

ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РЕСПУБЛИКИ ТАДЖИКИСТАН

Исследование финансовой сферы Республики Таджикистан показало, что ее финансовый рынок находится в неразвитом состоянии и его структура отличается от общераспространенной модели. Выделены элементы национального финансового рынка Республики Таджикистан и дана оценка уровня их развития с использованием системного подхода. Одним из приоритетных направлений развития финансового рынка Республики Таджикистан в статье определено развитие государственного рынка ценных бумаг как инструмента регулирования ликвидности на рынке, диверсификации портфеля внутреннего долга и развития вторичного рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: финансовый рынок; Республика Таджикистан.

Развитие и эффективность финансовой сферы и, соответственно, финансового рынка во многом зависят от развития институциональной структуры экономики в целом и, конечно, в первую очередь от степени развития и эффективного функционирования государственных и негосударственных финансовых институтов, институтов – функций в финансовой сфере. Когда говорят о финансовом рынке государства, обычно подразумевают некую цельную и самодостаточную структуру, отвечающую классическому представлению об этом элементе финансовой системы [1]. В эту структуру по общему правилу включают: рынок ценных бумаг, кредитный рынок, валютный рынок, рынок драгоценных металлов и рынок инвестиций [2]. Исследования различных авторов показывают, что в мире есть государства, финансовые рынки которых находятся в неразвитом состоянии, и поэтому их структура сильно отличается от общераспространенной модели [3]. К таким странам можно отнести и Республику Таджикистан.

Республика Таджикистан (РТ) расположена в Центральной Азии в предгорьях Памира. 93% ее территории занимают горы, 7% – равнины, пригодные для земледелия. Население РТ составляет 8,3 миллионов человек. Экономика Таджикистана – аграрно-индустриальная (хлопководство, растениеводство, животноводство, а также промышленность, машино-

строение, производство алюминия, минеральных удобрений, текстильная и легкая промышленность, энергетика и производство товаров народного потребления).

Финансовый рынок Республики Таджикистан считался неразвитым до 2009 г. Начало развития рынка ценных бумаг РТ как основного сегмента ее финансового рынка было положено в 2009 г. принятием Постановления Правительства РТ от 18 ноября 2009 г. № 627 «О вводе в обращение государственных казначейских векселей» в целях покрытия дефицита государственного бюджета. В настоящее время развитие государственного рынка ценных бумаг (ГРЦБ) является одним из приоритетных направлений фискальной и денежно-кредитной политики. Актуальность развития государственного рынка ценных бумаг Республики Таджикистан обосновывается не столько необходимостью покрытия дефицита государственного бюджета, сколько создания дополнительного рычага в реализации налогово-бюджетной и монетарной политики, дополнительного инструмента регулирования ликвидности на рынке, диверсификации портфеля внутреннего долга и развития вторичного рынка ценных бумаг.

На конец 2014 г. внутренний долг РТ был 4,9% от ВВП, что в номинальном выражении составило 2,37 млрд сомони (364,111 млн долл.) (табл. 1) [4–6].

Таблица 1

Компаративный анализ внутреннего и внешнего долгов РТ и других стран

Показатель	Республика Казахстан		Российская Федерация		Соединённые Штаты Америки		Республика Таджикистан	
	2000 г.	2014 г.	2000 г.	2014 г.	2000 г.	2014 г.	2000 г. *	2014 г.
Внешний государственный долг, млрд долл. США	3,29	3	178,2	55,776	5 628,700	18 141	1 034	2,096
Внешний государственный долг, % к ВВП	17,99	14	84	2,46	58	109,9	108,2	22,7
Внутренний государственный долг, млрд долл. США	604,967	23,6	129,090	172 592,12	15 200	3 700		364,11
Внутренний государственный долг, % к ВВП	3,3	27,6	89	5,99	100	40		4,9

* За 2000 г. данные по Республике Таджикистан не указаны из-за отсутствия достоверной статистики после прекращения гражданской войны.

