

0-792952

На правах рукописи

Дан

Данилова Мария Николаевна

**ФОРМИРОВАНИЕ И УПРАВЛЕНИЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНО-
ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ ДОМОХОЗЯЙСТВА**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

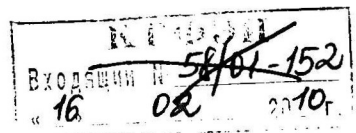
диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

✓

Нижний Новгород

2010



Работа выполнена на кафедре «Финансы и кредит» Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Волго-Вятская академия государственной службы»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Малкина Марина Юрьевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Плеханова Анна Феликсовна

кандидат экономических наук
Гришункина Инна Александровна

Ведущая организация: ГОУ ВПО Мордовский государственный университет им. Н. П. Огарева

Защита состоится «4» марта 2010 г. в «16» часов на заседании диссертационного совета Д 212.166.18 при ГОУ ВПО «Нижегородский университет им. Н.И. Лобачевского» по адресу: 603000, г. Нижний Новгород, ул. Б. Покровская, д. 37, Финансовый факультет ННГУ, ауд. 315.

С диссертацией можно ознакомиться в фундаментальной библиотеке ГОУ ВПО «Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского».

Электронная версия автореферата размещена на официальном сайте:
<http://www.unn.ru>

Автореферат разослан «2» февраля 2010 года

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук, профессор



В.Н. Ясенов



ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В рыночной экономике сбережения домохозяйств являются важным источником инвестиций фирм. Структура финансовых ресурсов фирм проецирует черты и особенности поведения домохозяйств. С другой стороны, доходность разных инструментов, отражающая результаты деятельности фирм, оказывает влияние на состав и структуру портфелей домохозяйств. Между тем, статистика свидетельствует о том, что сбережения в России являются слабым источником инвестиций фирм. Так, в 2007 году отношение сбережений населения во вкладах и ценных бумагах составляло лишь 4,2% ВВП.

В процессе эволюции рыночной экономики происходят изменения в институциональной среде и инфраструктуре финансового рынка, что мотивирует домохозяйства перестраивать стратегию и тактику, трансформировать устоявшиеся формы взаимодействия с другими хозяйствующими субъектами и институциональными системами и создавать новые формы взаимодействия для достижения ими поставленных сберегательных и/или инвестиционных целей. Меняются приоритеты выбора финансовых инструментов, способы трансформации сбережений в инвестиции, что вызывает необходимость изучения процесса формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйств, управления им и его оптимизации. Рост объема информации, ее асимметрия усложняют принятие сберегательно-инвестиционных решений домохозяйствами, повышают транзакционные издержки и сказываются на эффективности принимаемых домохозяйствами сберегательно-инвестиционных решений.

Усложнение финансово-экономических процессов, многообразие финансовых инструментов обуславливают значение формальных методов, позволяющих анализировать ситуацию, осуществлять критериальный, научный отбор финансовых инструментов, рационализировать осуществляемый домохозяйствами выбор, оптимизировать инвестиции в финансовые инструменты, осуществлять эффективное управление портфелем.

В то же время в теории сбережений требуется учет особенностей поведения домохозяйств и смещение с чисто технического подхода к формированию сбережений к институциональному. Необходимо изучение мотивов создания сбережений, воздействия факторов внешней среды на их направленность, особенностей принятия сберегательных и инвестиционных решений домохозяйствами, влияния государственного ре-

гулирования сберегательного и инвестиционного процессов на параметры и структуру сбережений.

Все эти обстоятельства обусловили актуальность совершенствования подходов к формированию и управлению сберегательно-инвестиционным портфелем домохозяйства.

Степень научной разработанности проблемы. Категории сбережений и инвестиций были обязательными элементами в работах Д. Рикардо, Ж.-Б. Сэя, Дж.С. Милля, А. Маршалла, А. Пигу, Дж.М. Кейнса, Э. Хансена, П. Самуэльсона, М. Фридмана, Й. Шумпетера, Р.Ф. Харрода и других экономистов. Сбережения населения находятся в центре внимания современных направлений западной науки: теории «новой экономики домохозяйства» (Г. Беккер, Т. Шульц и др.), концепции семьи и рождаемости Дж. Колдуэлла, транзакционного подхода (МакЭлрой и др.).

Раскрытие важных составляющих личных и семейных финансов, механизмов формирования и расходования бюджетов домохозяйств, выявлению сберегательной функции домохозяйств, особенностей ее реализации в современной России, исследованию сберегательного поведения домохозяйств, источников и условий формирования частных сбережений в современных российских условиях способствовали работы Е.М. Авраамовой, А.М. Бабича, С.А. Белозерова, Л.А. Дробозиной, Ю.И. Кашина, Л.Н. Красавиной, В.В. Ковалева, С.И. Лушина, В.А. Слепова, Г.И. Сухушиной, В.Д. Фетисова и других авторов.

Теоретические и методические основы формирования эффективного инвестиционного портфеля, прогнозирования рыночных цен финансовых инструментов разработаны в трудах отечественных и зарубежных ученых: Т. Андерсона, Д. Бриллинджера, Дж. Бокса, Дж. Дженкинса, И.Г. Журбенко, Р. Отнеса, Г. Марковица, У. Шарпа, А.Н. Ширяева, Л. Эноксона.

Несмотря на то что теоретические направления исследований традиционно включали понятия «сбережение», «инвестиции», «портфельное инвестирование», проблема формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства остается малоизученной. При глубокой проработке мотивов и условий формирования сбережений в исследованиях отечественных и зарубежных ученых нет однозначного разделения целевого назначения сбережений. Кроме того, сами подходы к сбережениям домохозяйств, осуществляемых с инвестиционными целями в развитии домохо-

зяйства как определенной экономической системы, раскрыты, на наш взгляд, недостаточно полно и требуют уточнения.

Исследование сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства с позиций выявления этапов и методов его формирования и эффективного управления представляет собой относительно новое направление проблематики.

Цель диссертационного исследования – совершенствование теоретических и методических подходов к принятию эффективных сберегательно-инвестиционных решений домохозяйствами с учетом особенностей их институционального поведения и эволюции финансовых рынков.

Для достижения поставленной цели определены следующие задачи:

1. Уточнить понятийный аппарат сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства;
2. Выявить основные факторы, влияющие на сберегательно-инвестиционное поведение домохозяйства;
3. Разработать модель сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства на финансовом рынке с учетом выявленных факторов;
4. Адаптировать портфельный подход Г. Марковица и У. Шарпа к формированию сберегательного и сберегательно-инвестиционного портфелей домохозяйств, на основе полученных результатов предложить собственную методику создания этих портфелей;
5. Разработать методику управления сберегательным и сберегательно-инвестиционным портфелями домохозяйства с учетом изменчивости финансовых рынков;
6. Разработать методические рекомендации для российского домохозяйства в области принятия финансовых сберегательно-инвестиционных решений и их последующей реализации.

Объектом исследования является сберегательно-инвестиционный портфель российского домохозяйства.

