

УДК 339.7

**Ш.Р. НАИМОВ**

аспирант

Полесский государственный университет,  
г. Пинск, Республика Беларусь

Статья поступила 15 октября 2020 г.

**ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА ТАДЖИКИСТАНА:  
ИНДИКАТОРЫ И КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ**

**Цель:** комплексная оценка финансовой системы Республики Таджикистан на основе интеграции методологии Всемирного банка и методологии компаративного анализа.

**Результаты.** Финансовая система Таджикистана является банкоориентированной с недостаточным уровнем финансовой глубины и эффективности, невысоким уровнем доступности к финансовым услугам, определенным запасом стабильности банковской системы и практически полным отсутствием функционирующего фондового рынка.

**Заключение.** Интеграция методологии Всемирного банка и методологии компаративного анализа, основывающегося на приоритете качественных характеристик объекта исследования, ценности макросоциального уровня, важности частных случаев, позволяет получить комплексную оценку финансовой системы страны. В работе проанализирована финансовая система Таджикистана по критериям глубины, доступности, эффективности и стабильности. Представлена матрица ее ключевых характеристик. Особое внимание уделено отрицательным последствиям для таджикской экономики высокого значения кредитно-депозитного спреда. Предложены меры по его снижению: таргетирование Национальным банком Таджикистана среднемирового значения с проведением соответствующих регулирующих мер; имплементация исламского банкинга в банковскую систему Таджикистана, в частности, элементов мушараки и исламского краудбанкинга.

**Ключевые слова:** финансовая система, компаративный анализ, эффективность и стабильность финансовой системы, финансовая глубина, доступность финансовых услуг, кредитно-депозитный спред, исламский банкинг, мушарака.

**NAIMOV Sh. R.,** Graduate Student  
Polesky State University, Pinsk, Republic of Belarus

**FINANCIAL SYSTEM OF TAJIKISTAN:  
INDICATORS AND ASSESSMENT CRITERIA**

**Objectives.** Comprehensive assessment of the financial system of the Republic of Tajikistan on the basis of the integration of the World Bank methodology and the methodology of comparative analysis.

**Results.** An assessment of the financial system of Tajikistan showed that the financial systems of Tajikistan are bank-oriented, with insufficient financial depth and efficiency and low access to financial ser-

vices, a certain margin of stability in the banking system and a virtually non-existent functioning stock market.

**Conclusion.** *Integration of the World Bank's methodology and comparative analysis methodology based on the priority of qualitative characteristics of the object of study, the value of macrosocial level, the importance of individual cases allows obtaining a comprehensive assessment of the country's financial system. The paper analyzes the financial system of Tajikistan by the criteria of depth, availability, efficiency and stability. A matrix of its key characteristics is presented. Special attention is paid to negative consequences of high value of credit and deposit spread for Tajik economy. Measures for its reduction are proposed: targeting the world average value with appropriate regulatory measures by the National Bank of Tajikistan; implementation of Islamic banking into the banking system of Tajikistan, in particular, the elements of Musharaka and Islamic crowd banking.*

**Keywords:** *Financial system, comparative analysis, efficiency and stability of the financial system, financial depth, availability of financial services, credit spread, Islamic banking, Musharaka.*

### Научная новизна статьи

Анализ финансовой системы Таджикистана произведен на основе совмещения методики Всемирного банка и методологии компаративного анализа. Выявлена неразвитость одного из основных компонентов финансовой системы страны – фондового рынка. Впервые в экономической литературе проведена оценка финансовой глубины, доступности, эффективности и стабильности финансовой системы Таджикистана. Составлена матрица ее ключевых характеристик. Предложены меры по снижению кредитно-депозитного спреда таджикской экономики, в частности имплементация исламского банкинга в банковскую систему Таджикистана.

### What this paper adds

The analysis of the financial system of Tajikistan is based on the combination of the World Bank methodology and the comparative analysis methodology. Underdevelopment of one of the main components of the country's financial system - the stock market - has been revealed. For the first time in the economic literature the assessment of the financial depth, availability, efficiency and stability of the financial system of Tajikistan has been made. A matrix of its key characteristics has been compiled. The measures to reduce credit and deposit spread of Tajik economy, in particular, implementation of Islamic banking in the banking system of Tajikistan have been proposed.