Источники: Официальный сайт Министерства финансов Республики Казахстан, 2000–2015. Астана, 2015. URL: <http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymouse> (дата обращения: 09.10.2015); Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации, 2000–2014. Москва, 2015. URL: <http://www.minfin.ru/ru> (дата обращения: 09.10.2015); Официальный сайт Министерства финансов Республики Таджикистан, 2005–2014. URL: <http://www.minfin.tj>

Внутренний долг Республики Таджикистан состоит из государственных векселей Министерства финансов Республики Таджикистан (долг хлопководящих хозяйств) на сумму 236 млн сомони (36,25 млн долл.); казначейских векселей Министерства финансов Рес-

публики Таджикистан на сумму 153,8 млн сомони (23,623 млн долл.); государственных векселей для рекапитализации Национального банка Таджикистана на сумму 520 млн сомони (79,872 млн долл.); государственных казначейских векселей сроком 91 день для

покрытия дефицита бюджета; государственных выигрышных лотерейных займов – 10 млн сомони (1,536 млн долл.); государственных векселей для капитализации ОАО «Агроинвестбанка», составляющего 200 млн сомони (37,720 млн долл.); государственных векселей для регулирования задолженностей ОАО «Агроинвестбанка», составляющего 500 млн сомони (76,800 млн долл.), а также векселей, выпущенных в целях увеличения доли Правительства Республики Таджикистан в уставном капитале международных финансовых институтов, – 708 млн сомони (108,748 млн долл.).

Рынок ценных бумаг является одним из наиболее регламентированных рынков в мире. Сложность отношений на рынке, его масштабность, присущий рынку риск, интересы безопасности его участников обуславливают необходимость принятия адекватных стандартов и правил.

Рынок ценных бумаг РТ фактически не развит. Основной его сегмент – государственные ценные бумаги. При этом по размерам по отношению ВВП он также значительно уступает РФ, РК, США. Проблема создания функционирующего рынка ценных бумаг для Республики Таджикистан стоит очень остро. Поэтому в настоящее время в Таджикистане соответствующими структурами ведутся работы по созданию рынка ценных бумаг, сообщению Национального банка Таджикистана (НБТ).

В октябре 2015 г. в Душанбе состоялась церемония открытия Центрально-Азиатской фондовой биржи (CASE), дав старт первому организованному рынку первичных ценных бумаг в Таджикистане, по данным РИА Новости.

«Биржа создана для привлечения иностранных инвестиций в экономику республики. К тому же гражданам Таджикистана отныне могут купить акции таких компаний и банков, как российские “Газпром” и “Сбербанк” или британского Barclays», – сказал на открытии генеральный директор Центрально-азиатской фондовой биржи в Таджикистане Азамат Касымов [7].

Первоначально эта биржа будет предоставлять возможность купли-продажи ценных бумаг, а с 2016 г. – проводить операции с деривативами.

В свою очередь вице-премьер правительства Таджикистана Давлатали Саид отметил, что «CASE предоставляет платформу как для местных, так и для иностранных компаний инвестировать в реальный сектор экономики путем купли-продажи ценных бумаг таджикских компаний» [Там же].

Он добавил, что участники операций по купле-продаже ценных бумаг на этой бирже в течение пяти лет будут освобождены от уплаты налогов.

Для создания соответствующей инфраструктуры, технического и специального программного обеспечения, обеспечения материально-технической комплектации другим необходимым оборудованием биржи до настоящего момента затрачено 35 миллионов сомони (5,3 млн долл.).

Главной целью развития вторичного рынка ценных бумаг и фондовых бирж в Республике Таджики-

стан является аккумуляция временно свободных средств населения, эффективное распределение капитала между отраслями экономики и активизация эмиссии акций отечественных компаний и их перепродажа в фондовых биржах. Развитие вторичного рынка также способствует притоку внешних инвестиций в экономику Республики Таджикистан [8].

Кредитный рынок РТ также не развит. Как указывает М.Р. Ахмедов [9], кредитные организации РТ в 2013 г. накопили временно свободный капитал в размере 5 521,5 млн сомони, что составляет всего 854 787 тыс. долл. (13,63% от ВВП). Значительная часть этих средств – это денежные средства трудовых мигрантов.