Предметом исследования являются финансовые стратегии, алгоритмы и методы формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства, подходы к управлению им и к его оптимизации.

Теоретической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых в следующих областях: личные и семейные финансы, сбережения домохозяйств, финансовый и инвестиционный менеджмент, портфельная теория, теория рисков. В работе использованы материалы международных, всероссийских и региональных научных конференций, посвященных проблемам сбережений.

Методологической основой диссертационного исследования явились эмпирический метод, метод научного абстрагирования, методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, аналогии, теории адаптивных и рациональных ожиданий, системного, сравнительного и графического анализа, моделирования экономических процессов, а также совокупность методического инструментария корпоративных и личных финансов, средств математической статистики. В исследовании применялся метод недоминируемых множеств Парето и портфельный подход У. Шарпа и Г. Марковица.

Нормативную и эмпирическую базы исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации и ее субъектов, официальные данные Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации и Центрального Банка РФ, материалы министерств и ведомств экономического профиля, а также информационно-аналитические данные, публикуемые агентствами Сbonds и РосБизнесКонсалтинг, фондовыми биржами РТС и ММВБ.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

1. Уточнен понятийный аппарат финансовой теории сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства. «Домохозяйство» определено как экономический субъект и институциональная система. Содержание понятия «сбережения» домохозяйства уточнено с позиций влияния на его формы и структуру ограничений по риску, ликвидности и доходности. Трактовка категории «сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства» дополняется наличием двух целевых функций при принятии решений: безопасности и получения дохода.

2. Выявлено влияние основных факторов на процесс формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства таких, как: социально-демографические характеристики; уровень образования, квалификации и информированности; доходы домохозяйства и норма сбережений; психологическая, временная, финансовая и целевая чувствительности к выбору финансовых инструментов; уровень доверия к финансовым посредникам.

3. Предложена модель сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства, учитывающая его различную мотивацию и многокритериальность выбора, основанная на использовании метода недоминируемых множеств В. Парето для идентификации привлекательности финансовых инструментов и алгоритме принятия сберегательно-инвестиционных решений домохозяйством. Эта модель позволяет рационализировать выбор домохозяйства путем его поэтапной оптимизации.

4. Разработана комплексная методика формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства, а также две ее модификации: 1) методика формирования *сберегательного портфеля*, где целевой функцией является минимизация риска при ограничениях по ликвидности и доходности; 2) методика формирования *сберегательно-инвестиционного портфеля* домохозяйства трех типов: агрессивного, умеренного и консервативного, различающихся долями сберегательного и инвестиционного субпортфелей и ограничениями по ликвидности, в которой целевой функцией является максимизация доходности относительно риска. Методики позволяют сберегателям и инвесторам разных типов на основе прошлой информации и ее корректировки формировать близкие к оптимальным сберегательно-инвестиционные портфели.

5. Разработана методика управления сберегательным и сберегательно-инвестиционным портфелями, основанная на выявлении «порогов чувствительности» по доходности, риску и соотношению доходность/риск, при прохождении которых срабатывают психологические стоп-приказы, сигнализирующие о неудовлетворительности структуры портфеля или конкретного финансового инструмента, что предполагает пересмотр сберегательно-инвестиционного решения.

6. Выработаны рекомендации относительно формирования сберегательно-инвестиционного портфеля с удовлетворительной, а не оптимальной структурой, с учетом транзакционных затрат, связанных с его пересмотром.

Практическая значимость результатов исследования заключается в предложении новых подходов к формированию сберегательных и инвестиционных стратегий домохозяйств, к упорядочиванию их действий по созданию сберегательно-инвестиционных портфелей и эффективному управлению ими. Предложенные подходы могут использоваться органами государственной власти разных уровней при разработке программ государственной и региональной политики, направленных на под-

держку экономической деятельности домохозяйств. Они могут также применяться в образовательных программах финансово-экономического профиля, в организации работы коммерческих банков и инвестиционных компаний с населением.

Теоретические и методические положения диссертационного исследования используются при подготовке программ учебных курсов «Финансы», «Личные финансы», «Инвестиционный менеджмент», «Экономика домохозяйства», «Институциональная экономика», а также учебно-методических материалов этих курсов.

Разработанная модель сберегательно-инвестиционного портфеля и соответствующие вычислительные методы и алгоритмы позволяют домохозяйствам повысить эффективность управления семейным бюджетом. Обобщенный и универсальный характер разработанных моделей позволяет рекомендовать их к использованию в работе частных инвесторов, а также доверительных управляющих и инвестиционных компаний.

Апробация диссертационной работы. Основные положения диссертации опубликованы в статьях и сборниках и докладывались на научных и научно-практических конференциях. Результаты диссертационного исследования используются банком «Юниаструм банк» при разработке новых видов вкладов, в практике брокерской компании «Тройка Диалог» и доверительных управляющих, а также в учебном процессе Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Волго-Вятская академия государственной службы» в курсах «Финансы и кредит», «Инвестиционный менеджмент», «Теория финансов», «Инвестиции», «Банковское дело». (имеются акты о внедрении).

Публикации. По теме диссертации опубликовано 23 работы, общим объемом 14,05 п.л., в том числе вклад соискателя – 11,7 п.л. Три из них, объемом 3,9 п.л. (вклад соискателя – 3,0 п.л.), опубликованы в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура работы отражает процесс решения поставленных задач и состоит из введения, трех глав, заключения, 170 источников, 16 приложений, 16 таблиц и 49 рисунков. Работа изложена на 156 страницах машинописного текста.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** обоснована актуальность темы исследования, степень разработанности проблемы, сформулированы цель и задачи, определены предмет и объект ис-

следования, теоретическая и методологическая база, показана научная новизна и практическая значимость полученных в работе результатов, приведены сведения об апробации работы.

В первой главе – **«Теоретические и методологические аспекты исследования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства»** - выявлены основные подходы к понятиям «домохозяйство», «сбережения», «сберегательно-инвестиционный портфель» и «сберегательно-инвестиционное решение домохозяйства», уточнены их трактовки с финансовой точки зрения. Проанализированы динамика и структура сбережений и сберегательной квоты как в Российской Федерации, так и в других странах. Выявлены проблемы формирования сберегательного и сберегательно-инвестиционного портфелей домохозяйств.

Во второй главе – **«Совершенствование методических подходов к формированию и управлению сберегательно-инвестиционным портфелем домохозяйства»** - предложена модель сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства, алгоритм выбора финансовых альтернатив на основе многокритериального подхода и метода недоминируемых множеств Парето, разработана методика формирования сберегательного и сберегательно-инвестиционного портфелей домохозяйства с выделением трех их типов с учетом уровня риска и ликвидности. Предложена методика управления сберегательным и сберегательно-инвестиционным портфелями домохозяйства, их рисками на основе установления верхних и нижних порогов чувствительности.