**Введение.** В экономической науке можно выделить несколько подходов к определению финансовых систем. Первый из них определяет финансовую систему как сложную систему договоренностей и соглашений, охватывающих кредиты, иные виды заимствований средств нефинансовыми экономическими единицами, посредничество между ними в целях облегчения перевода средств и создания дополнительных денег, а также рынки долговых и долевого инструментов для эффективного определения цены ресурсов и распределения средств.

Альтернативный подход рассматривает финансовую систему как систему, включающую: а) финансовые институты (банки, страховые компании и другие небанковские финансовые институты); б) финансовые рынки (рынки акций, облигаций и производных финансовых инструментов); в) финансовую

инфраструктуру (в том числе, например, систему обмена кредитной информацией, платежно-расчетную систему)» [1]. Этот подход лежит в основе методики сравнительной оценки финансовых систем Всемирного банка, которая была использована в данной статье для комплексной оценки финансовой системы Таджикистана с целью определения путей ее реформирования в условиях довольно высокой инфляции, недофинансирования бизнеса и объективных ограничений на осуществление расширительной монетарной политики [2].

Методика Всемирного банка позволяет провести комплексную оценку состояния финансовых систем различных стран по двум направлениям: для финансовых рынков и финансовых институтов, которые, в свою очередь, детализируются по 4 измерениям – финансовой глубине, доступности, эффек-

тивности, стабильности [1, 3, 4]. При этом методика не предполагает выведение обобщающего показателя. Не существует и нормативных значений показателей, рассчитываемых по данной методике. Вывод относительно состояния финансовой системы, по нашему мнению, может быть сделан исключительно на основе компаративного анализа.

Компаративный анализ (от лат. *comparativus* – сравнительный) берет свое начало в 19-м веке. Чаще всего компаративный подход применялся в исторической науке в рамках сравнительного историописания. Во второй половине 20-го века интерес к сравнительному анализу возрождается в самых разных отраслях и, прежде всего, в правоведении и экономике. Компаративистика начинает рассматриваться как самостоятельная стратегия научного поиска.

Наиболее определенно особенности компаративного анализа выразил Ч. Рэгин в работе «Особенности компаративистики». Их можно свести к следующему: 1) наличие четкого водораздела между количественными и качественными исследованиями. В компаративистике доминирует качественная традиция; большое значение уделяется интерпретации сопоставляемых данных; 2) компаративистика находится на позициях методологического холизма в науке, то есть важную роль играет макросоциальный уровень. Сам анализ может проводиться на индивидуальном уровне, но объяснения формулируются на макроуровне. Пользуясь терминологией компаративистики, для построения суждений объяснительного характера (интерпретаций)

применяются макросоциальные единицы анализа; 3) исследовательские цели компаративистики заставляют ее обращаться к немногим частным случаям и, как следствие, 4) если число релевантных случаев ограничено, и невозможно установить систематический контроль над источниками различий, целесообразно применять не статистические методы, а «метод систематической сравнительной иллюстрации» [5].

В данной статье изложены результаты анализа автора по комплексному исследованию финансовой системы Республики Таджикистан на основе совмещения методики Всемирного банка и методов компаративного анализа.

**Основная часть.** Для всесторонней оценки финансовой системы страны или группы стран по методике Всемирного банка собирается матрица 4×2 (таблица 1).

