННОГО ДИФФЕРЕНЦИАЛА: УРАВНЕНИЯ ДЛЯ ФУНКЦИЙ $f_k^t(g)$ И ИХ ГРАДИЕНТОВ

В предыдущем пункте фактически было установлено, что

$$Z_t = \min(\bar{f}_k^t(g), k = 1, \dots, n - t + 1), t = n, \dots, 0, \quad (40)$$

где все функции:

$$\bar{f}_k^t(g), k \in K^t = \{1, \dots, n - t + 1\}, t = 0, 1, \dots, n,$$

являются дифференцируемыми в положительном ортанте E_{n+1}^+ пространства E_{n+1} . Функции $f_k^t(g)$ в (36)

связаны с функциями $\bar{f}_k^t(g)$ соотношением

$$f_k^t(g) = (i - g'_t) \bar{f}_k^t(g). \quad (41)$$

Поэтому для получения функций $f_k^t(g)$ достаточно уметь строить функции $\bar{f}_k^t(g)$, вернее их градиенты

$\nabla \bar{f}_k^t(g)$, поскольку в общей формуле (37) для обобщенного дифференциала функции связанного максимума в однопараметрической задаче оптимизации инвестиционных проектов фигурируют только градиенты $\nabla f_k^t(g)$ функций $f_k^t(g)$. Поэтому выведем сначала рекуррентные уравнения для функций $\bar{f}_k^t(g)$, а затем дифференцируя их получим рекуррентные уравнения в вариациях для их градиентов $\nabla \bar{f}_k^t(g)$.

Подставляя выражение (40) для Z_t последовательно в конечное условие (8) и рекуррентное уравнение (34), получим:

$$\bar{f}_1^n(g) \equiv Z_n^0; \quad (42)$$

$$Z_{t-1} = \min \left(S_{t-1}, \min_{k=1, \dots, n-t+1} \frac{\bar{f}_k^t(g) + q_t}{1 + g'_t} \right) = \quad (43)$$

$$= \min_{k=1, \dots, (n-t+1)+1} \bar{f}_k^t(g),$$

Это уравнение будет выполняться, если положить, например:

$$\bar{f}_k^{t-1} = \begin{cases} \frac{\bar{f}_k^t(g) + q_t}{1 + g'_t}, k = 1, \dots, n - t + 1, t = n, \dots, 1. \\ S_{t-1}, k = (n - t + 1) + 1, \end{cases} \quad (44)$$

Полученное таким образом рекуррентное уравнение позволяет найти последовательно, по крайней мере, в числе, значения всех функций $\bar{f}_k^t(g)$ при заданном $g \in E_n^+$, отправляясь от конечного условия (42).

Беря от обеих частей (41) градиенты, которые для определенности будем считать вектор-столбцами, и воспользовавшись формулой производная произведения, получим

$$\nabla f_k^t(g) = -e_t(1 - c) \bar{f}_k^t(g) + (i - g'_t) \nabla \bar{f}_k^t(g). \quad (45)$$

Здесь e_t – вектор-столбец пространства E_{n+1} у которого все координаты равны нулю, кроме t -й, которая равна единице. Напомним, что c здесь представляет собой действующую ставку налога на прибыль.

Беря от обеих частей (44) градиенты и воспользовавшись формулой производная произведения, получим:

$$\nabla \bar{f}_k^{t-1} = \begin{cases} -e_t(1 - c) \frac{\bar{f}_k^t(g) + q_t}{(1 + g'_t)^2} + \\ + \frac{1}{1 + g'_t} \nabla \bar{f}_k^t(g); & t = n, \dots, 1. \\ k = 1, \dots, n - t + 1; \\ \vec{0}, k = (n - t + 1) + 1, \end{cases} \quad (46)$$

здесь $\vec{0}$ – вектор-столбец пространства E_{n+1} у которого все координаты равны нулю.

Конечное условие для рекуррентного уравнения (46) получается из (42):

$$\nabla \bar{f}_1^n(g) \equiv \vec{0}. \quad (47)$$

Если g – скалярный параметр, т.е. все $g_t \equiv g$, то уравнения (45-47) останутся справедливыми, если в них градиенты заменить на производную по g .