В третьей главе – **«Управление сберегательно-инвестиционным портфелем российского домохозяйства в современных условиях»** - предложенные методики апробированы на фактическом материале, проведена оптимизация сберегательного и сберегательно-инвестиционных портфелей идеального российского домохозяйства, реализован способ управления удовлетворительным портфелем на основе психологических стоп-приказов и доверительных интервалов, разработаны конкретные предложения по совершенствованию сберегательно-инвестиционного поведения российских домохозяйств с учетом современного состояния и динамики финансовых рынков.

В заключении диссертации сформулированы основные выводы и рекомендации по результатам проведенного исследования.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Уточнен понятийный аппарат финансовой теории сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйств.

Под домохозяйством, с финансовой точки зрения, следует понимать экономический субъект, основой функционирования которого является совместное проживание, общий семейный бюджет, доходы которого формируются главным образом от продажи факторов производства (труд и капитал), а расходы представлены потреблением и сбережением, и в то же время институциональную систему, внутри которой действуют правила и которая взаимодействует с другими институциональными системами в соответствии с правилами.

Сбережения домохозяйства – это социально-экономический процесс, выражающийся в формировании ликвидного резерва по разным мотивам в различных формах в конкретной институциональной среде, с целью достижения внутренней устойчивости и управления будущими потребностями.

Сберегательно-инвестиционный портфель домохозяйства – совокупность финансовых инструментов, объединенных по определенным признакам в определенных пропорциях с целью, во-первых, сохранить сбережения, во-вторых, получить доход в результате инвестирования и за счет реализации стратегий управления (рис. 1.).

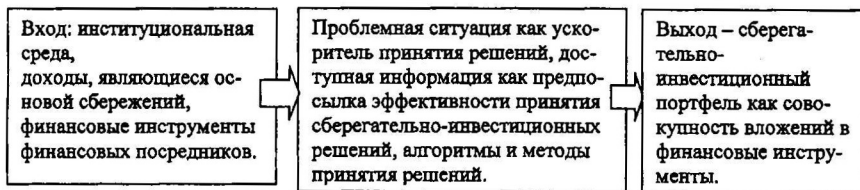


Рис.1. Процесс формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства

При принятии сберегательно-инвестиционного решения домохозяйством логично выделить две группы стратегий: сберегательную и инвестиционную. Цель сберегательной стратегии – на основе разработанного пошагового процесса принятия решений создать резерв, который бы мог быть использован при наступлении неблагоприятных событий и способствовал реализации текущих целей домохозяйства. Цель инвестиционной стратегии – формирование структуры сбережений, которая обеспечивала бы максимальный прирост стоимости относительно риска и издержек, а также являлась источником повышения социального комфорта домохозяйства. Существуют

также домохозяйства, чья стратегия будет представлять собой комбинацию двух указанных. Сберегательная и инвестиционная цели предполагают разные требования к ликвидности, доходности и риску, которым соответствуют различные финансовые инструменты, и они требуют различного управления.

Особенности домохозяйств как сберегателей и инвесторов:

1. Инерционность в принятии сберегательно-инвестиционных решений;
2. Рациональная ограниченность доступа к информации;
3. Неотработанность средств и методов принятия рациональных решений;
4. Ограниченность доступа к некоторым финансовым инструментам или полное отсутствие доступа;
5. Высокая доля субъективности при принятии решений;
6. Повышенные, по сравнению с финансовыми посредниками, транзакционные издержки принятия сберегательно-инвестиционных решений, в том числе в силу невозможности получения преимуществ отдачи от масштаба;
7. Предпочтение сберегательного и сберегательно-инвестиционного портфеля и отказ от формирования спекулятивного инвестиционного портфеля, так как первичная цель домохозяйства – обеспечить сохранность дохода;
8. Ограниченные возможности управления ликвидностью, что влияет на большее предпочтение ликвидности.

2. Выявлены основные факторы, влияющие на процесс формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства.

Мотивы формирования сбережений домохозяйствами можно разделить на:

1. Мотивы выживания. Включают сбережения: на оплату ранее заключенных контрактов; на случай возникновения непредвиденной ситуации; для замены физически изношенных товаров длительного пользования; на случай возникновения кризисов.
2. Мотивы обеспечения социальной комфортности. Включают сбережения: на покупку новых товаров длительного пользования; на медицинское обслуживание и образовательные услуги; на культурно-развлекательные мероприятия; на пенсионное обеспечение; на реализацию инвестиционных целей.

Факторами, влияющими на принятие сберегательно-инвестиционных решений, являются:

1. Доходы домохозяйства и объем сбережений (при небольших объемах проблема

составления оптимального портфеля стоит не так остро). Структура распределения сбережений в России неравномерна. Согласно статистическим исследованиям, на долю 10% наиболее обеспеченных граждан в 2008 году приходилась почти треть всех денежных доходов, в то время как 10% наиболее бедных россиян могли распоряжаться 1,8% их объема.¹

2. Уровень доверия к финансовым посредникам (чем выше доверие, тем больше объем инвестиций). По данным социологических исследований, почти 60% являются вкладчиками Сбербанка РФ, 27% - других коммерческих банков, 6,5% - иностранных банков, находящихся за пределами России. Более того, 2/3 вкладчиков разместили свои средства на срок до года и до востребования, что может быть вызвано не только неуверенностью в системе, но и невыгодностью долгосрочных вложений.²

3. Уровень образования, квалификации и информированности сберегателя (чем они выше, тем разнообразнее используемые инструменты). Так, на одного банковского клиента со средним специальным образованием приходится четыре клиента с высшим образованием.³ Согласно исследованиям,⁴ респонденты лучше всего осведомлены о традиционных инструментах: банковских вкладах, инвестициях в недвижимость, акциях; менее известны ПИФы, корпоративные облигации, ОФБУ. В то же время большинство имеет лишь базовые сведения о современных инструментах и плохо осведомлены о закономерностях финансового рынка, его институтах, формально-процессуальной стороне и законодательстве.

4. Временная, финансовая, целевая, психологическая чувствительность. Временная чувствительность определяет срок инвестирования: чем она выше, тем меньше период инвестирования и выше требование к уровню ликвидности инструментов. Целевая чувствительность определяет важность достижения цели, ради которой формируются сбережения и портфель: чем она важнее, тем меньше степень свободы в выборе используемых инструментов. Психологическая чувствительность связана с субъективным отношением к риску. Финансовая чувствительность обусловлена ограниченной квалификацией домохозяйства, несовершенством его способностей в получении и ра-

¹ Мы и Мир. Обзоры, аналитика, новости. <http://weandworld.ru/russia/11-bogatye-ne-bedneyut-bednye-nishhayut.html>

² Капелюш А.К. Социально-демографическая структура российской банковской клиентуры // Финансы и кредит. - 2007. - №7(247). - С. 12.

³ Там же. - С.12.

⁴ Население России нуждается в повышении инвестиционной грамотности // Биржевое обозрение. - 2008. - №1(51). - С. 18-21.

циональной обработке информации, а также влиянием накопленного опыта.