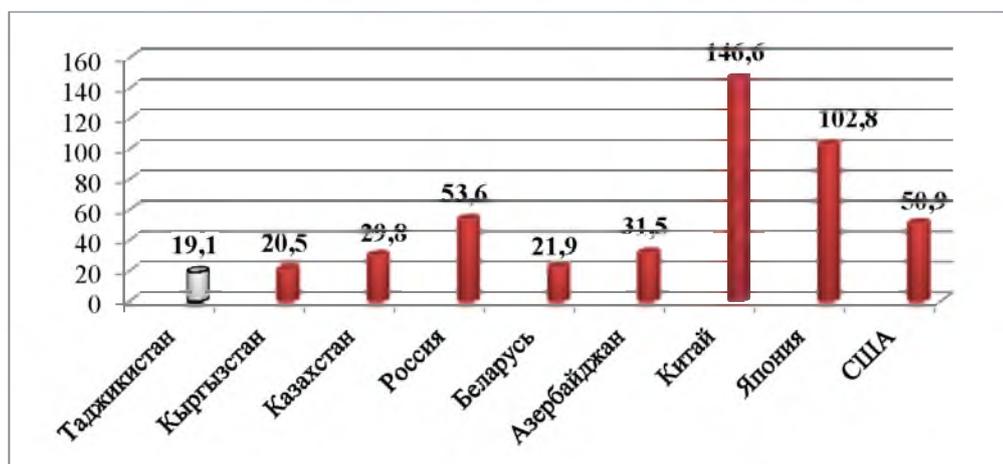
В результате компаративного анализа показателей, расположенных в данной матрице, можно составить представление о состоянии финансовой системы страны (группы стран) и принять меры по устранению существующих недостатков (при наличии). Рассмотрим сначала значение показателей, характеризующих финансовую систему Таджикистана с точки зрения глубины, доступности, эффективности и стабильности финансовых институтов (колонка 2 таблицы 1).

**Финансовая глубина** в самом общем определении представляет собой способ измерения размера финансового института или рынка по отношению к размеру экономики.

Таблица 1. – Матрица ключевых характеристик финансовых систем

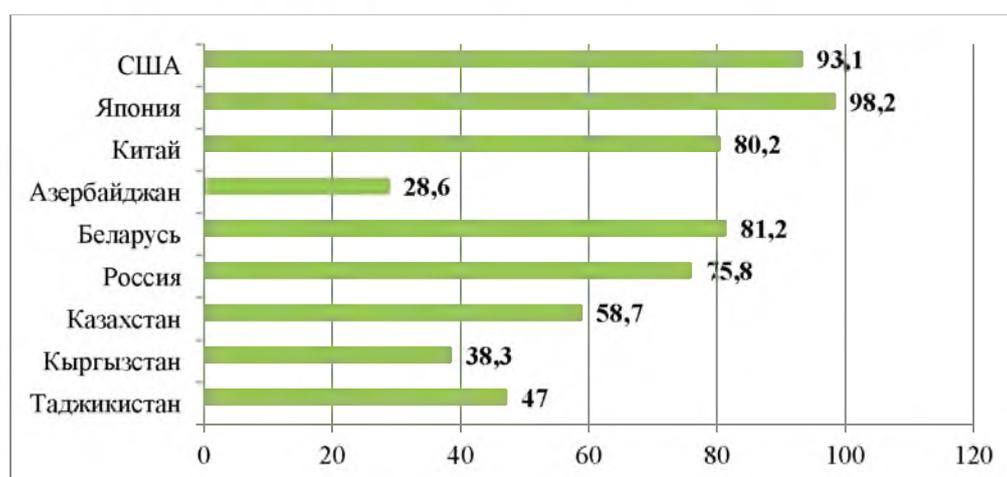
Показатели	Финансовые институты	Финансовые рынки
Глубина	Соотношение долга частного сектора и ВВП	Капитализация рынка акций и корпоративных долговых ценных бумаг национальных эмитентов к ВВП
Доступность	Доля взрослого населения, располагающего счетами в финансовых институтах	Доля капитализации компаний, не являющихся 10 крупнейшими
Эффективность	Кредитно-депозитный спрэд	Коэффициент оборачиваемости фондового рынка
Стабильность	Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков	Волатильность цен финансовых активов

Примечание – Источник: составлено по [1, 3, 4]