В Таджикистане существует минимальное финансовое посредничество, и финансовая система не способна сделать многое, чтобы поддержать экономический рост. По сравнению с соседними странами Таджикистан занимает низкое место в рейтинге степени проникновения кредитов и депозитов. Депозиты составили 14,2% ВВП в 2014 г., что чуть выше 13,1% в 2013 г. Объем кредитов частному сектору как доля ВВП вырос с 19% в 2013 г. до 20,2% в 2014 г. На уровне 53% в 2013 г. и 32,6% в 2014 г. рост кредитования был тревожно быстрым, учитывая высокий уровень НОК и слабое управление финансовым сектором. По показателю «доступ к кредиту» в отчете Ведения бизнеса за 2015 г. среди 189 стран Таджикистан занимает 116-е место [10].

Улучшение доступа к кредитам, особенно для малых и средних предприятий (МСП), наряду с другими мерами требует от Таджикистана соблюдения регулирующих стандартов, формирования собственной кредитной культуры, развития финансовой инфраструктуры, модернизации системы по обеспеченным сделкам и продвижения лучшего управления рисками.

Закон о драгоценных металлах и драгоценных камнях был принят 12 мая 2001 г., но рынок драгоценных металлов на настоящий момент практически отсутствует. Несмотря на то что Таджикистан обладает большими запасами драгоценных металлов, основная часть их месторождений не разрабатывается. По статистическим данным, в первом полугодии 2014 г. объем добычи золота в Таджикистане составил 1,141 тыс. кг золота, а серебра – 943,6 кг. Самым крупным производителем золота и серебра в Таджикистане является таджикско-китайское совместное предприятие «Зарафшон» на севере республики, на долю которого приходится около 60% общего объема добычи. В 2014 г. объем добычи золота в Таджикистане превысил три тонны. За последние 20 лет эксплуатация месторождений драгоценных металлов и их добыча в Республике Таджикистан имеют нестабильную динамику.

Начиная с 2001 г. и по сегодняшний день правительством РТ на законодательном уровне проводятся различные реформы, которые направлены на создание благоприятной инвестиционной среды в наиболее приоритетных сферах экономики. Среди принятых Правительством РТ мер по улучшению инвестиционного климата особое место занимает формирование и реализация нормативно-правовой базы, включающей Законы

РТ «Об инвестициях», «О свободных экономических зонах», Национальной стратегии развития РТ до 2015 г. В Национальной стратегии развития на период до 2015 г. назначены приоритетные отрасли для инвестирования, в частности добыча и обработка драгоценных металлов и камней, гидроэнергетика, полиметаллических руд, развитие телекоммуникаций и инфраструктуры, переработка хлопка и сельскохозяйственной продукции и т.д. Несмотря на это, по данным Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР), «доля инвестиций в ВВП в Таджики-

стане продолжает оставаться невысокой (12% в среднем в первой половине 2000-х, чуть выше 20% в начале 2010-х)» [10].

По официальным данным Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, за 2007–2014 гг. поступление иностранных инвестиций в экономику Республики Таджикистан составило 5 млрд 685,9 млн долл. США, из них 2 млрд 405,6 млн долл. США составляют прямые инвестиции 3 млрд 277,8 млн долл. США – и прочие инвестиции и 1,8 млн долл. США – портфельные инвестиции (рис. 1) [11].

