РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО
Том 19 • Номер 4 • апрель 2018
ISSN 1994-6937
Russian Journal of Entrepreneurship
издательство Креативная экономика

Факторы и тенденции развития финансового посредничества

Бурлачков В.К.[1], ***Иволгина Н.В.***[2], ***Никитина С.А.***[3]

[1] Московский государственный институт международных отношений (МГИМО) (Университет) МИД России, Москва, Россия

[2] Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Москва, Россия

[3] Институт экономики РАН, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ:

Эффективное финансовое посредничество является обязательным условием развития современной экономики и активно исследуется учеными разных стран. Такое посредничество определяется в проведенном исследовании как специфическая предпринимательская деятельность, состоящая в трансформации временно свободных денежных средств в кредитные ресурсы. Научной новизной статьи является определение и характеристика зависимости развития финансового посредничества от состояния макроэкономической сферы и применения финансовых инноваций. Финансовое посредничество снижается в условиях падения реальных процентных ставок, а также вследствие использования взаимного кредитования. Анализ современных тенденций развития финансового посредничества представляет интерес для разработчиков макроэкономической политики, финансовых аналитиков, частных и институциональных инвесторов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: финансовое посредничество, финансовые инновации; асимметричность рыночной информации; теневой банкинг, равноправное кредитование.

Factors and trends in the development of financial intermediation

Burlachkov V.K.[1], ***Ivolgina N.V.***[2], ***Nikitina S.A.***[3]

[1] Moscow State Institute of International Relations (MGIMO), Russia

[2] Plekhanov Russian University of Economics, Russia

[3] Institute of Economics. Russian Academy of Sciences (RAS), Russia

Введение

Финансовое посредничество – это специфическая предпринимательская деятельность, состоящая в трансформации временно свободных денежных ресурсов домашних хозяйств и бизнес-структур в кредиты, используемые в том числе на инвестиционные цели [15, 16, 19, 21] (*Allen, Santomero,* 1997; *Bhattacharya, Thakor,* 1993; *Leland, Pyle,* 1977; *Schottens, Dick van Wensveen,* 2003).

Исторически первой формой финансового посредничества было меняльное дело. Следующим этапом развития этой формы предпринимательской деятельности стало банковское дело, состоящее в при-

влечении вкладов клиентуры с выплатой процента и трансформации этих ресурсов в кредиты.

Цель статьи – выявление роли финансового посредничества в современной экономике, определении факторов, современных особенностей, тенденций его эволюции.

Научная новизна статьи состоит в выявлении тенденций развития финансового посредничества, установлении их зависимости от изменения макроэкономической динамики и применения финансовых инноваций.

Авторским вкладом являются выводы о снижении масштабов финансового посредничества в условиях инфляции и расширении финансового посредничества при использовании финансовых инноваций, в частности, взаимного кредитования и криптовалют.

Несмотря на долгую историю, финансовое посредничество стало объектом экономического анализа относительно недавно, в 1960 г. в работе Дж. Герли и Э. Шоу [18] (*Gurly, Shaw,* 1960). Указанные авторы раскрыли специфику посреднической деятельности и ее значение для функционирования современной экономики. Относительно завершенный вид теория финансового посредничества приобрела в исследовании Р. Мертона [20] (*Merton,* 1995). Значение работы этого автора состоит в переходе от анализа институтов, действующих в сфере финансового посредничества, к изучению функций финансовых посредников, их значению для устойчивого функционирования финансовой сферы. По мнению Р. Мертона: «Альтернативой институциональному подходу является функциональная перспектива. Она принимает за данность эконо-

ABSTRACT:

Effective financial intermediation is an indispensable condition for the development of the modern economy and is actively being studies by scientists of different countries. The paper defines such intermediation as a specific entrepreneurial activity involving the transformation of temporarily free cash assets into credit resources. The scientific novelty of the article is the definition and description of the dependence of the development of financial intermediation on the state of macroeconomic sphere and the application of financial innovations. Financial intermediation is declining in an environment of declining real interest rates, and due to the use of mutual lending. Analysis of current trends in the development of financial intermediation is of interest to developers of macroeconomic policy, financial analysts, private and institutional investors.