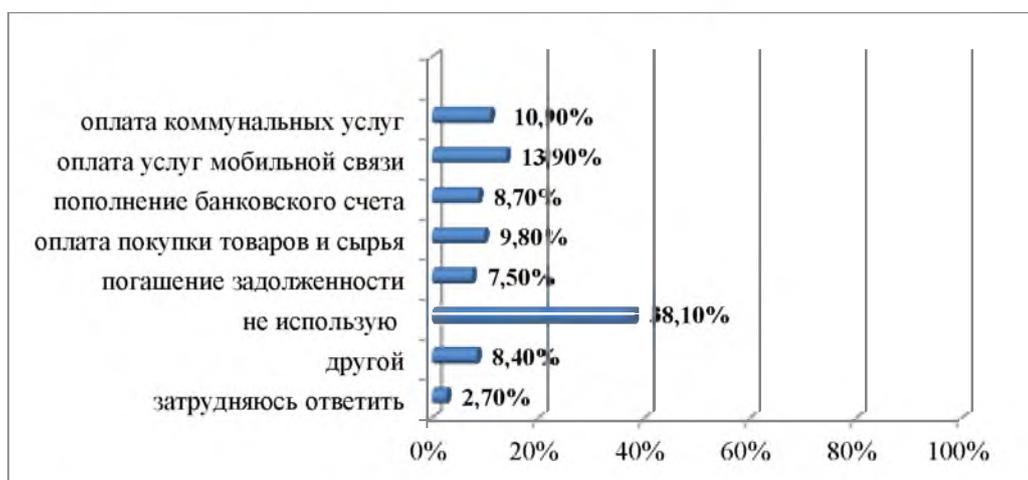
**Рисунок 1. – Банковские кредиты нефинансовым компаниям к ВВП, %**

Примечание – Составлено автором по данным Всемирного банка [4]



**Рисунок 2. – Доля взрослого населения, имеющего счета в финансовых учреждениях, %**

Примечание – Составлено автором по данным Всемирного банка [4]



**Рисунок 3. – Цели использования услуги мобильного и интернет-банкинга (в процентах от числа опрошенных)**

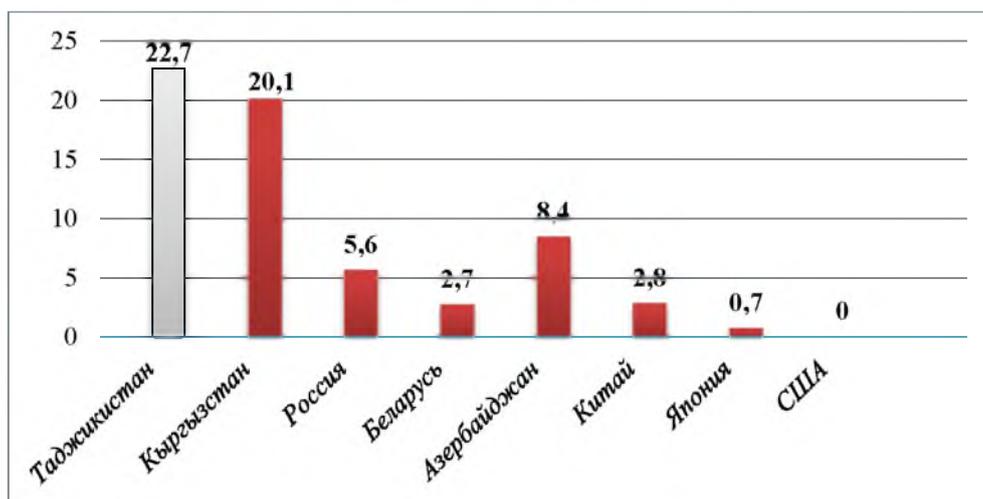


Рисунок 4. – Величина кредитно-депозитного спреда, %

Примечание – Составлено автором по данным Всемирного банка [4]

Финансовая глубина экономики показывает, в какой мере бизнес, домашние хозяйства, органы государственного управления финансируют свою деятельность за счет рынков капитала, банков и прочих финансовых посредников.

В качестве важнейшей прокси-переменной финансовой глубины выступает показатель внутренних частных кредитов реальному (нефинансовому) сектору депозитных банков в процентах от ВВП. Значение этого показателя для Таджикистана представлено на рисунке 1.

Как показывают данные рисунка 1, показатель соотношения кредитов и ВВП в Таджикистане существенно ниже не только уровня развитых стран, но и других стран постсоветского пространства. Он ниже и среднемирового значения, составляющего 52,2%, что говорит о недостаточном уровне финансирования бизнеса в Республике Таджикистан.