5. Социально-демографические характеристики: пол, возраст. Женщины более активны в отношении рублевых вкладов (46,7% - в Сбербанке и 10% - в других коммерческих банках), чем мужчины (34,2% и 4,3%, соответственно). По валютным вкладам доля мужчин значительно превышает долю женщин.⁵

3. Разработана модель сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйств, учитывающая его различную мотивацию и многофакторность. Предложен алгоритм идентификации привлекательности финансовых инструментов на основе метода недоминируемых множеств В. Парето.

Процесс принятия сберегательно-инвестиционного решения домохозяйства, с учетом начальных условий, управляемых и неуправляемых факторов, характеристик проблемной ситуации, чувствительности домохозяйства может быть представлен в виде алгоритма (Рис. 2.)

Для выбора инструментов, включаемых в портфель, предлагается использование метода множества недоминируемых вариантов В. Парето. Необходимость определения множества вызвана несравнимостью инструментов по их характеристикам. Применение метода включает следующие действия (шаги): 1) домохозяйство определяет начальное множество сопоставляемых инструментов; 2) осуществляет упорядочивание факторов по степени их значимости; 3) ранжирует инструменты по каждому из факторов; 4) упорядочивает инструменты по степени достижения цели (табл. 1).

Таблица 1.

Критерии отбора инструментов для недоминирующего множества В. Парето

Инструмент	Доходность	Риск	Ликвидность	Рекомендуемый срок инвестирования
1	m_1	r_1	l_1	n_1
...
n	m_n	r_n	l_n	n_n

По окончании этапа домохозяйство принимает решение о финансовых инструментах, включаемых в состав сберегательного или сберегательно-инвестиционного портфеля.

⁵ Там же. – С.13.

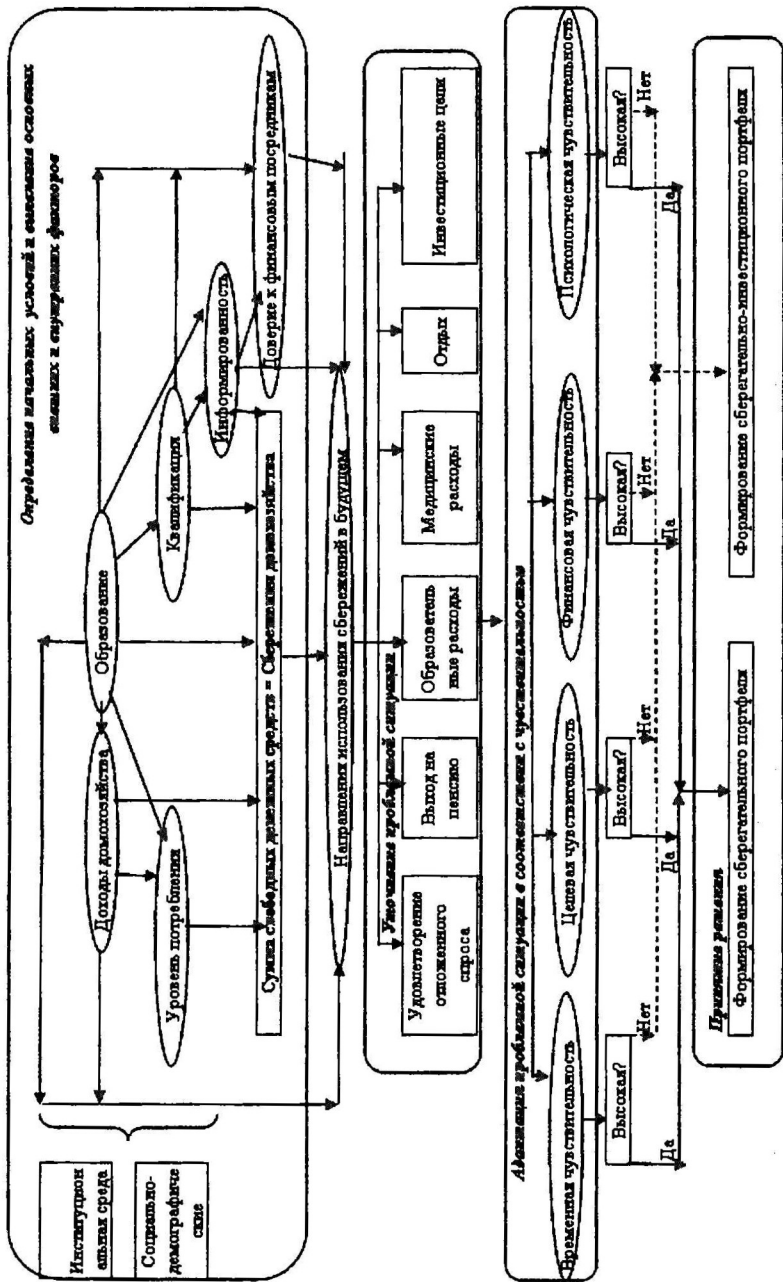


Рис. 2. Модель сберегательно-инвестиционного поведения домохозяйства

4. Предложена комплексная методика формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства, включающая две модификации.

Таблица 2.

Методика формирования сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства

№ этапа	Наименование этапа	Характеристика этапа	Формула
I этап	Определение суммы свободных денежных средств	Оценивается объем располагаемых ресурсов после обязательных платежей и расходов на потребление	
II этап	Определение направлений использования сбережений в будущем	Мотивации к созданию сбережений → цель портфеля → тип портфеля: <ul style="list-style-type: none"> • <i>сберегательный</i> – сохранение сбережений и их пассивный рост; • <i>консервативный</i> – сохранение имеющихся сбережений и минимальное управление; • <i>умеренный</i> – сохранение имеющихся сбережений и активное управление частью портфеля для получения по ней повышенной доходности; • <i>агрессивный</i> – достижение повышенной доходности в ущерб безопасности вложений. 	
III этап	Оценка чувствительности	Определение зоны допустимых решений на основе временной, целевой, финансовой и психологической чувствительности.	
IV этап	Сравнительный анализ характеристик доступных финансовых инструментов	Оценка доходности, риска, ликвидности, минимальной цены финансовых инструментов и требований законодательства	Ожидаемая доходность за три месяца, Риск – среднеквадратическое отклонение ежедневной доходности за три месяца, Ликвидность может задаваться двумя способами: 1) как коэффициент от 0 до 1 в порядке возрастания; 2) через установление верхних и нижних ограничений по долям инвестирования
V этап	Разделение на субпортфели	Определение критического уровня сбережений, потеря которых считается несущественной, исходя из доходов домохозяйства, суммы сбережений и субъективных оценок	Нахождение долей сберегательного и инвестиционного субпортфелей в сберегательно-инвестиционном портфеле внутри области допустимых решений (4 подхода): <ul style="list-style-type: none"> • теоретический; • эмпирический; • экспертный; • аналитический.
VI этап	Отбор доступных финансовых инструментов для субпортфелей	Алгоритм нахождения множества недоминируемых вариантов	Таблица 1 и пояснение к ней.
VII этап	Определение внутренних параметров портфеля	Выявление взаимозависимости инструментов и требований к внутренней структуре портфеля	Оценка ковариации инструментов $Cov(d_i, d_j) = b_{ij}$
			Оценка корреляции инструментов $\rho_{ij} = \frac{Cov(d_i, d_j)}{\sigma_i \sigma_j}$ где ρ_{ij} – корреляция i-го и j-го финансовых инструментов; σ_i и σ_j – риск i-го и j-го финансовых инструментов.
			Введение ограничений на ликвидность портфелей: сберегательного и сберегательно-инвестиционного портфеля (таблица 3).