KEYWORDS: financial intermediation, financial innovations; market information asymmetry; shadow banking, equitable lending

JEL Classification: G20, G21, G29 **Received: 15.03.2018 / Published: 30.04.2018**

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Burlachkov V.K. (vkburl@gmail.com)

CITATION:

Burlachkov V.K., Ivolgina N.V., Nikitina S.A. (2018) Faktory i tendentsii razvitiya finansovogo posrednichestva [Factors and trends in the development of financial intermediation]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 19. (4). – 1123-1134. doi: 10.18334/rp.19.4.38988

мические функции, выполняемые финансовыми посредниками, и ставит вопрос о том, какая институциональная структура является лучшей для выполнения соответствующих функций. В отличие от институционального подхода функциональный подход не ставит вопрос о том, какие из существующих институтов – операционные или регуляторные – должны быть обязательно сохранены» [20] (*Merton,* 1995).

В работе Р. Мертона отмечается, что финансовые функции являются более стабильными, чем финансовые институты, то есть функции меньше изменяются во времени и меньше различаются по странам, а конкуренция вызывает изменения в институциональной структуре и предопределяет ее эволюцию в направлении повышения эффективности финансовой системы.

Первичной, то есть базовой функцией финансовой системы Р. Мертон считает перераспределение и использование финансовых ресурсов. Реализация этой базовой функции предполагает выполнение операционных функций финансовой системы, из которых следует, по мнению Р. Мертона, необходимость наличия такого звена финансовой системы, как финансовое посредничество.

К операционным функциям финансовой системы относятся: 1) проведение платежей; 2) аккумулирование финансовых ресурсов; 3) перераспределение финансовых ресурсов; 4) управление рисками; 5) предоставление ценовой информации; 6) противодействие эффекту асимметричности рыночной информации. Реализация каждой из этих функций предопределяет необходимость наличия в финансовой системе специализированных финансовых посредников, обеспечивающих заключение и реализацию особого класса сделок с рыночными инструментами [1, 8, 9] (*Abramova,* 2014; *Zverkov,* 2013; *Zverkov,* 2014).

Финансовое посредничество в современной экономике

Современный этап развития финансового посредничества связан с появлением венчурного инвестирования и широкого применения инновационных технологий с использованием интернета. Новые явления в финансовой сфере, с одной стороны, значительно изменили деятельность традиционных финансовых посредников, в

ОБ АВТОРАХ:

Бурлачков Владимир Константинович, профессор кафедры международных финансов МГИМО МИД России, главный научный сотрудник Института экономики РАН, доктор экономических наук, профессор (vkburl@gmail.com)

Иволгина Наталья Владимировна, доцент кафедры финансов и цен, кандидат экономических наук, доцент (ivolgina.NV@rea.ru)

Никитина Светлана Алексеевна, младший научный сотрудник (s.veta.nikitina@yandex.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Бурлачков В.К., Иволгина Н.В., Никитина С.А. Факторы и тенденции развития финансового посредничества // Российское предпринимательство. – 2018. – Том 19. – № 4. – С. 1123-1134. doi: 10.18334/rp.19.4.38988

частности, коммерческих банков и брокерских контор, а с другой стороны, предопределили появление новых субъектов посреднической деятельности – финансово-технологических компаний (финтех-компаний); финансовых супермаркетов, площадок по торговле дебиторской задолженностью. Вместе с тем именно широкое применение новых технологий предопределило тенденцию к развитию прямых контактов между собственниками финансовых ресурсов и их потенциальными пользователями без участия посредников. Очевидно, что такая тенденция способна снизить масштабы посреднических операций в современной экономике.

К факторам развития финансового посредничества относятся эффект асимметричности рыночной информации; минимизация операционных издержек; минимизация рисков размещения денежных средств в финансовой системе.