**Доступность** к официальным финансовым услугам подразумевает, что всем взрослым членам общества предоставляется доступ к ряду надлежащих финансовых услуг, разработанных с учетом их потребностей и предоставляемых по доступной цене. Формальная финансовая доступность начинается с наличия у физического лица депозитного или транзакционного счета в банке или у другого поставщика финансовых услуг с целью совершения и получения платежей, а также хранения или экономии денег. Значение

показателя доступности для Республики Таджикистан представлено на рисунке 2. Среднемировое значение – 58%. Отчет The Global Findex Database показывает еще более высокое значение финансовой инклюзии в мире: в период с 2014 года по настоящее время доля взрослых, имеющих счет в финансовом учреждении или через службу мобильных денег, в среднем в мире показывает рост с 62% до 69%.

В группе развивающихся стран данный показатель вырос с 54% до 63%. В отчете также говорится о том, что вероятность того, что женщины в развивающихся странах будут иметь банковский счет на 9% ниже, чем у мужчин<sup>1</sup>.

Значение показателя доступности для Республики Таджикистан ниже не только среднемирового значения, но и среднего уровня развивающихся стран. Очевидно, что уровень данного показателя тесно связан не только с развитием финансовых институтов, но и с состоянием финансовой грамотности и уровнем бедности в стране. Несмотря на то, что состояние финансовой грамотности в Республике Таджикистан в последнее десятилетие в целом улучшилось, опросы Национального банка Таджикистана свидетельствуют о наличии серьезных проблем в этой сфере. Так, 65% опрошенных заявили, что не

<sup>1</sup> The Global Findex Database /The World Bank [Electronic resource]. – Mode of access: file:///C:/Users/olgaztv/Downloads/9781464812590.pdf

имеют банковской платежной карты. Из числа лиц, имеющих банковскую платежную карту, на вопрос о цели использования интернет- и мобильного банкинга 38,1% (наибольший процент) ответили, что не пользуются этой услугой (рисунок 3).

Уровень бедности в стране составляет 29,7%. Доля населения, живущего в крайней бедности, – 14,1%. Среднемесячная заработная плата составляет 133 доллара США или около тысячи сомони. 75% всех своих потребительских ресурсов домохозяйства тратят на продовольствие.

Все эти факторы снижают доступность финансовых услуг для взрослого населения Таджикистана.

Третьим критерием оценки финансовой системы является **эффективность**, оцениваемая кредитно-депозитным спрэдом (рисунок 4). Кредитно-депозитный спрэд – это разница между средней доходностью, которую финансовое учреждение получает от кредитов наряду с другими видами деятельности по начислению процентов, и средней ставкой, которую оно выплачивает по депозитам и займам.

Как видно из рисунка 4, значение этого показателя в Таджикистане очень высоко – 22,7%. Среднемировое значение этого показателя – 7,3%. Высокая величина спреда обычно считается серьезным препятствием для расширения и развития финансового посредничества, поскольку низкая доходность по депозитам препятствует привлечению потенциальных вкладчиков, а высокие ставки по кредитам ограничивают финансирование потенциальных заемщиков, тем самым уменьшая инвестиционные возможности и потенциал экономического роста. Причиной высоких процентных спредов может являться желание банков генерировать прибыль с целью компенсации недостаточного уровня своей оперативной эффективности или обеспечения сверхдохода [6]. В Таджикистане он является также результатом отсутствия конкуренции для банков со стороны небанковских финансовых посредников и неразвитости фондового рынка.

Критерий **стабильности** финансовой системы определяет, насколько финансовые посредники, рынки и рыночная инфраструктура способствуют беспрепятственному перемещению средств между вкладчиками и инвесторами и росту экономической актив-

ности. На стабильность финансовой системы могут влиять макроэкономические факторы, например, изменения в состоянии балансов домашних хозяйств и корпоративного сектора, изменения на кредитных рынках и рынках активов, а также то, как финансовые посредники и участники финансового рынка оценивают свои риски и управляют ими. Критерий стабильности измеряется показателем средневзвешенного Z-счета для коммерческих банков<sup>2</sup>, означающего вероятность дефолта банковской системы страны.

