

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА ИРАНА

© 2018 А. ОБУХОВА

В статье проанализированы особенности функционирования иранского фондового рынка; ключевые показатели, учитываемые при инвестировании в акции публичных иранских компаний, представленных на Тегеранской фондовой бирже; отличия от зарубежной практики. Сделан вывод о том, что иностранные инвесторы через покупку акций иранских инвестиционных холдингов потенциально могут получить доступ практически ко всем отраслям иранской экономики.

Ключевые слова: Тегеранская фондовая биржа, иранский рынок акций, портфельные инвесторы, инвестиционные холдинги, ликвидность, капитализация

INVESTMENT OPPORTUNITIES OF THE IRANIAN STOCK MARKET

Anastasia N. OBUKHOVA, master in Economics, Post-graduate student, Institute for Oriental Studies, Russian Academy of Sciences (anastasia.n.obukhova@yandex.ru)

Iran is very interested in attracting foreign investments from Western countries: the presence of European investors in the Iranian market will allow the country to gain access to the latest technologies, information resources, and to help stabilize Iran's political relations with the West. The paper explores the Iranian stock market characteristics that are taken into account by the portfolio investors who consider buying shares at the Iranian stock market.

In 2012, when international sanctions were introduced, many European companies, despite US pressure, remained on the Iranian market, although the majority - nominally, in the form of representations. This may serve as an confirmation of the attractiveness of the Iranian economy for Western investors and the desire of European companies themselves not to miss the unique investment opportunities.

The article describes the peculiarities of the Iranian public companies, provides comparative data for the foreign public peers. The structure of portfolio investments largely reflects the distribution of foreign direct investments (FDI) already accumulated in the sectors of the economy of Iran, which, in turn, is largely determined by the large amount of natural resources (up to 2/3 of the total FDI) which make the mining and energy industries the most attractive for foreign investors.

The Iranian stock market is well diversified, although, and, as Russian stock market, a large part of it is formed by the commodity companies. The paper draws the conclusion that buying shares by a foreign investor of the listed Iranian holdings may provide exposure to basically all sectors of the Iranian economy and that the international investment community is unlikely to ignore for a long time the emergence of a new - large and liquid - market.

Keywords: Tehran Stock Exchange, Iranian equity market, portfolio investors, investment holdings, liquidity, capitalization

Иран весьма заинтересован в привлечении прямых иностранных инвестиций (ПИИ) стран Запада: присутствие европейских инвесторов на иранском рынке позволит стране получить доступ к новейшим технологиям, информационным ресурсам, способствовать стабилизации политических отношений Ирана с Западом.

В 2012 г., когда были введены международные санкции, многие европейские компании, несмотря на давление США, остались на иранском рынке, хотя большинство - номинально, в виде представительств. Это свидетельствует о привлекательности иранской экономики для западных инвесторов и о желании самих европейских компаний не упустить уникальные инвестиционные возможности. Можно предположить, что международное инвестиционное сообщество вряд ли будет долго игнорировать появление нового - большого и ликвидного - рынка.

Усиление санкционного режима привело к постепенному выводу инвестиций западных стран из Ирана, а на место европейских компаний стали приходиться азиатские, в основном - китайские. В 2006 г., до введения международных санкций, наибольшие объемы инвестиций в Иране приходились на Германию (около 50% всех капиталовложений) и на Южную Корею (30%). После введения первых санкций Совета Безопасности картина начала меняться, и уже в 2009 г. страны Европы и Азиатского региона сравнялись по объему накопленных инвестиций в Иран.

До 2014 г. притоку ПИИ в экономику Ирана способствовали высокие цены на нефть и ориентация страны на экспорт нефти, доходы от продажи

которой формируют валютные запасы страны. По данным Конференции ООН по торговле и развитию, на конец 2015 г. накопленные ПИИ в Иране достигли \$45,1 млрд, и главными инвесторами выступили компании из Китая, Индии и Турции [1]. Накопленные инвестиции Ирана за рубежом приблизились к \$4 млрд. По этим двум показателям Иран занимал, соответственно, 59-е и 75-е места в мире.