Эффект асимметричности рыночной информации является важной особенностью современной экономики. Он выражается в неравной доступности данных о факторах формирования цен для продавцов и покупателей [14] (*Akerloff*, 1970).

Проблема асимметричности информации также существует во взаимоотношениях между сберегателями, формирующими денежные накопления, и бизнес-структурами, нуждающимися в финансовых ресурсах для реализации инвестиционных проектов. Очевидно, что конкретные сберегатели испытывают существенные трудности при оценке будущих доходов от планируемых бизнес-структурами инвестиций. Для них фактически недоступны дорогостоящие экспертизы оценки планируемых инвестиционных проектов. Но такие затраты способны осуществить банки как посредники между сберегателями и компаниями-инвесторами. Однако даже в случае наличия коммерческого банка как посреднического звена риск не исчезает полностью. Это связано с тем, что возможности банков по оценке будущей доходности конкретных инвестиционных проектов также связаны с асимметричностью информации – в данном случае между получателем кредита и банком. Эта асимметричность определяется, во-первых, неполнотой информации, предоставляемой банку потенциальным заемщиком; во-вторых, изменчивостью как макроэкономической ситуации, так и конъюнктуры конкретных товарных рынков. Важно учитывать, что изменения могут происходить не только вследствие усиления или ослабления факторов, обычных для таких сфер экономики, но и появления новых факторов, предопределяемых созданием современных технологий, расширением сфер применения конкретных изделий, увеличением емкости рынков сбыта.

Асимметричность информации значительно повышает вероятность ошибочной оценки коммерческим банком перспектив реализации конкретного инвестиционного проекта. В этом случае может произойти реализация кредитного риска, и заемные средства не будут возвращены банку с уплатой процентных платежей. Увеличение риска, связанного с предоставлением кредита, заставляет коммерческий банк повышать процентные ставки. Такой метод снижения кредитного риска обусловливает

уменьшение рентабельности реализуемого инвестиционного проекта для получателя кредита. В результате увеличиваются риски невыплаты процентного дохода и невозврата кредита.

Эффект асимметричности информации также проявляется на стадии использования заемщиком полученного им кредита. Привлеченные кредитные ресурсы могут быть использованы их получателем недостаточно эффективно, без должной осмотрительности, а также в условиях кардинально изменившейся рыночной ситуации, например, при значительной турбулентности, означающей неустойчивость рыночных показателей, в частности, платежеспособного спроса [4] (*Burlatchkov,* 2012]. В таких условиях заемщик может оказаться временно неплатежеспособным и даже потерпеть банкротство с соответствующими потерями для банка-кредитора.

Коммерческие банки как финансовые посредники имеют право осуществлять контроль над получателями кредитных ресурсов, в частности, отслеживать обоснованность платежей и масштабы входящих, то есть поступающих на расчетные счета заемщиков денежных потоков. Наличие у банков таких возможностей обеспечивает им значительные конкурентные преимущества перед участниками финансового рынка, предлагающими потенциальным инвесторам долговые ценные бумаги. Но более высокие риски, связанные с вложениями в долговые бумаги, учитываются в процентных ставках и, соответственно, обеспечивают владельцам более высокую доходность по сравнению с банковскими депозитами.

Снижение эффекта асимметричности информации является важным условием повышения финансовой устойчивости бизнес-структур. В частности, сам факт привлечения конкретной компанией кредита крупного коммерческого банка, способного изучить значительный объем данных о результатах и перспективах деятельности конкретной компании, обычно влечет упрощение ее доступа к ресурсам других финансовых посредников [10] (*Kusserg,* 2001).

Эффект асимметричности рыночной информации означает наличие на финансовом рынке двух групп участников: обладающих необходимой информацией о текущей рыночной конъюнктуре и формировании ценовой динамики и не обладающих такой информацией. Соответственно, повышение эффективности функционирования рынка и стабильность процессов ценообразования предопределяется устойчивостью процессов передачи рыночной информации от первой из указанных выше групп участников ко второй.