			<i>Продолжение таблицы 2</i>
VIII этап	<p>Определение оптимальной структуры портфеля на основе адаптированного подхода Г. Марковица и У. Шарпа.</p>	<p>Формирование портфелей трех видов:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>оптимальный портфель</i> – портфель, структура которого позволяет получить максимальное соотношение доходности и риска в будущем периоде принятия решения; • <i>сформированный портфель</i> – портфель, структура которого оптимальна для предыдущего периода принятия решений, а доходность и риск предполагаются без изменений; • <i>реальный портфель</i> – портфель, структура которого соответствует структуре сформированного портфеля, но рассчитывается по показателям текущего периода. 	<p>Оценка доходности портфеля где d_p - доходность портфеля; d_j - доходность j-го финансового инструмента за период; x_j - доля j-го финансового инструмента в портфеле.</p> $d_p = \sum_{j=1}^n d_j x_j$ <p>Оценка риска портфеля</p> $\sigma_p = \left(\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \text{cov}(d_i, d_j) \right)^{1/2}$ <p>где x_j - доля j-го финансового инструмента в портфеле; x_i - доля i-го финансового инструмента в портфеле; d_i и d_j - их доходности; $\text{cov}(d_i, d_j)$ - их ковариация.</p> <p>Коэффициент Шарпа:</p> $SR = \frac{d_p}{\sigma_p}$
1-ая модификация методики	<p>Оптимизация сберегательного портфеля</p>	<p>Целевая функция – минимизация риска портфеля, ограничения по доходности и ликвидности</p>	<p>Сберегательный портфель:</p> $\begin{cases} \sum_{j=1}^n x_j = 1, \sum_{j=1}^n x_j d_j \geq d_p \\ 0 \leq x_j \leq y_j, \sigma_p \rightarrow \min \end{cases}$ <p>где y_1, \dots, y_n - максимально установленный домохозяйством уровень ликвидности, d_p - заданная домохозяйством доходность по портфелю</p>
2-ая модификация методики	<p>Оптимизация сберегательно-инвестиционного портфеля</p>	<p>Целевая функция – максимизация коэффициента Шарпа, ограничения по доходности и ликвидности</p>	$\begin{cases} x_1 + x_2 + x_3 + x_4 = H_1, \\ x_3 + x_6 + x_7 + x_8 + x_9 = H_2, H_1 + H_2 = 1, \\ x_1 d_1 + x_2 d_2 + x_3 d_3 + x_4 d_4 + x_5 d_5 + \\ + x_6 d_6 + x_7 d_7 + x_8 d_8 + x_9 d_9 \leq d_p \\ 0 \leq x_j \leq y_j, SR = \frac{d_p}{\sigma_p} \rightarrow \max \end{cases}$ <p>где H_1 - доля сберегательного субпортфеля в сберегательно-инвестиционном портфеле, H_2 - доля инвестиционного субпортфеля в сберегательно-инвестиционном портфеле.</p>
IX этап	<p>Управление сберегательным и сберегательно-инвестиционным</p>	<p>Обоснование порогов чувствительности по доходности, риску или их соотношению для инструментов и портфеля в целом; управление портфелем на основе психологических стоп-приказов.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Установление верхних ограничений по риску для сберегательного портфеля и нижних ограничений по коэффициенту Шарпа для сберегательно-инвестиционного портфеля на основе медианных значений в пределах цикла. Определение зоны удовлетворительности портфеля. 2) Выявление доверительного интервала - периода, в течение которого пересмотр структуры сформированного портфеля не производится. Принятие решения о пересмотре:

портфель		<p>а) части портфеля. Осуществляется путем размещения накопленного (за счет чистого потока доходов и «сброса» неудовлетворительных инструментов) запаса свободных денежных средств в финансовые инструменты; предполагает определение остаточных ограничений по ликвидности;</p> <p>б) всего портфеля и его оптимизации.</p>
----------	--	--

Соотношение сберегательного и инвестиционного субпортфелей в портфелях разных типов (агрессивном, умеренном и консервативном) определяется с использованием четырех подходов:

1. Теоретический – предполагает выявление предпочтений домохозяйств относительно долей субпортфелей на основе теории потребительского поведения.

2. Эмпирический – основанный на данных социологических опросов. Проведенное социально-экономическое интервьюирование свидетельствует о том, что домохозяйство допускает возможное снижение стоимости портфеля в размере 30%. Следовательно, данную часть можно рассматривать как психологическую отметку при выделении инвестиционного субпортфеля.

3. Экспертный - практика работы брокеров ИК «Тройка Диалог» показывает целесообразность следующих долей инвестиционного субпортфеля: для агрессивного типа – 70%, для умеренного – 50%, для консервативного – 30%.

4. Аналитический - на основе метода У. Шарпа рассчитывается средний за период оптимальный портфель с разными ограничениями по риску. Повышение приемлемого уровня риска приводит к автоматическому увеличению доли высоковолатильных инструментов с нестабильной ликвидностью.

Эти же подходы можно использовать для выявления границ изменения внутренней структуры портфелей разных типов (табл. 3).

На основе предложенной методики определена оптимальная структура всех типов портфелей в динамике (рис.3 – изменение структуры агрессивного портфеля). Относительная стабильность структуры обеспечивается как за счет ограничений по ликвидности (часто оптимальной долей оказывается значение на границе ликвидности), так и за счет стабильности доходности финансовых инструментов.

Для оценки эффективности действующей структуры портфеля проведено сопоставление значений целевой функции оптимального и сформированного портфелей всех типов (рис.4. - коэффициент У. Шарпа для агрессивного портфеля). Значительные отклонения свидетельствуют об изменении доходности, волатильности и смене

трендов в периоде, что приводит к ухудшению структуры сформированного портфеля и требует управления им.

Таблица 3.