6. ЧИСЛОВОЙ ПРИМЕР

Рассмотрим пример расчета коэффициентов эластичности для случая скалярного параметра g . Исходные данные представлены в следующей табл. 1.

Таблица 1

ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ

Параметр	c	i	n
Значение	0,2	0,4	3
Параметр	Δg	S_0	q_1
Значение	0,01	62,13	50
Параметр	g	S_1	q_2
Значение	0,375	40	20
Параметр	g'	S_2	q_3
Значение	0,3	20	30

Расчет функции $f_k^t(g)$ по формулам (45), (42), (44) представлен в табл. 2. Здесь для простоты обозначено:

$$\bar{f}_k^t(g) = F_{k,t}(g), f_k^t(g) = f_{k,t}(g).$$

Таблица 2

РАСЧЕТ ФУНКЦИИ $f_k^t(g)$ ПО ФОРМУЛАМ (41), (42), (44)

t	3	2	1	0	f(g)
$F_{1,3}(g)$	0	-	-	-	-
$F_{1,2}(g)$	-	23,08	-	-	-
$F_{2,2}(g)$	-	20,00	-	-	-
$K^2(g)$	-	2	-	-	-
$F_{1,1}(g)$	-	-	33,14	-	-
$F_{2,1}(g)$	-	-	30,77	-	-
$F_{3,1}(g)$	-	-	40,00	-	-
$K^1(g)$	-	-	2	-	-
$F_{1,0}(g)$	-	-	-	63,95	-
$F_{2,0}(g)$	-	-	-	62,13	-
$F_{3,0}(g)$	-	-	-	69,23	-
$F_{4,0}(g)$	-	-	-	62,13	-

t	3	2	1	0	f(g)
$K^0(g)$	-	-	-	2,4	-
$f_{1,3}(g)$	0	-	-	-	-
$f_{1,2}(g)$	-	2,31	-	-	-
$f_{2,2}(g)$	-	2,00	-	-	-
$K^2(g)$	-	2	-	-	-
$f_{1,1}(g)$	-	-	3,31	-	-
$f_{2,1}(g)$	-	-	3,08	-	-
$f_{3,1}(g)$	-	-	4,00	-	-
$K^1(g)$	-	-	2	-	-
$f_{1,0}(g)$	-	-	-	6,40	-
$f_{2,0}(g)$	-	-	-	6,21	-
$f_{3,0}(g)$	-	-	-	6,92	-
$f_{4,0}(g)$	-	-	-	6,21	-
$K^0(g)$	-	-	-	2,4	-
$f_t(g)$	-	2,00	3,08	6,21	11,29

Расчет функции $\partial f_k^t(g)/\partial g$ по формулам (45)-(47) представлен в табл. 3. Здесь для простоты обозначено:

$$\partial f_k^t(g)/\partial g = F_{k,t}^*(g), \quad \partial f_k^t(g)/\partial g = f_{k,t}^*(g).$$

Таблица 3

РАСЧЕТ ФУНКЦИИ $\partial f_k^t(g)/\partial g$ ПО ФОРМУЛАМ (45)-(47)

t	3	2	1	0
$F_{1,3}^*(g)$	0	-	-	-
$F_{1,2}^*(g)$	-	-14,20	-	-
$F_{2,2}^*(g)$	-	0	-	-
$K^2(g)$	-	2	-	-
$F_{1,1}^*(g)$	-	-	-31,32	-
$F_{2,1}^*(g)$	-	-	-18,93	-
$F_{3,1}^*(g)$	-	-	0	-
$K^1(g)$	-	-	2	-
$F_{1,0}^*(g)$	-	-	-	-28,02
$F_{2,0}^*(g)$	-	-	-	-18,39
$F_{3,0}^*(g)$	-	-	-	-4,26
$F_{4,0}^*(g)$	-	-	-	0
$K^0(g)$	-	-	-	2,4
$f_{1,3}^*(g)$	0	-	-	-
$f_{1,2}^*(g)$	-	-19,88	-	-
$f_{2,2}^*(g)$	-	-16,00	-	-
$K^2(g)$	-	2	-	-
$f_{1,1}^*(g)$	-	-	-29,31	-
$f_{2,1}^*(g)$	-	-	-26,45	-
$f_{3,1}^*(g)$	-	-	-32,43	-
$K^1(g)$	-	-	2	-
$f_{1,0}^*(g)$	-	-	-	-53,96
$f_{2,0}^*(g)$	-	-	-	-51,54
$f_{3,0}^*(g)$	-	-	-	-55,81
$f_{4,0}^*(g)$	-	-	-	-49,70
$K^0(g)$	-	-	-	2,4
$f_{k,t}^*(g), k \in K^t(g)$	-	-16,00	-26,45	(-51,54; -49,70)