Действия информированных участников финансового рынка отражаются в динамике цен обращающихся на этом рынке активов. Следовательно, неинформированные участники способны получать необходимые сведения из анализа действий информированных участников. Но очевидно, что динамика валютных курсов и биржевых котировок содержит лишь информацию о факторах и тенденциях, которые проявились на конкретном сегменте финансового рынка в прошедшем периоде. Этих

данных явно недостаточно для принятия решений о заключении рыночных сделок в текущем периоде. Установление этого факта позволило С. Гроссману и Дж. Стиглицу сделать вывод о том, что динамика рыночных цен не позволяет неинформированным участникам рынков получать полную информацию о состоянии рыночной конъюнктуры (*Grossman, Stigliz, 1980*). Следовательно, доступность информации и снижение издержек, связанных с ее получением, увеличивают количество информированных участников рынков, способных применять эффективные управленческие решения в конкретных конъюнктурных условиях.

Помимо эффекта асимметричности рыночной информации фактором развития системы финансового посредничества является минимизация операционных издержек, связанных с проведением финансовых операций. Минимизация издержек обеспечивается, прежде всего, увеличением посреднических операций. При проведении таких операций применяются стандартизированные методы и процедуры, позволяющие сокращать текущие затраты.

Важным фактором развития финансового посредничества является минимизация хозяйствующими субъектами рисков размещения денежных средств в финансовой системе. Это направление управления активами обеспечивает оптимизацию соотношения «риск – доходность» как условие достижения максимальной прибыли в течение делового цикла, характеризующегося сменой трендов экономической конъюнктуры.

Современными особенностями финансового посредничества являются процикличность; зависимость от глобальных экономических процессов; подверженность регуляторному арбитражу.

Процикличность финансового посредничества проявляется в его широком распространении в периоды экономических подъемов. Увеличение спроса на финансовые ресурсы предопределяет интенсификацию процессов их перераспределения. В этих условиях, в частности, увеличиваются операции с долговыми ценными бумагами на рынке капитала.

Зависимость от глобальных экономических процессов как особенность финансового посредничества связана с межстрановым и межрегиональным перераспределением финансовых ресурсов. В частности, значительные финансовые ресурсы, накопленные в странах с профицитами платежных балансов, в результате посреднических операций поступают в страны, испытывающие нехватку финансовых ресурсов для финансирования дефицитов платежных балансов.

Подверженность регуляторному арбитражу как современная особенность финансового посредничества состоит в том, что основные тенденции, проявляющиеся в данной сфере, находятся под значительным влиянием различий в регулировании финансовых отношений в конкретных странах. Использование конкретными странами более либеральных режимов регулирования финансового посредничества приводит к поступлению финансовых ресурсов в эти страны из государств с относительно жесткими регуляторными режимами.

Тенденции эволюции финансового посредничества и его роль в современной экономике

В развитых экономиках сформировалась достаточно сложная система финансового посредничества, включающая коммерческие банки, финансовые компании, паевые фонды, кредитные союзы, ссудо-сберегательные ассоциации. К финансовым посредникам могут быть отнесены страховые компании. В своей финансовой деятельности они осуществляют трансформацию фондов денежных средств в средне- и долгосрочные инвестиции.

Большой научный интерес представляет выявление причин снижения финансового посредничества при усилении инфляционного процесса и, наоборот, расширения такого посредничества в условиях широкого применения финансовых инноваций.

При усилении инфляционного процесса происходит не только падение активности посреднических структур, но и может наблюдаться явление, получившее название «отказ от финансового посредничества» («financial disintermediation»). Это явление состоит в самостоятельном заключении экономическими агентами – владельцами сбережений сделок по размещению ресурсов в рыночные финансовые инструменты. Самостоятельное приобретение финансовых инструментов становится выгодным для экономических агентов в периоды значительного расхождения доходности финансовых инструментов, приобретаемых через посредников, и самостоятельного заключения рыночных сделок с учетом связанных с такими сделками рисков. В частности, при существенных различиях между ставкой по банковскому депозиту и доходностью государственных облигаций экономические агенты предпочитают вкладывать сбережения в ценные бумаги и, соответственно, отказываются от услуг финансовых посредников.