Требования домохозяйств к ликвидности портфеля для имитационной модели

Сберегательный портфель	Сберегательно-инвестиционный портфель		
	Консервативный	Умеренный	Агрессивный
1. иностранная валюта $0 \leq x_j \leq 50\%$	1. иностранная валюта $0 \leq x_j \leq 40\%$	1. иностранная валюта $0 \leq x_j \leq 20\%$	1. иностранная валюта $0 \leq x_j \leq 20\%$
2. депозиты в рублях $20\% \leq x_j \leq 40\%$	2. депозиты в рублях $20\% \leq x_j \leq 40\%$	2. депозиты в рублях $20\% \leq x_j \leq 30\%$	2. депозиты в рублях $10\% \leq x_j \leq 15\%$
3. депозиты в валюте $20\% \leq x_j \leq 70\%$	3. депозиты в валюте $0 \leq x_j \leq 30\%$	3. депозиты в валюте $0 \leq x_j \leq 20\%$	3. депозиты в валюте $0 \leq x_j \leq 20\%$
4. ОГСЗ $0 \leq x_j \leq 40\%$	4. ОГСЗ $0 \leq x_j \leq 30\%$	4. ОГСЗ $0 \leq x_j \leq 20\%$	4. ОГСЗ $0 \leq x_j \leq 20\%$
	5. недвижимость $0 \leq x_j \leq 12\%$	5. недвижимость $0 \leq x_j \leq 20\%$	5. недвижимость $0 \leq x_j \leq 20\%$
	6. паи ПФОв $0 \leq x_j \leq 12\%$	6. паи ПФОв $0 \leq x_j \leq 20\%$	6. паи ПФОв $0 \leq x_j \leq 40\%$
	7. драгоценные металлы $0 \leq x_j \leq 12\%$	7. драгоценные металлы $0 \leq x_j \leq 20\%$	7. драгоценные металлы $0 \leq x_j \leq 40\%$
	8. корпоративные облигации $0 \leq x_j \leq 12\%$	8. корпоративные облигации $0 \leq x_j \leq 20\%$	8. корпоративные облигации $0 \leq x_j \leq 20\%$
	9. акции $0 \leq x_j \leq 12\%$	9. акции $0 \leq x_j \leq 20\%$	9. акции $0 \leq x_j \leq 20\%$

5. Разработана методика управления сберегательным и сберегательно-инвестиционными портфелями, включающая пороги чувствительности по доходности, риску и соотношению доходность/риск.

На этапе оптимизации структуры сформированного портфеля домохозяйство учитывает рыночные тренды предыдущего периода и «доверяет» им в пределах какого-то интервала времени в будущем. С течением времени домохозяйства сталкиваются с нестабильностью финансовых рынков и институциональной среды, появлением новых инструментов и исчезновением старых, что все больше отклоняет их портфельный выбор от оптимального. Поэтому важным является обоснование сроков пересмотра портфеля. Нами предложены два подхода к решению этого вопроса.

1. *Технический подход.* Специалисты считают, что для профессиональных брокеров после формирования портфеля необходимо не реже одного раза в месяц осуществлять финансовый анализ его состава и структуры. Для домохозяйства, на наш взгляд, минимальный срок пересмотра портфеля может быть определен как 3 месяца – тот период, когда можно, во-первых, получить доход по банковскому вкладу, во-вторых, накопить необходимую сумму денег для доформирования портфеля.

2. *Аналитический подход.* Момент кардинального пересмотра портфеля определяется достижением некой психологической отметки, назовем ее линией стоп-приказа, ограничивающий зону удовлетворительности инструмента или портфеля в целом. Однако и при выходе за эту границу домохозяйство, в силу инерционности, склонно к выжиданию в течение некоторого периода времени и наблюдению за трендом. Это наиболее характерно для иностранной валюты и недвижимости.

Сберегательный портфель домохозяйства. Линией стоп-приказа будет максимально допустимое значение риска (рис. 5). Определим его как медианное значение риска оптимального сберегательного портфеля за 2 года.

Сберегательно-инвестиционный портфель домохозяйства.

1 вариант. *Агрессивный тип портфеля.* Аналогично расчетам по сберегательному портфелю, установим линию стоп-приказа на уровне медианного значения коэффициента Шарпа оптимального портфеля $SR=7,53$, что в среднем означает принятие высокого уровня риска. У агрессивного портфеля момент пересмотра будет определяться также пересечением линии-медианы доходности за период.

2 вариант. *Умеренный тип портфеля.* Сбалансированность этого типа портфеля предполагает, что домохозяйство более чувствительно к изменениям соотношения доходность/риск. Линия стоп-приказа оказывается выше, чем при агрессивной стратегии (значение медианы коэффициента Шарпа составляет 14,9).

3 вариант. *Консервативный тип портфеля.* Основная характеристика этого типа портфеля – невысокий риск, домохозяйства сильно чувствительны к снижению коэффициента Шарпа, медиана которого составляет 24,5.

Сопоставление динамики целевого параметра реального портфеля с линией стоп-приказа позволяет выявить продолжительность доверительного интервала, когда сформированный портфель является удовлетворительным. Согласно расчетам, для сберегательного портфеля и консервативного типа сберегательно-инвестиционного портфеля она составляет более 1,5 лет, для умеренного типа портфеля – 1 год, для агрессивного типа портфеля – 6-8 месяцев. В период повышенной нестабильности доверительный интервал сокращается до 1,5-2 месяцев, увеличение волатильности и смена тренда делают необходимым более частый пересмотр сберегательно-инвестиционного решения.

В силу изменчивости рыночной конъюнктуры риск оптимального портфеля при заданных ограничениях по ликвидности может превысить пороговые значения. В этом случае домохозяйство стоит перед выбором: 1) пересмотреть отношение к риску и поднять линию стоп-приказа; 2) изменить ограничения по ликвидности, установленные для финансовых инструментов.

6. Выработаны рекомендации относительно формирования сберегательно-инвестиционного портфеля с удовлетворительной, а не оптимальной структурой.

Анализ трех типов портфеля предполагает сопоставление их по доходности и риску. Рис. 6 показывает более высокую волатильность доходности реального портфеля агрессивного типа, что вызвано как значительной долей в нем рискованных инвестиционных инструментов, так и большей подвижностью структуры. Доходность консервативного типа портфеля находилась преимущественно в положительной зоне и изменялась в меньшей степени. В период роста неопределенности он приносил более высокую доходность, чем другие типы портфеля. В период нестабильности для домохозяйства рекомендуется пересмотр внутренней структуры агрессивного типа портфеля (табл. 3) и перевод некоторых инструментов (например, иностранной валюты) из разряда сберегательных в инвестиционные. Анализ структуры оптимального портфеля с 09.01.2007 по 31.03.2009 выявил также диапазон изменения долей финансовых инструментов, характеризующих конкретные типы портфелей и сделать рекомендации по формированию структуры портфелей разных типов (табл. 4).

1. В сберегательном портфеле домохозяйству для минимизации риска целесообразно поддерживать стабильный процент рублевых депозитов, так как рассеивание вокруг данного значения минимально, а также необходимо равномерно диверсифицировать сбережения по видам иностранной валюты.

2. В сберегательно-инвестиционном портфеле всех типов важно проводить независимый анализ сберегательного и инвестиционного субпортфелей.

А) в сберегательном субпортфеле агрессивного типа портфеля наиболее часто встречающимся распределением стало: 10% - евро, 0% - доллар, 20% - рублевые депозиты. В инвестиционном субпортфеле показатель моды свидетельствует о приоритетности вложений в недвижимость, золото и корпоративные облигации над акциями и паями ПИФа.