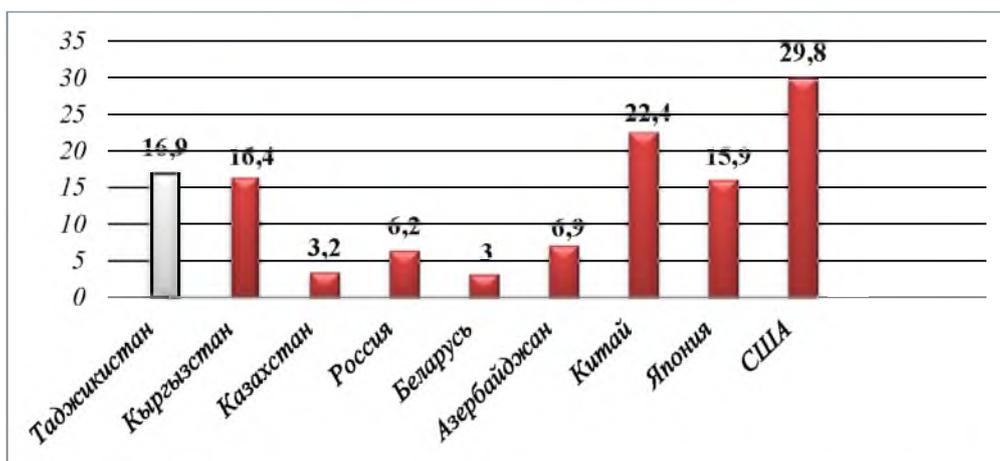
Низкое значение Z-score подразумевает больший риск неплатежеспособности, и наоборот. Значение данного показателя для Таджикистана (рисунок 5) выше, чем в других странах постсоветского пространства, и выше среднего по миру, который составляет 14,2 индексных пункта. Это говорит о достаточно высокой стабильности банковской системы Таджикистана. Хотя высокое значение данного показателя может являться также следствием завышенного уровня кредитно-депозитного спреда, рассмотренного выше.

Теперь рассмотрим показатели, характеризующих финансовую систему с точки зрения развития финансовых рынков (колонка 3 таблицы 1) [1, 4]:

- капитализация рынка акций и корпоративных долговых ценных бумаг национальных эмитентов к ВВП (stock market capitalization + outstanding domestic private debt securities to GDP (%)) – это отношение рыночной капитализации листингуемых отечественных компаний и стоимости их долговых ценных бумаг к ВВП. Значение этого показателя в среднем по миру составляет 72,3%;

- рыночная капитализация за пределами 10 крупнейших компаний (market capitalization excluding top 10 companies to total market capitalization (%)) определяется как рыночная капитализация без учета топ-10 компаний к общей рыночной капитализации. Среднемировое значение – 49%;

<sup>2</sup> Z-score = (Отношение собственного капитала к активам + Доходность активов) / Стандартное отклонение доходности активов [1].



**Рисунок 5. – Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков в разрезе стран**  
Примечание – Составлено автором по данным Всемирного банка [4]

- коэффициент оборачиваемости фондового рынка (stock market turnover ratio (%)) рассчитывается путем деления общего количества акций, проданных за период, на среднее количество акций, находящихся в обращении за этот период. Среднее значение по миру составляет 42%;

- волатильность цен финансовых активов (stock price volatility) рассчитывается как 360-дневное стандартное отклонение доходности индекса первичного национального фондового рынка. Среднемировое значение – 16,1.

Если значение этих показателей превышает среднемировое значение, то можно говорить о том, что для страны характерна фи-

нансовая система, ориентированная на фондовые рынки, то есть превалирует механизм мобилизации сбережений и трансмиссии их в реальный сектор напрямую через рынок капитала. Для Таджикистана в силу неразвитости фондового рынка значения этих показателей Всемирным банком не рассчитываются.

В таблице 2 показатели оценки финансовой системы Таджикистана представлены в сравнении со среднемировыми значениями и средними для стран с низким уровнем дохода на душу населения (low-income countries (LICs)), к числу которых по классификации Всемирного банка относится и Таджикистан.