Тенденция к снижению масштабов финансового посредничества возникает в условиях усиления инфляционных тенденций. В такой макроэкономической ситуации наблюдается снижение реальных процентных ставок. Поэтому экономические агенты воздерживаются от размещения своих сбережений у финансовых посредников на относительно длительный период и предпочитают самостоятельно приобретать финансовые инструменты с коротким периодом обращения. Но в условиях дефляционных тенденций экономические агенты заинтересованы размещать ресурсы на относительно длительные периоды. В этом случае их действия определяются ожиданиями снижения центральными банками процентных ставок в целях стимулирования платежеспособного спроса для предотвращения понижательной ценовой динамики [2, 3, 6, 11] (*Burlatckov,* 2002; *Burlatckov,* 2012; *Gaydzhari, Kheyfets, Simonov i dr, 2011; Valentey, Belozerova, Bushmin, Burlachkov, Bukhvald, Gagarina i dr., 2015*).

Формой финансового посредничества является секъюритизация финансовых активов. Наибольшее распространение она получила в период, предшествовавший миро-

вому финансовому кризису 2007–2009 гг. Секъюритизация – это передача активов и, соответственно, кредитного риска с балансов коммерческих банков на балансы других финансовых организаций через особое юридическое лицо – структуру специального назначения (ССН) (special purpose veicle). ССН – это посредник, создаваемый другим посредником (банком). Секъюритизация позволяет кредитным организациям дешевле привлекать дополнительные ресурсы и одновременно снижать кредитные риски, передавая их прочим участникам финансового рынка. Главной проблемой секъюритизации как формы посреднической деятельности является обоснованность оценки рисков секъюритизируемых активов. Вместе с тем эта форма посреднической деятельности имеет перспективы использования для привлечения дополнительного финансирования.

Быстро развивающейся формой посреднической деятельности в современных условиях является теневой банкинг, то есть осуществление финансовых операций в сферах, не подпадающих под прямое регулирование уполномоченных органов государственного управления [5, 7, 12] (*Dvoretskaya,* 2013; *Egorov,* 2010; *Usoskin,* 2016). Такие сферы обнаруживаются чаще всего в результате введения финансовых инноваций. В данном случае использование инновационных продуктов и процедур состоит в преодолении регуляторных барьеров и часто приводит к негативным последствиям для финансовой стабильности в национальной экономике. В теневом банкинге активно участвуют хедж-фонды, дилерские и брокерские компании, инвестиционные и венчурные фонды.

Развитие интернет-технологий, появление финансово-технологических компаний создали качественно новые условия для финансовой деятельности [13] (*Usoskin, Beloysova, Kozir,* 2017). Использование таких технологий обусловило возможность установления непосредственных взаимосвязей между потенциальными кредиторами, располагающими финансовыми ресурсами, и заемщиками – бизнес-структурами, частными предпринимателями, домашними хозяйствами, заинтересованными в привлечении кредитов. Новые технологии позволяют осуществлять так называемое «равноправное кредитование», при котором заемщик находит кредитора на интернет-платформе без участия посредников и проводит непосредственно с ним переговоры об условиях кредитного договора. Возможности развития этого вида кредитования могут быть расширены при использовании технологии блокчейн и применении криптовалют, эмитированных государственными структурами.

Таким образом, тенденция к снижению финансового посредничества возникает в условиях усиления инфляционного процесса вследствие падения реальных процентных ставок, а тенденция к усилению такого посредничества является результатом широкого применения финансовых инноваций, в том числе взаимного кредитования с использованием интернет-платформ, а также криптовалют, применяемых при предоставлении займов.

Заключение

Финансовое посредничество позволяет обеспечивать интересы владельцев свободных денежных средств и экономических агентов (бизнес-структур, индивидуальных предпринимателей, домашних хозяйств), заинтересованных в привлечении кредитных ресурсов.