Расчет коэффициентов эластичности $K_0(g), K_1(g)$ по формулам (38, 39) представлен в табл. 4. Здесь для простоты обозначено, $\partial f_k^t(g)/\partial g = f_{k,t}^*(g)$,

$$\text{mod } f_{k,t}^*(g) = |f_{k,t}^*(g)|.$$

В последних трех столбцах таблицы 4 вычислены соответственно коэффициенты эластичности $K_0(g) = 94,00$; $K_1(g) = 92,16$, приращения $K_0(g)\Delta g = 0,94$; $K_1(g)\Delta g = 0,94$ при $\Delta g = 0,01 = 1\%$ в левой и правой части неравенства (31), и вытекающий из него диапазон воз-

можных значений $[f(g) - K_0(g)\Delta g, f(g) + K_1(g)\Delta g]$ функции $f(g + \Delta g)$ с точностью до малых порядка $o(\Delta g)$.

Таблица 4

РАСЧЕТ КОЭФФИЦИЕНТОВ ЭЛАСТИЧНОСТИ $K_0(g), K_1(g)$ ПО ФОРМУЛАМ (38), (39).

t	2	1	0	$K_m(g), m=0,1$	$K_m(g)\Delta g$	$f(g) + K_m(g)\Delta g$
$f_{k,t}^*(g), k \in K^t(g)$	-16,00	-26,45	(-51,54; -49,70)			
$\text{mod } f_{k,t}^*(g)$	16,00	26,45	(51,54; 49,70)			
$\text{Max mod } f_{k,t}^*(g)$	16,00	26,45	51,54	94,00	0,94	10,35
$\text{Min mod } f_{k,t}^*(g)$	16,00	26,45	49,70	92,16	0,92	12,21

Заключение

В заключение отметим, что в настоящей работе конструкция обобщенного дифференциала функции связанного максимума в однопараметрической задаче оптимизации инвестиционного проекта доведена до алгоритмов, которые могут быть запрограммированы в XL. Это делает предложенную методику практически значимой для анализа рисков изменения кредитной ставки в будущем и может быть полезно практикующим оценщикам и банковским аналитикам, специализирующихся на оценке предлагаемых банку инвестиционных проектов.

Литература

1. Беляков А.В. К устойчивости инвестиционного проекта относительно возможного изменения стоимости денег [Текст] / А.В. Беляков, А.Г. Перевозчиков // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – №3. – С. 291-299.
2. Беляков А.В. Об оптимизации использования заемных средств в ходе осуществления инвестиционного проекта [Текст] / А.В. Беляков // Финансы и кредит. – 1999. – №7. – С. 2-7.
3. Беляков А.В. Устойчивость инвестиционного проекта относительно возможного изменения стоимости денег и анализ рисков [Текст] / А.В. Беляков, А.Г. Перевозчиков // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – №2. – С. 299-305.
4. Демьянов В.Ф., Малоземов В.Н. НАЗВАНИЕ КНИГИ. [Текст] / В.Ф. Демьянов, В.Н. Малоземов. – М. : Наука, Главная ред. физ.-мат. лит.-ры, 1972. – 368 с.
5. Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и / или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» [Текст] // Deloitte&Touche. – Декабрь 2003 – март 2005.
6. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2002.
7. Перевозчиков А.Г. Учет структуры капитала в моделях денежного потока для собственного и инвестированного капитала [Текст] / А.Г. Перевозчиков // Аудит и финансовый анализ. – 2006. – №1. – С. 163-166.

Беляков Александр Викторович

Перевозчиков Александр Геннадьевич

Ключевые слова

Оценка инвестиционных проектов; денежный поток на собственный и инвестированный капитал; стоимость собственно-

го капитала; оптимизация финансирования проекта; стоимость денег; анализ рисков; обобщенный дифференциал стоимости собственного капитала как функции рисков; обобщенный коэффициент эластичности.