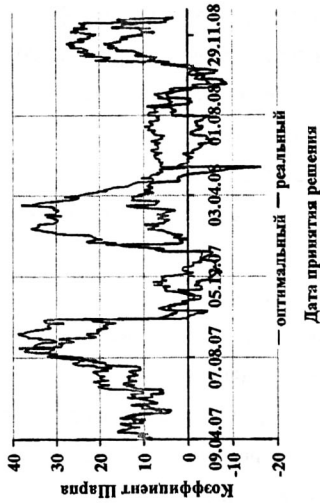


Рис. 4. Динамика трехмесячного скользящего коэффициента Шарпа оптимального и реального сберегательно-инвестиционного портфелей (Агрессивный тип)

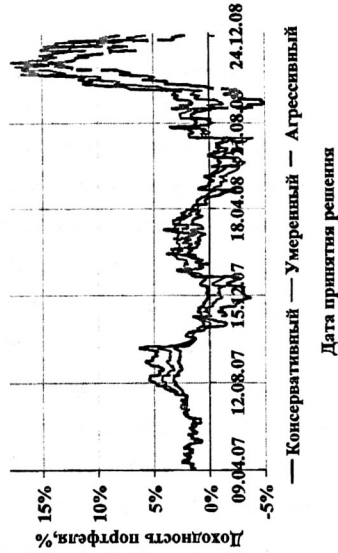


Рис. 6. Динамика доходности консервативного, умеренного и агрессивного типов сберегательно-инвестиционного портфеля в период с 01.01.2007 по 31.03.2009

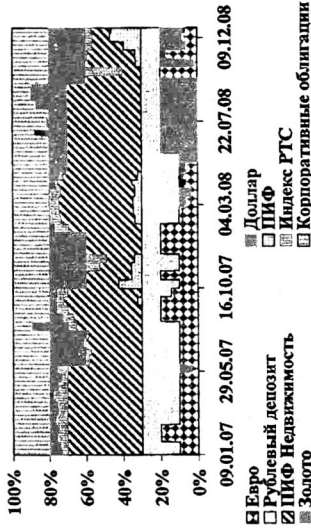


Рис. 3. Изменение структуры оптимального сберегательно-инвестиционного портфеля (Агрессивный тип)

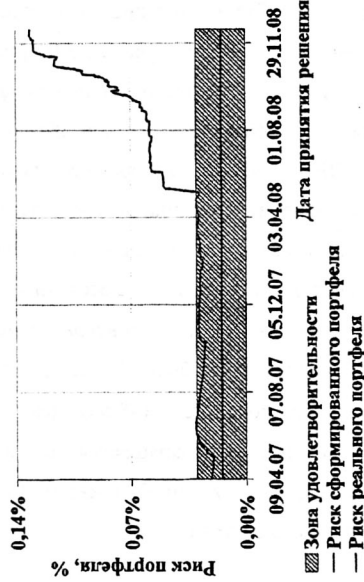


Рис. 5. Динамика риска сберегательного портфеля в сравнении с линией стоп-приказа при стабильной структуре

Б) особенности умеренного типа портфеля следующие: меньший риск портфеля обеспечивается большей степенью диверсификации; доля волатильных инструментов ниже (например, мода золота 15% при 20% для агрессивного типа портфеля); интервал колебания доли облигаций сократился с 10% до 5%.

В) безопасность консервативного типа сберегательно-инвестиционного портфеля на 70% обеспечивается его сберегательным субпортфелем с основной структурой: 10% - евро, 0% - доллар, 60% - рублевые депозиты, а также сбалансированной структурой инвестиционного субпортфеля. В данном типе приоритетным над акциями становится покупка паев ПИФов (более широкий диапазон колебания).

Таблица 4.

Диапазон колебаний оптимальной доли финансовых инструментов в портфелях

Инструменты	Евро	Доллар	Рублевые депозиты	Паи ПИФов	Недвижимость	Акции	Золото (ОМС*)	Корпоративные облигации
Сберегательный портфель:								
Среднее	17%	13%	70%					
Медиана	17%	14%	70%					
Мода	15%	15%	70%					
Минимум	13%	9%	70%					
Максимум	21%	17%	70%					
Сберегательно-инвестиционный портфель:								
Агрессивный тип								
Среднее	10%	5%	15%	2%	34%	4%	12%	19%
Медиана	10%	0%	16%	0%	40%	3%	10%	20%
Мода	10%	0%	20%	0%	40%	0%	20%	20%
Минимум	0%	0%	10%	0%	9%	0%	0%	10%
Максимум	20%	20%	20%	17%	40%	20%	20%	20%
Умеренный тип								
Среднее	11%	10%	29%	1%	19%	3%	8%	20%
Медиана	10%	5%	30%	0%	20%	3%	7%	20%
Мода	0%	0%	40%	0%	20%	0%	15%	20%
Минимум	0%	0%	15%	0%	3%	0%	0%	15%
Максимум	30%	30%	40%	11%	20%	6%	15%	20%
Консервативный тип								
Среднее	10%	10%	50%	1%	10%	2%	6%	12%
Медиана	10%	3%	60%	0%	12%	1%	6%	12%
Мода	10%	0%	60%	0%	12%	0%	12%	12%
Минимум	0%	0%	20%	0%	0%	0%	0%	6%
Максимум	40%	40%	60%	6%	12%	3%	12%	12%

* ОМС – обозначенные металлические счета.

Таким образом, формирование сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства зависит от его мотивов, целей, характеристик институциональной среды и состояния финансовых рынков. Особенности домохозяйств обуславливают их предпочтения относительно сочетания сберегательных и инвестиционных стратегий, по

сравнению с комбинированием инвестиционных и спекулятивных стратегий профессиональными инвесторами. Выработка правил и стандартов поведения домохозяйств позволяет им снизить транзакционные издержки при формировании и управлении сберегательно-инвестиционным портфелем.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Публикации в изданиях, рекомендованных ВАК

1. Данилова, М.Н. Связи с инвесторами как способ преодоления асимметрии информации между агентами и принципалами / М.Н. Данилова // *Финансы и кредит*. – 2009. – №2(338). – С. 64-71. – 1,0 п.л. (вклад соискателя 1,0 п.л.)
2. Данилова, М.Н. Сравнительный анализ финансовых инструментов как объектов инвестиционных вложений домохозяйств / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // *Финансы и кредит*. – 2007. – №38(278). – С.7-17. – 1,6 п.л. (вклад соискателя 1,0 п.л.)
3. Данилова, М.Н. Институциональный аспект сберегательных решений населения / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // *Финансы и кредит*. – 2006. – №12(216). – С. 14-24. – 1,3 п.л. (вклад соискателя 1,0 п.л.)