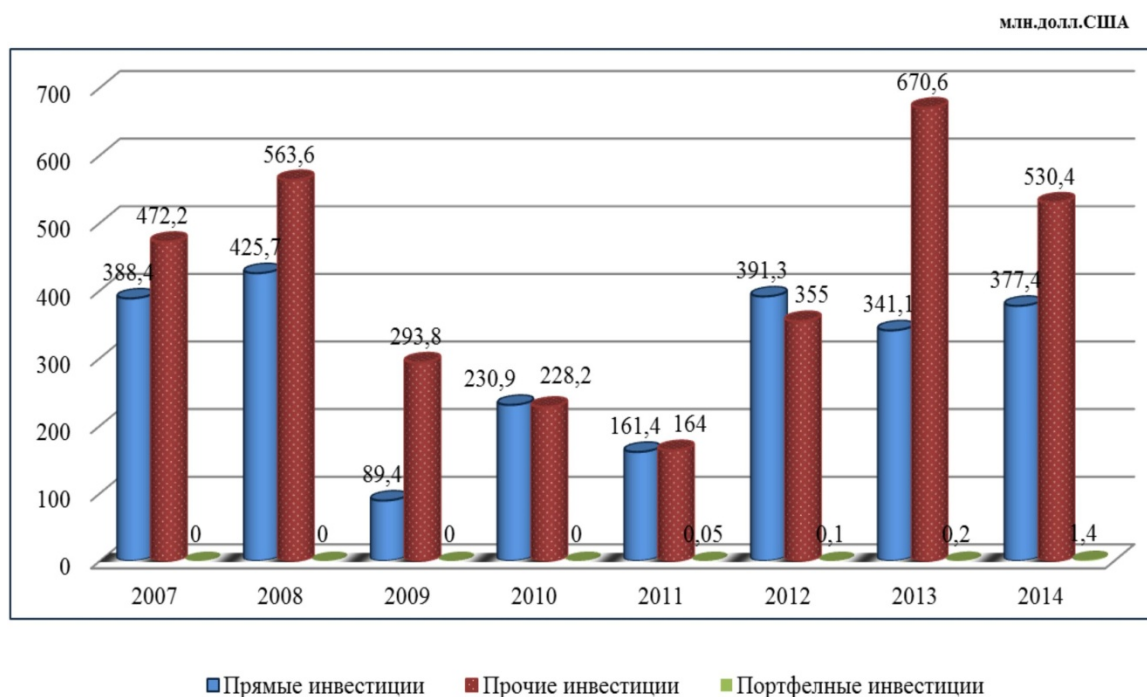


Рис. 1. Поступления иностранных инвестиций в период 2007–2014 гг.

(Источник: Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан)

Следует отметить, что приток прямых иностранных инвестиций по сравнению с аналогичным перио-

дом прошлого года повысился на 36,3 млн долл. США (рис. 2) [11].

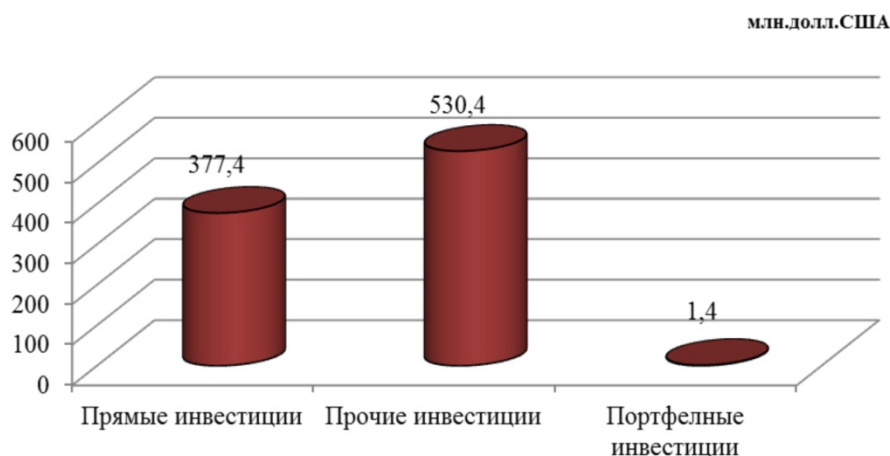


Рис. 2. Поступления иностранных инвестиций в 2014 г.

(Источник: Государственный комитет по инвестициям и управлению государственным имуществом Республики Таджикистан)

Поступление прямых иностранных инвестиций в период 2007–2014 гг. направленно в основном в такие сектора, как энергетика – 596,8 млн долл. США,

связь – 349,1 млн долл. США, строительство – 313,0 млн долл. США, финансовые услуги – 315,2 млн долл. США, горнорудная промышленность –

534,5 млн долл. США, промышленность – 137,5 млн долл. США, торговля – 35,9 млн долл. США, пищевая промышленность – 10,9 млн долл. США, строительство автодорог – 11,3 млн долл. США, здравоохранение – 5 млн долл. США, сельское хозяйство – 11,7 млн долл. США, туризм – 0,2 млн долл. США, воздушный транспорт – 0,3 млн долл. США, образование – 0,7 млн долл. США, транспорт – 2,5 млн долл. США, строительная промышленность – 8,0 млн долл. США, в другие отрасли – 73,2 млн долл. США.

Объём прямых инвестиции из России в 2014 г. увеличился, в полтора раза, достигнув 1 млрд 300 млн долл., из Казахстана – в 2 раза, достигнув 70 млн долл.