Таблица 2. – Матрица оценки финансовой системы Таджикистана

Показатели	Финансовые институты			Финансовые рынки		
	Мир	LICs	Таджикистан	Мир	LICs	Таджикистан
Глубина	Соотношение долга частного сектора и ВВП			Капитализация рынка акций и корпоративных долговых ценных бумаг национальных эмитентов к ВВП		
	52,2	17,6	19,1	72,3	-	-
Доступность	Доля взрослого населения, располагающего счетами в финансовых институтах			Доля капитализации компаний, не являющихся 10 крупнейшими		
	58	23,4	47	49	-	-
Эффективность	Кредитно-депозитный спрэд			Коэффициент оборачиваемости фондового рынка		
	7,3	11,2	22,7	42	-	-
Стабильность	Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков			Волатильность цен финансовых активов		
	14,2	10	16,9	16,1	24	-

Примечание – Собственная разработка по данным Всемирного банка [4]

**Заключение.** Достаточно затруднительно сделать однозначный общий вывод о финансовой системе Таджикистана, основываясь только на сравнении его показателей с показателями других стран. В соответствии с методологическими установками компаративного анализа, количественный анализ в статье был дополнен качественным, оценка показателей была проведена с позиций методологического холизма, что позволило получить комплексную оценку финансовой системы Таджикистана. Анализ по четырем критериям: *глубине*, отражающей размер финансовых институтов и финансовых рынков, *доступности*, показывающей степень, в которой экономические агенты используют финансовые услуги, *эффективности*, означающей, что финансовые учреждения могут успешно посредничать между финансовыми ресурсами и облегчать транзакции, *стабильности*, показывающей волатильность финансового рынка и его институциональную хрупкость, – показал, что в Таджикистане банкоориентированная финансовая система с недостаточным уровнем финансовой глубины и эффективности, невысоким уровнем доступности к финансовым услугам, определенным запасом стабильности банковской системы и практически полным отсутствием функционирующего фондового рынка. Каждый показатель рассматривался в макроэкономическом контексте. Так, низкие показатели финансовой глубины рассмотрены в контексте ограничительной монетарной политики Национального банка Таджикистана, отсутствия фондового рынка и альтернативных банковским инструментам финансирования [2]. Оценка уровня доступности проведена во взаимосвязи с уровнем финансовой грамотности и фактором бедности в стране.

Отдельного вывода требует ситуация с кредитно-депозитным спрэдом в стране, который составляет 22,7%. Это своего рода налог на инвестиционную деятельность со стороны банков, обусловленный экономической неопределенностью, а также значительной рыночной властью консолидированной банковской системы Таджикистана в отношении менее консолидированных реального сектора и сектора домашних хозяйств.

Такой высокий спрэд тормозит развитие инвестиционной деятельности в стране, а значит, и возможность обретения банковской системой дополнительных доходов. Возника-

ет ассоциация с параболическим эффектом Лаффера, а именно: не исключено, что произвольное уменьшение данного спрэда через снижение процента по кредитам и повышение процентов по депозитам непосредственно приведет к росту средней банковской прибыли.

Предлагаем рассматривать среднемировое значение кредитно-депозитного спрэда (7,3) в качестве таргетируемого. Но сами банки в одиночку не в состоянии двинуться в направлении спрэдового оптимума, поскольку находятся в условиях ловушки Нэша, характерной для олигополистических рынков. Единоличное снижение спрэда одним из банков приведет к ухудшению его финансового положения. Ловушка Нэша преодолевается лидерством наиболее сильного игрока, и Национальный банк Таджикистана может оказаться таким лидером, индирективными методами таргетируя постепенное снижение кредитно-депозитного спрэда.

Весомую роль в преодолении кризисно большого кредитно-депозитного спрэда может сыграть исламский банкинг, в рамках которого не приемлется ссудный процент. Вместо него, по сути, практикуется проектное инвестирование, связанное с разделением рисков и долевым участием. В заданном контексте заслуживает внимания идея постепенного снижения в банковской системе уровня и значения ссудного процента и нарастания удельного веса прибыли от инвестиционной деятельности в доходах банка – стратегии, легитимной в рамках исламского банкинга.