Прочие публикации

4. Данилова, М.Н. Влияние финансовой глобализации на финансовый рынок России / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // *Экономика России в меняющемся мире: Сборник научных статей* / Под. ред. Л.В. Новокшионовой. – Нижний Новгород: Изд-во Нижегородского государственного университета, 2009. – С. 424-431. (0,75 п.л., авт. 0,5 п.л.)
5. Данилова, М.Н. Границы применимости классической парадигмы в портфельном инвестировании российских домохозяйств / М.Н. Данилова // *Российские регионы на современном этапе: культура, политика, экономика, управление. Материалы V региональной научно-практической конференции*. – Чебоксары: «Новое Время», 2009. – С. 307-312 (0,4 п.л., авт. 0,4 п.л.)
6. Данилова, М.Н. Основы формирования оптимального сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйства / М.Н. Данилова // *Электронный научный журнал «Вестник ВВАГС»*. – 2009. – №3. – http://nauka.vvags.ru/index.php?name=art&a=r_art&id=158 (1,0 п.л., авт. 1,0 п.л.)
7. Данилова, М.Н. Риск банков США на срочном рынке / М.Н. Данилова // *Труды молодых ученых и аспирантов*. – Вып. 8 / Науч. ред. А.В. Дахин; сост. А.Н. Сидоров. – Н. Новгород: Изд-во Волго-Вятской академии государственной службы, 2009. – С. 29-32. (0,4 п.л., авт. 0,4 п.л.)
8. Данилова, М.Н. Сбережения населения – уникальный ресурс экономического роста / М.Н. Данилова // *Сборник "Россия: общество, экономика, место в современном мире. т.6.* – М.: ИНИОН РАН, 2009. <http://www.rkpr.inion.ru/inion/items.html?page=4&category=100002652> (0,6 п.л., авт. 0,6 п.л.)
9. Данилова, М.Н. Финансовая нестабильность как фактор торможения инновационного развития экономики России / М.Н. Данилова // *Материалы Международной научно-практической конференции (Нижний Новгород 22-23 апреля 2009 г.)* – Н.Новгород: Нижегородский госуниверситет им. Н. Лобачевского, 2009. – С. 110-112 (0,2 п.л., авт. 0,2 п.л.)
10. Данилова, М.Н. Особенности сберегательно-инвестиционного портфеля домохозяйств / М.Н. Данилова // *Материалы региональной научно-практической конференции* – Чебоксары, 2008. – С. 257-262 (0,4 п.л., авт. 0,4 п.л.)
11. Данилова, М.Н. Анализ доходности финансовых инструментов и процедура их оптимального использования индивидуальными инвесторами / М.Н. Данилова // *Материалы*

- VI конференции «Человек и общество в противоречиях и согласиях» - Нижний Новгород, 2007. – С. 69-73 (0,4 п.л., авт. 0,4 п.л.)
12. Данилова, М.Н. Банковская система как государственный институт регулирования экономического роста / М.Н. Данилова // Материалы студенческой конференции «Студенческий гений – 2007» – Нижний Новгород: Департамент образования Нижегородской области, Московский гуманитарно-экономический институт, Нижегородский филиал Московского гуманитарно-экономического института, 2007. – С. 128-131 (0,3 п.л., авт. 0,3 п.л.)
 13. Данилова, М.Н. Влияние финансовых посредников на уровень благосостояния населения / М.Н. Данилова // Материалы международной конференции - Екатеринбург, 2007. – С. 197-202 (0,45 п.л., авт. 0,45 п.л.)
 14. Данилова, М.Н. Особенности банковского кредитования в теории финансового посредничества / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // Материалы международной конференции, посвященной 90-летию ННГУ – Нижний Новгород, 2007. – С. 177-179 (0,2 п.л., авт. 0,1 п.л.)
 15. Данилова, М.Н. Роль кредитных организаций на срочном рынке России / М.Н. Данилова // Материалы Всероссийской научно-практической студенческой конференции на тему. – Екатеринбург: УРАГС, 2007. - С. 99-102 (0,3 п.л., авт. 0,3 п.л.)
 16. Данилова, М.Н. Фьючерсные опционы как инструмент долгосрочного финансирования российских компаний / М.Н. Данилова // Материалы III региональной научно-практической конференции «Управление развитием региона: традиции и инновации» - Чебоксары, 2007. – С. 243-246 (0,25 п.л., авт. 0,25 п.л.)
 17. Данилова, М.Н. Направления размещения средств паевого инвестиционного фонда (на примере фонда «Дружина» УК «Тройка Диалог» / М.Н. Данилова // Материалы студенческой конференции «Студенческий гений – 2006» - Нижний Новгород: Департамент образования Нижегородской области, Московский гуманитарно-экономический институт, Нижегородский филиал Московского гуманитарно-экономического института, 2006. – С.264-270 (0,4 п.л., авт. 0,4 п.л.)
 18. Данилова, М.Н. Решение проблемы экономического роста в свете реализации национального проекта «Образование» (на примере Нижегородской области / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // Международная конференция «Современный этап реформирования российской системы государственной власти и местного самоуправления» - Екатеринбург: УРАГС, 2006. – С. 140-144 (0,5 п.л., авт. 0,3 п.л.)
 19. Данилова, М.Н. Стратегическое управление сберегательным потенциалом населения региона / М.Н. Данилова // Материалы II региональной научно-практической конференции – Чебоксары: Новое время, 2006. – С.152-156 (0,3 п.л., авт. 0,3 п.л.)
 20. Данилова, М.Н. Стратегия поиска инвестиционного решения / М.Н. Данилова, Т.Н. Данилова // Экономический анализ. – 2006. - 15(72). – С. 11-20 (1,3 п.л., авт. 1,0 п.л.)
 21. Данилова, М.Н. Влияние инфляции на сбережения населения / М.Н. Данилова // Вестник научного студенческого общества – Нижний Новгород: Волго-Вятская академия государственной службы, 2005. – С. 54-57 (0,2 п.л., авт. 0,2 п.л.)
 22. Данилова, М.Н. Влияние сбережений населения на экономический рост / М.Н. Данилова // Вольное экономическое общество, 2005. – С. 194-207. (Публикация работ победителей всероссийского конкурса научных работ «Экономический рост России») (1,6 п.л., авт. 1,6 п.л.)
 23. Данилова, М.Н. Институциональный аспект инфляционного процесса / М.Н. Данилова // Вестник научного студенческого общества – Нижний Новгород: Волго-Вятская академия государственной службы, 2005. - С.87-91 (0,2 п.л., авт. 0,2 п.л.)

Отпечатано с готового оригинала-макета в ООП Волго-Вятской академии гос. службы

Лицензия ИД №04568 от 20 апреля 2001 г.

Лицензия ПД №18-0140 от 8 октября 2001 г.

Подписано в печать 25.01.10.

Формат 60×84/16. Печать офсетная. Бумага офсетная.

Уч.-изд. л. 1,0. Тираж 120 экз. Зак. 5835.

Издательство Волго-Вятской академии государственной службы

603950, Нижний Новгород-292, пр. Гагарина, 46

тел./факс: (831) 412-33-01

102