Мировой экономический кризис не оказал заметного влияния на приток ПИИ в Иран, который в 2015 г. составил \$2,05 млрд. Тогда же вложения иранских компаний в зарубежные достигли \$0,12 млрд. По сравнению с 2014 г. эти показатели составили: \$2,1 млрд и \$3 млн, соответственно.

ОБУХОВА Анастасия Николаевна, магистр экономики, аспирантка Института востоковедения РАН. РФ, 107031, Москва, ул. Рождественка, 12 (anastasia.n.obukhova@yandex.ru)

Снятие санкций ЕС с Ирана в 2016 г. открыло западным инвесторам мир потенциальных инвестиционных возможностей в Иране, хотя доступ к рынку до сих пор затруднен из-за ограничения трансграничных банковских транзакций и, главное, неопределенности в отношении остающихся в силе американских санкций. Как только основные вопросы рыночной инфраструктуры (модернизация торговых платформ, приведение стандартов бухгалтерской отчетности в соответствие с международными стандартами финансовой отчетности и пр.) в Иране будут решены, мы сможем стать свидетелями существенных притоков в страну иностранных прямых и портфельных инвестиций, особенно на фоне замедления экономик развивающихся стран и низкого возврата на капитал в развитых экономиках.

ЗАКРЫТЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК С БАНКОВСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРОЙ

В отличие от других стран с переходной экономикой, в Иране уже довольно давно существуют банковская инфраструктура и фондовый рынок. Образованная в 1967 г., Тегеранская фондовая биржа (ТФБ) - единственная фондовая биржа Ирана. Операции ТФБ сконцентрированы вокруг торговли акциями, в то время как на внебиржевом рынке Фарабурс представлены, главным образом, долговые инструменты. Торгуются разные типы акций, включая «акции справедливости», «акции участия», дающие держателю право участвовать в прибыли приватизированных компаний. Индекс *TEDPIX* (*Tehran Stock Exchange Dividend & Price Index*) представляет собой средневзвешенную цену акций всех компаний, торгующихся на бирже, и является ключевым показателем Тегеранской фондовой биржи, где торгуются акции более 300 компаний [2].

Абсолютное значение индекса на определенную дату не столь важно. Большее значение имеют из-

менения индекса с течением времени, что позволяет судить об общем направлении движения цен в «индексной корзине», несмотря на то, что цены акций внутри «индексной корзины» могут изменяться разнонаправленно.

Рынок акций ТФБ бурно среагировал на новость о снятии санкций ЕС в январе 2016 г., и индекс *TEDPIX* за 1-й квартал 2016 г. вырос с 61,691 до 81,48 [2]. Однако с апреля 2016 по март 2017 гг. на фоне отсутствия позитивных новостей рынок скорректировался (см. *диагр.*): индекс *TEDPIX* варьировался между 78,415 (в апреле 2016 г.) и 77,584 (в марте 2017 г.) [2] и подрос только в апреле 2017 г. в связи с прогнозами об ожидаемом избрании президентом ИРИ Хасана Роухани.

При этом необходимо отметить, что текущая капитализация ТФБ в 1,5-1,7 раза меньше досанкционных уровней: с 2006 по 2016 гг. капитализация рынка акций Ирана, несмотря на введенные в 2012 г. санкции, утроилась (см. *диагр.*). Такому росту способствовала предпринятая в этот период правительством приватизация компаний ряда отраслей, хотя сама по себе организация процесса приватизации была неоднозначной и напоминала приватизационные модели 1990-х гг. в Российской Федерации и странах Восточной Европы.

На конец апреля 2017 г. (см. *диагр.*) капитализация ТФБ превысила \$102,674 млрд - она сократилась на 8% по сравнению с показателем годичной давности, но на фоне позитивных ожиданий от президентских выборов продемонстрировала рост в 3% по сравнению с предыдущим месяцем. Весной 2016 г. частичное снятие санкций стало главным катализатором роста иранского фондового рынка, что и отразилось в рекордно высоких (постсанкционных) уровнях капитализации в январе-марте 2016 г. В начале 2017 г. рынок акций постепенно корректировался из-за отсутствия новостей подобного масштаба, и только выборы Роухани президентом Ирана 19 мая 2017 г. вернули (внутренних) портфельных инвесторов на фондовый рынок.