Денежные переводы являются самым крупным источником валютных поступлений в Таджикистане, значительно большим, чем поступления от экспорта и официальной помощи в целях развития. По данным обследования Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития, 98% трудящихся мигрантов работают в России, где существует обширный теневой рынок труда (рис. 3).

По различным оценкам, в России неформально занято около 25–30% экономически активного населения. Таким образом, можно утверждать, что после вступления в ЕАЭС лишь часть таджикских трудящихся-мигрантов легализуются [12].

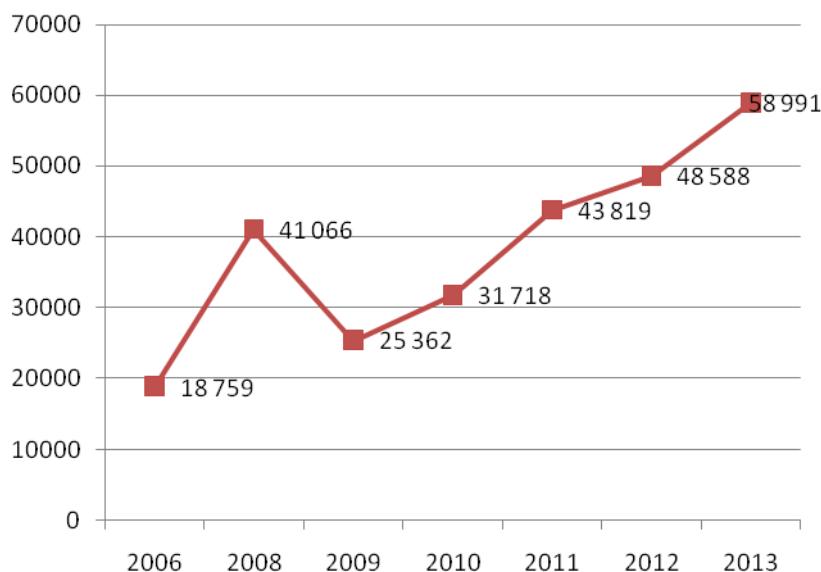


Рис. 3. Трансграничные операции (переводы из Российской Федерации), осуществленные физическими лицами (млн долл.)

Согласно оценкам, представленным в докладе Евразийского банка развития, бюджет РФ недополучает от 10 до 40 млрд руб. в год только от налога

на доходы физических лиц, так как нелегально работающие мигранты не платят налогов (табл. 2) [13].

Таблица 2

Трансграничные операции (переводы из Российской Федерации), осуществленные физическими лицами, млн долл.

Переводы	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015* г.
Всего переводы из РФ	41 066	25 362	31 718	43 819	48 588	58 991	68 878	17 064
В т.ч. денежные переводы через системы денежных переводов								
Всего по странам	13 707	9 967	12 835	17 533	20 893	23 589		
Узбекистан	2 978	2 052	2 845	4 262	5 668	6 633	5653	1131
Таджикистан	2 516	1 724	2 216	3 015	3 634	4 155	3853	902
Украина	1 690	1 339	1 809	2 360	2 683	3 078	2401	612
Киргизия	1 157	894	1 106	1 547	1 837	2 080	2062	660
Армения	1 249	848	1 018	1 284	1 449	1 597	1550	408
Республика Молдова	1 114	746	845	1 076	1 179	1 261	1238	309
Азербайджан	887	661	794	1 049	1 132	1 232	1310	393
Китай	473	399	550	683	764	797	2417	605
Грузия	683	366	566	669	733	789	813	224
Прочие страны	959	938	839	1 588	1 814	1 967		

* 2015 г. за I–II кв.

Денежные переводы граждан Таджикистана, работающих в России, за 2013 г. составили 3 317 млн долл. (всего из РФ ежегодно перечисляется через системы денежных переводов (без учёта вывозимой наличной валюты) около 15–20 млрд долл.). В то же

время с начала 2014 г. объём международных резервов ЦБ РФ снизился с \$509,6 до \$465,2 млрд. (рис. 4).

В самом Таджикистане объём финансовых переводов от граждан Таджикистана, работающих за рубежом, превышает 50% ВВП страны [14].