В исламском банке есть инструмент, во многом напоминающий современный краудинвестинг, – мушарака. Банк, практикующий данный финансовый инструмент, вместе со своими клиентами подписывают соглашения о партнерстве, в котором они обязуются совместно финансировать определенный инвестиционный проект. Оговариваются пропорции получения прибыли от предпринимательской деятельности, а также механизм и пропорции оплаты потерь.

Включение мушараки в арсенал финансовых инструментов банковской системы Таджикистана мог бы состоять в том, чтобы попытаться убедить владельцев депозитов привязать свои банковские вклады к реализации того или иного инвестиционного проекта, финансируемого конкретным банком (краудбанкинг). В качестве мотивации может

выступать доплата в виде дополнительного к проценту по депозитам дохода, которая должна значительно уменьшить кризисный спред. В свою очередь, банк должен принять активное участие в страховании инвестиционных проектов, уменьшая норму ссудного процента при наличии форс-мажорных обстоятельств в бизнесе. В этом случае ссудный процент уже не будет выглядеть как ссудный процент и скорее напоминать легитимное в рамках исламского банкинга партнерство инвесторов.

#### Список литературы

1. Long-Term Finance. Global Financial Development Report 2015/2016 // The World Bank / [Electronic resource]. – Mode of access: file:///C:/Users/Operator/Downloads/9781464804724.pdf
2. Наимов, Ш. Р. Необходимость развития исламского банкинга как альтернативной формы финансирования экономики Таджикистана / Ш.Р. Наимов // Экономика и банки. – 2020. – № 1. – С. 26–36.
3. Cihak, M. Benchmarking Financial Systems around the World / M. Cihak, A. Kunt-Demirgüç, E. Feyen, R. Levine // Policy Research Working Paper. – 2012. – № 6175. – 56 p. [Electronic resource]. – Mode of access: file:///C:/Users/Operator/Downloads/Benchmarking\_Financial\_Systems\_Around\_the\_World.pdf
4. Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis. Global financial development report 2019/2020 // The World Bank [Electronic resource]. – Mode of access: file:///C:/Users/Operator/Downloads/9781464814471%20(1).pdf
5. Рэгин, Ч. Особенности компаративистики / Ч. Рэгин // Современная сравнительная политология. Хрестоматия. – М.: Московский общественный научный фонд. – 1997. – С. 31–51.
6. Мирончик, Н. Процентный спред и чистая процентная маржа банков в Республике Беларусь: результаты межстрановых сопоставлений / Н. Мирончик, А. Левихина // Банковский вестник. – 2019. – №17. – С. 4-12.

#### References

1. Long-Term Finance. Global Financial Development Report 2015/2016 // The World Bank Available at: file:///C:/Users/Operator/Downloads/9781464804724.pdf
2. Naimov Sh.R. Neobkhodimost' razvitiya islamskogo bankinga kak al'ternativnoy formy finansirovaniya ekonomiki Tadjikistana [The need to develop Islamic banking as an alternative form of financing the economy of Tajikistan]. *Ekonomika i banki* [Economy and banks]. 2020, no 1, pp. 26–36. (In Russian)
3. Cihak M., Kunt- Demirgüç A, Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems around the World. Policy Research Working Paper. 2012, no 6175, 56 p. Available at: file:///C:/Users/Operator/Downloads/Benchmarking\_Financial\_Systems\_Around\_the\_World.pdf.
4. Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis. Global financial development report 2019/2020 // The World Bank. Available at: file:///C:/Users/Operator/Downloads/9781464814471%20(1).pdf.
5. Regin Ch. Osobennosti komparativistiki [Peculiarities of Comparative Studies]. *Sovremennaya sravnitel'naya politologiya. Khrestomatiya* [Modern comparative political science. Reader]. Moscow. Moscow Public Science Foundation. 1997, pp. 31–51. (In Russian)
6. Mironchik N., Levikhina A. Protsentnyy spread i chistaya protsentnaya marzha bankov v Respublike Belarus': rezul'taty mezhstranovykh sopostavleniy [Interest spread and net interest margin of banks in the Republic of Belarus: results of cross-country comparisons]. *Banking Bulletin* [Banking Bulletin]. 2019, no17, pp. 4-12. (In Russian)

Received 15 October 2020