РЕЦЕНЗИЯ

Рассматривается двухпараметрическая задача оптимизации финансирования инвестиционного проекта. В качестве параметров выбрана стоимость кредитов и депозитов на рынке. Ранее авторами было установлено, что стоимость собственного капитала проекта в общем случае является не дифференцируемой функцией консолидированного риска, выраженного в возможном изменении рыночной кредитной ставки по сравнению с действующей по договору об открытии кредитной линии. Было показано что, тем не менее, указанная функция является дифференцируемой по направлениям, и предложен способ их расчета. Полученные производные интерпретировались авторами как коэффициенты эластичности в предложенной методике анализа рисков. Из них, как было показано ими ранее, также можно сконструировать обобщенный дифференциал в силу равномерной сходимости нормированного остатка. Только он будет уже не линейной функцией приращения, а кусочно-линейной и выпуклой. Если параметр один, то это полностью решает задачу построения обобщенного дифференциала. Если же параметров хотя бы два, то это гораздо более сложная задача, и она изучалась авторами в предыдущей работе, в которой была выявлена общая структура обобщенного дифференциала в двухпараметрической задаче оптимизации инвестиционного проекта. На этой основе в настоящей работе получены рекуррентные уравнения, позволяющие в явном виде построить обобщенный дифференциал согласно общей методике.

Тем самым, предложенная ими ранее методика анализа рисков, получила дальнейшее развитие в виде перехода от однопараметрической к двухпараметрической задаче оптимизации финансирования инвестиционного проекта. Это позволяет оценить изменение стоимости проекта с оптимизацией финансирования в произвольном направлении одновременного изменения двух параметров риска, и тем самым служить математической моделью оценки влияния рисков на стоимость проекта. Все это определяет актуальность, научную новизну и практическую значимость полученных результатов. Все результаты строго доказаны. Считаю, что статья А.В. Белякова, А.Г. Перевозчикова может быть опубликована в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Фирсова Е.А., д.э.н, профессор, проректор по научной работе Тверского института экологии и менеджмента, декан факультета экономики и менеджмента

8.5. ABOUT THE CALCULATION OF DIFFERENTIAL IN ONE-PARAMETER SUM OF OPTIMIZATION THE INVESTMENT PROJECT

A.V. Belyakov, Doctor of Science, the Chief Systems Expert of PLC «Prime Group» Branch in Tver;

A.G. Perevozchikov, Doctor of Economics, Professor of the Economics Department of Tver Institute of Ecology and Law

The two-parameter sum of financing optimization of investment project is regarded.

The cost of credits and deposits in the market is chosen as parameters. Earlier we proved that the project equity cost in general case is non-differentiated function of consolidated risk, expressed in f possible change of market credits and deposits rates. It was proved, anyway, that this function is differentiated in directions, and the common structure of its integrated differential was found. On this base we got the recurrent equations, enabling making up the integrated differential in the two-parameter sum according to the common methods.

Literature

1. Valuation of Business: A Manual. Edited by A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova – M.: Finance and Statistics. - 2002.

2. Methodology and Manual on Conducting Valuation of Business and Assets of Public Limited Company «United Energy Systems of Russia» – Deloitte & Touche. – Dec.2003-March 2005.
3. A.G. Perevozchikov . Calculation of Capital Structure in Cash Flow Models for Personal and Invested Capital. Audit and Financial Analyses, 2006, №1, p.163-166.
4. A.V. Belyakov. About Optimization of Borrowed Funds Use in Investing Project Realization. Finance and Credit, 1999, №7, p. 2-7.
5. A.V. Belyakov, A.G. Perevozchikov . The Investment Project Stability with Respect to a Possible Cash Value Change and Risks Analysis. Audit and Financial Analyses, 2010, № 2, p. 299-305.
6. V.F. Demyanov, V.N. Malozemov. The Main Editorial Office of Physical-mathematical literature of the Publishing House «Nauka», 1972, 368 p.
7. A.V. Belyakov, A. G. Perevozchikov . About the Investment Project Stability with Respect to a Possible Cash Value. Audit and Financial Analyses, 2010, №3, p. 291-299.

Keywords

Business assessment; market value; income approach; income discounting method; discount rate; invested capital; structure of invested rate; cash value; risks analysis; flexibility rate.