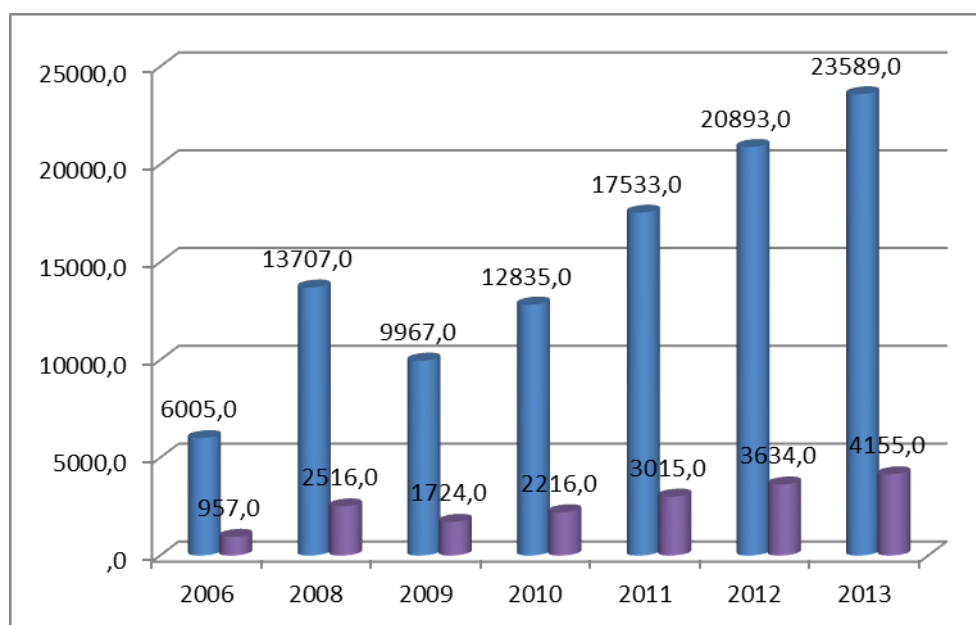


Рис. 4. Денежные переводы из Российской Федерации через системы денежных переводов (млн долл.; всего с выделением переводов в Республику Таджикистан)

Проведенный анализ финансового рынка РТ позволяет сделать следующие выводы. Для жизнеобеспечения населения РТ важную роль играют трансграничные переводы трудовых мигрантов. Необходимо создание финансовых инструментов, которые позволили бы сделать данный сегмент финансового рынка более цивилизованным. Так как в настоящее время значительное количество семей как трудовых мигрантов, так и других граждан считают, что будущее их детей связано с получением образования и специальностей именно в России, то возможно создание финансовых инструментов в данной области. С целью аккумулирования денежных средств населения и укрепления доверия к банковскому сектору возможны инвестиции со стороны стран Евразийского экономического союза (Россия, Казахстан и др.) в банковском секторе Республики Таджикистан. Это одновременно снизит стоимость трансграничных переводов, а также позволит аккумулировать денежные средства населения и эффективно инвестировать их в национальную экономику.

Нынешний экономический спад в России окажет существенное влияние на перспективы экономического роста и развития финансового рынка Таджикистана в 2015 г. Ожидаемое падение объема денежных переводов (40% в долларовом выражении) особенно сильно ударит по услугам, сектору, на который приходится

более 40% экономики. Рост также замедляется и в других крупных торговых партнерах Таджикистана – Турции, Китае и Казахстане, и снижающийся спрос, скорее всего, удержит на низком уровне цены на хлопок и алюминий – основные экспортные товары страны. Обесценивание сомони может иметь смягчающее действие, поддерживая спрос на отечественное производство товаров и услуг, а также повышая стоимость денежных переводов в сомони. Тем не менее обесценивание национальной валюты окажет повышающее воздействие на уровень инфляции, хотя снижение цен на продовольственные товары и топливо на международном уровне и продолжение ответственной макроэкономической политики могут ограничить среднюю инфляцию в 2015 г. до чуть выше 10%.