Относительная стабильность макроэкономической ситуации и, в частности, низкая инфляция способствуют расширению сферы финансового посредничества. Развитие финансовых инноваций создает условия для роста операций взаимного кредитования. Но перспективы использования инновационных финансовых продуктов зависят от эффективного управления связанными с ними рисками.

Для финансового посредничества характерна динамичная смена тенденций развития при изменениях макроэкономической ситуации, в том числе при усилении инфляционных процессов, а также при интенсификации инновационной активности в финансовой сфере и введении новых норм государственного регулирования.

При государственном регулировании финансового посредничества важно обеспечивать относительную стабильность процессов, протекающих в финансовой сфере, и создавать такие условия для повышения эффективности посредничества, как низкая инфляция и своевременное введение правовых норм, обеспечивающих широкое применение финансовых инноваций.

ИСТОЧНИКИ:

1. Абрамова М.А., Мамута М.В. Shadow banking в России: факторы распространения, возможности регулирования // Вестник Финансового университета, 2014. – № 5(83).
2. Бурлачков В.К. Спрос на деньги: теория и практика оценки // Вопросы экономики, 2002. – № 12.
3. Бурлачков В.К. Координация бюджетной и денежно-кредитной политики: опыт ведущих стран и его использование в России // Вестник Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова, 2012. – № 10.
4. Бурлачков В.К. Реформа мировой валютной системы и применение экономического инварианта// Вопросы экономики, 2012. – № 1.
5. Дворецкая А.Е. Теневой банкинг: институциональное и функциональное регулирование // Деньги и кредит, 2013. – № 4.
6. Гайджари С.И., Хейфец Б.А., Симонов В.В. и др. Долговая политика: мировой опыт и российская практика. – Москва, 2011.
7. Егоров А.В. Банковская система и теневой банкинг в России и в мире // Банковское дело, 2010. – № 9.
8. Зверьков А.И. Финансовое посредничество: развитие экономики и соответствующие им формы экспансии // Финансы и кредит, 2013. – № 39.
9. Зверьков А.И., Зверькова Т.Н. Финансовые посредники: функции, этапы и мотивы экспансии // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2014. – № 37.

10. Куссерг С Новые подходы к теории финансового посредничества и банковская стратегия // Вестник финансовой академии, 2001. – № 1.
11. Валентей С.Д., Белозерова С.М., Бушмин Е.В., Бурлачков В.К., Бухвальд Е М., Гагарина Г.Ю. и др. Реиндустриализация экономики России или продолжение либерального курса? // Федерализм, 2015. – № 1(77).
12. Усоскин В.М. Теневой банкинг: место и роль в системе финансового посредничества // Деньги и кредит, 2016. – № 4.
13. Усоскин В.М., Белоусова В.Ю., Козырь И.О. Финансовое посредничество в условиях развития новых технологий // Деньги и кредит, 2017. – № 5.
14. Akerloff G. The market for «lemons»: quality uncertainty and the market mechanism // The Quarterly journal of Economics, 1970. – № 3.
15. Allen F., Santomero A.M. The Theory of Financial Intermediation // Journal of Banking and Finance, 1997. – № 21.
16. Bhattacharya S., Thakor A.V. Contemporary banking theory // Journal of Financial Intermediation, 1993. – № 3(1).
17. Grossman S., Stiglitz J. On the impossibility of informationally efficient markets // The American Economic Review, 1980. – № 3.
18. Gurley J., Shaw E. Money in a Theory of Finance. – Wash.: The Brooking institute, 1960.
19. Leland H.E., Pyle D.H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance, 1977. – № 2.
20. Merton R. A functional perspective of financial intermediation // Financial Management, 1995. – № 2.
21. Scholtens B., Dick van Wensveen. The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain. – SU-ERF: Vienna. 2003.