Влияние экономического спада России на Таджикистан подчеркивает насущную потребность в создании основы для новой модели роста и развития. Устранение уязвимостей финансового сектора и обеспечение надлежащего управления финансовой системой будут иметь особое значение в целях минимизации фискальных рисков и предоставления услуг потребителям экономически эффективным образом. Реформы с целью обеспечения более привлекательных условий для бизнеса должны сопровождать комплексную реформу государственного сектора.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ивасенко А.Г., Казаков В.В., Никонова Я.И. Инновации на финансовых рынках: теоретические и методологические аспекты. Томск : Изд-во НТЛ, 2013. 200 с.
2. Закиров И.Д., Тажишдинов И.А., Казаков В.В. Формирование стратегии развития и оценка эффективности деятельности муниципальных образований // Вестник Томского государственного университета. 2009. № 323. С. 254–258.
3. Казаков В.В. Экономическая основа управления региональными системами // Вестник Томского государственного университета. 2009. № 325. С. 130–134.
4. Официальный сайт Министерства финансов Республики Таджикистан, 2005–2014. URL: <http://www.minfin.tj/>
5. Официальный сайт Министерства финансов Республики Казахстан, 2000–2015. Астана, 2015. URL: <http://www.minfin.gov.kz/itj/portal/anonymus> (дата обращения: 09.10.2015).
6. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации, 2000–2014. Москва, 2015. URL: <http://www.minfin.ru/ru/> (дата обращения: 09.10.2015).
7. Рынок первичных ценных бумаг заработал в Таджикистане. Душанбе, 2015. URL: <http://mfd.ru/news/view/?id=2020724> (дата обращения: 09.11.2015).

8. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А. Рынок ценных бумаг: инструменты и механизмы функционирования : учеб. пособие. М., 2013.
9. Ахмедов М.Р. Тенденции развития и роль кредитного рынка в современных условиях развития Таджикистана // Вестник ТГУПБП. 2014. № 5 (61). С. 135–141.
10. URL: <http://www.doingbusiness.org/rankings>
11. Аналитические данные о поступлении иностранных инвестиций в экономику Республики Таджикистан в период 2007–2014 гг. Душанбе, 2015. URL: http://www.gki.tj/ru/nvestitsii_v_rt/nformatsiya_i_statistika (дата обращения: 09.11.2015).
12. Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР). URL: http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/Tajikistan_CU_SES/
13. Анализ экономического эффекта и институционально-правовых последствий ратификации соглашений ЕЭП в области трудовой миграции // Евразийский банк развития. URL: <http://www.eabr.org/general/upload/docs/CCI/migration-resume.pdf>
14. Трансграничные переводы, осуществленные через системы денежных переводов // Официальный интернет-сайт ЦБ РФ. Москва, 2014. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=CrossBorder/C-b_rem_14.htm&pid=svs&sid=TGO_fiz_post (дата обращения: 09.03.2014).

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 10 ноября 2015 г.

PROBLEMS OF THE REPUBLIC OF TAJIKISTAN'S FINANCIAL MARKET FORMATION AND DEVELOPMENT

Tomsk State University Journal, 2015, 400, 217–222. DOI: 10.17223/15617793/400/35

Kazakov Vladimir V. Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: prorektorsv@mail.ru

Imonov Oyattullo D. Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: oyat-29.88@mail.ru

Keywords: financial market; Republic of Tajikistan.

Development and effectiveness of the financial sphere and, respectively, the financial market in many respects depend on the development of the institutional system of the economy as a whole and, of course, first of all, on the degree of development and effective functioning of state and non-governmental financial institutions in the financial sphere. When speaking about the financial market of a state, one usually implies a certain one-piece and self-sufficient structure which corresponds to a classical idea about this element of the financial system. This structure generally includes securities market, credit market, currency market, precious metals market and investment market. Studies of different authors show that in the world there are states, whose financial markets are undeveloped, and, therefore, their structure is much different from the current model. The Republic of Tajikistan can be attributed to such countries. In Tajikistan, there is a minimum financial mediation, and the financial system is not capable of making much in order to support economic increase. In comparison with the adjacent countries, Tajikistan occupies a low position in the rating of the degree of the availability of credits and deposits. An improvement in the access to credits, especially for small and average enterprises, together with other measures, requires from Tajikistan the observance of the regulated standards, the formation of its own credit culture, development of financial infrastructure, modernization of the system on the provided transactions, and the advances of best control of risks. Beginning from 2001 and on, the government of Tajikistan has had different reforms at the legislative level, which are directed toward the creation of a favorable investment medium in the priority spheres of the economy. Money transfers are the largest source of currency inflow in Tajikistan rather than inflows from export and the official aid for development. According to the data of the inspection of the Center of Integrated Studies of the Eurasian Bank of Development, 98 % of working migrants work in Russia. The influence of the economic decrease in Russia on Tajikistan emphasizes the vital need for the creation of a basis for the new model of increase and development. The elimination of the vulnerabilities of the financial sector and the guarantee of proper control over the financial system will have special importance for purposes of the minimization of fiscal risks and assignment of services to users economically effectively. Reforms for the purpose of the guarantee of more attractive conditions for business must accompany the complex reform of the government sector.