REFERENCES:

Abramova M.A., Mamuta M.V. (2014). Shadow banking v Rossii: faktory rasprostraneniya, vozmozhnosti regulirovaniya [Shadow banking in russia: factors of propagation, possibilities of regulation]. Bulletin of the Financial University. (5(83)). (in Russian).

Akerloff G. (1970). The market for «lemons»: quality uncertainty and the market mechanism The Quarterly journal of Economics. 84 (3).

Allen F., Santomero A.M. (1997). The Theory of Financial Intermediation Journal of Banking and Finance. (21).

Bhattacharya S., Thakor A.V. (1993). Contemporary banking theory Journal of Financial Intermediation. (3(1)).

Burlachkov V.K. (2002). Spros na dengi: teoriya i praktika otsenki [Demand for money: theory and evaluation practice]. Voprosy Ekonomiki. (12). (in Russian).

Burlachkov V.K. (2012). Koordinatsiya byudzhetnoy i denezhno-kreditnoy politiki: opyt veduschikh stran i ego ispolzovanie v Rossii [Coordination of budgetary and monetary policy: experience of leading countries and its use in Russia]. Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics. (10). (in Russian).

Burlachkov V.K. (2012). Reforma mirovoy valyutnoy sistemy i primenenie ekonomicheskogo invarianta[Reform the International Monetary System and application of the economic invariant]. Voprosy Ekonomiki. (1). (in Russian).

Dvoretskaya A.E. (2013). Tenevoy banking: institutsionalnoe i funktsionalnoe regulirovanie [Shadow Banking: Institutional and Functional Regulation]. Money and Credit. (4). (in Russian).

Egorov A.V. (2010). Bankovskaya sistema i tenevoy banking v Rossii i v mire [Banking system and shadow banking in Russia and in the world]. Banking (bankovskoye delo). (9). (in Russian).

Gaydzhari S.I., Kheyfets B.A., Simonov V.V. i dr. (2011). Dolgovaya politika: mirovoy opyt i rossiyskaya praktika [Debt policy: world experience and Russian practice] Moscow. (in Russian).

Grossman S., Stiglitz J. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets The American Economic Review. 70 (3).

Gurley J., Shaw E. (1960). Money in a Theory of Finance Wash: The Brooking institute.

Kusserg S (2001). Novye podkhody k teorii finansovogo posrednichestva i bankovskaya strategiya [New approaches to the theory of financial intermediation and banking strategy]. Vestnik finansovoy akademii. (1). (in Russian).

Leland H.E., Pyle D.H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial IntermediationJournal of Finance. 32 (2).

Merton R. (1995). A functional perspective of financial intermediation Financial Management. 24 (2).

Usoskin V. M., Belousova V. Yu., Kozyr I. O. (2017). Finansovoe posrednichestvo v usloviyakh razvitiya novyh tekhnologiy [Financial intermediation under the conditions of development of new technologies]. Money and Credit. (5). (in Russian).

Usoskin V.M. (2016). Tenevoy banking: mesto i rol v sisteme finansovogo posrednichestva [Shadow banking: a place and role in the financial intermediation system]. Money and Credit. (4). (in Russian).

Valentey S.D., Belozerova S.M., Bushmin E.V., Burlachkov V.K., Bukhvald E M., Gagarina G.Yu. i dr. (2015). Reindustrializatsiya ekonomiki Rossii ili prodolzhenie liberalnogo kursa? [Is it a reindustrialization of the Russian economy or an old-school liberal course?]. Federalizm. (1(77)). (in Russian).

Zverkov A.I. (2013). Finansovoe posrednichestvo: razvitie ekonomiki i sootvetstvuyuschie im formy ekspansii[Financial intermediation: economic development and the corresponding forms of expansion]. Finance and credit. (39). (in Russian).

Zverkov A.I., Zverkova T.N. (2014). Finansovye posredniki: funktsii, etapy i motivy ekspansii [Financial intermediaries: functions, stages and motives of expansion]. Financial Analytics: Science and Experience. (37). (in Russian).