REFERENCES

1. Ivashenko, A.G., Kazakov, V.V. & Nikonova, Ya.I. (2013) *Innovatsii na finansovykh rynkakh: teoreticheskie i metodologicheskie aspekty* [Innovations in financial markets: theoretical and methodological aspects]. Tomsk: NTL.
2. Zakirov, I.D., Tazhitdinov, I.A. & Kazakov, V.V. (2009) The development of strategy and the effectiveness estimation of municipal formations activities. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta – Tomsk State University Journal*. 323. pp. 254–258. (In Russian).
3. Kazakov, V.V. (2009) The economic basis of the regional systems' management. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta – Tomsk State University Journal*. 325. pp. 130–134. (In Russian).
4. The official website of the Ministry of Finance of the Republic of Tajikistan. (2005–2014). Available from: <http://www.minfin.tj/>.
5. The official website of the Ministry of Finance of the Republic of Kazakhstan. (2015). Astana. Available from: <http://www.minfin.gov.kz/irj/portal/anonymous>. (Accessed: 09 October 2015).
6. The official website of the Ministry of Finance of the Russian Federation. (2015). Moscow. Available from: <http://www.minfin.ru/>. (Accessed: 09 October 2015).
7. MFD.ru. (2015) *Rynok pervichnykh tsennykh bumag zarabotal v Tadjikistane* [The market of primary securities was established in Tajikistan]. Dushanbe. Available from: <http://mfd.ru/news/view/?id=2020724>. (Accessed: 09.11.2015).
8. Ivashenko, A.G., Nikonova, Ya.I. & Pavlenko, V.A. (2013) *Rynok tsennykh bumag: instrumenty i mekhanizmy funktsionirovaniya* [Securities market: tools and mechanisms of functioning]. Moscow: Knorus.
9. Akhmedov, M.R. (2014) Tendencies of Development and Role of Credit Market under Modern Conditions of Tajikistan Development. *Vestnik TGU PBP – Herald of TSULBP*. 5 (61). pp. 135–141.
10. Doing Business. (2013) *Economy Rankings*. Available from: <http://www.doingbusiness.org/rankings>.
11. State Committee on Investments and State Property Management of the Republic of Tajikistan. (2015) *Analiticheskie dannye o postuplenii inostrannykh investitsiy v ekonomiku Respubliki Tadjikistan v period 2007–2014 gg.* [Analytical data on the flow of foreign investments into the economy of the Republic of Tajikistan for 2007–2014]. Dushanbe. Available from: http://www.gki.tj/ru/nvestitsii_v_rt/nformatsiya_i_statistika. (Accessed: 09 November 2015).
12. Eurasian Development Bank. (c. 2013) *Effekt ot prisoyedineniya Tadjikistana k TS i YEOP* [Effect of Tajikistan's accession to the Customs Union and the Common Economic Space]. Available from: http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/Tajikistan_CU_SES/.
13. Eurasian Development Bank. (n.d.) *Analiz ekonomicheskogo efekta i institutsional'no-pravovykh posledstviy ratifikatsii soglaseniy EEP v oblasti trudovoy migratsii* [Analysis of the economic effects and legal and institutional consequences of the ratification of the EEA agreement on labor migration]. Available from: <http://www.eabr.org/general/upload/docs/CCI/migration-resume.pdf>.
14. Official website of the RF Central Bank. (2014) *Transgranichnye perevody, osushchestvlennye cherez sistemy denezhnykh perevodov* [Cross-border transfers made via money transfer systems]. Moscow. Available from: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=CrossBorder/C-b_rem_14.htm&pid=svs&sid=TGO_fiz_post. (Accessed: 09 March 2014).

Received: 10 November 2015