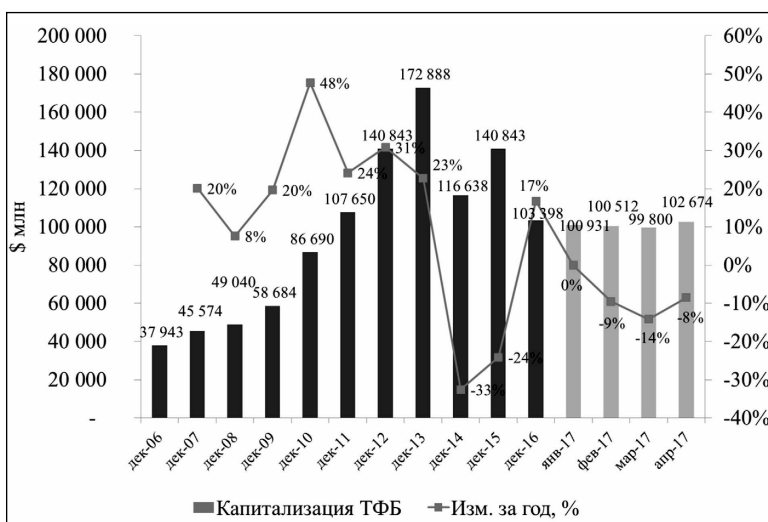


Диаграмма. Капитализация Тегеранской фондовой биржи, декабрь 2006 - апрель 2017 г., изменения за год, %.

Источник: составлено и рассчитано автором [2].

ЛИКВИДНОСТЬ И ПОТЕНЦИАЛ РОСТА РЫНКА АКЦИЙ

Несмотря на возобновившийся рост, иранский рынок акций остается небольшим по сравнению с размером экономики страны, и рыночная капитализация составляет только 27% от ВВП страны (последний в 2016 г., по оценкам МВФ, вырос до \$377 млрд, по оценкам Всемирного банка - до \$393 млрд) [4; 5]. По этому показателю Иран существенно отстает от стран региона, особенно от Индии и Китая, но сопоставим с Турцией, и это же даёт основания говорить, что иранский рынок акций обладает большим потенциалом для роста.

Позиции Ирана в мировом движении капитала весьма незначительны. Другие государства региона Ближнего и Среднего Востока, например, Турция, Египет, сопоставимые с Ираном по численности

населения, ключевым макроэкономическим показателям и уровню экономического развития добились значительных успехов в привлечении иностранных инвестиций. Для иностранных инвесторов одни из наиболее важных макроэкономических факторов - размер и емкость внутреннего рынка. С этой точки зрения Иран имеет серьезное конкурентное преимущество по сравнению с другими странами региона в силу значительной численности населения, занимая 2-е место в регионе после Египта (на конец 2016 г. население Ирана составляло 79,4 млн человек, Турции - 78,3 млн, Египта - 93,8 млн человек) [1].

В то же время емкость внутреннего рынка, которая измеряется объемом ВВП и среднедушевыми доходами, остается относительно невысокой: ВВП Ирана в 2016 г. составил \$377 млрд при реальном росте на внушительные 6,5%; ВВП на душу населения в 2016 г. - \$4683. (Для сравнения: соответствующие ВВП России, Турции и Египта в 2016 г. составили \$1281 млрд, \$857 млрд, \$332 млрд, а ВВП на душу населения - \$8929, \$10743, \$3685, соответственно [5].)

Для портфельных инвесторов, особенно для инвестирующих в экономику стран с высоким риском, большое значение имеет размер фондового рынка, в целом, и объемы ежедневных торгов. Тегеранскую фондовую биржу характеризует довольно хорошая ликвидность* по сравнению со многими рынками: так, с января 2016 по апрель 2017 гг. дневные обороты ТФБ варьировались от \$53 до \$184 млн, а в апреле 2017 г., в среднем, составили \$77 млн в день [2]. Это в 1,5 - 4 раза превышает соответствующие обороты фондовых рынков некоторых развивающихся стран (например, Нигерии и Египта). Поэтому можно сказать, что ликвидность иранского рынка акций вполне существенная, учитывая закрытость иранской экономики.

ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫЙ РЫНОК

Рынок акций Ирана хорошо диверсифицирован, хотя, как и в случае с российским рынком акций, довольно большая его часть формируется за счет сырьевых компаний. На иранские нефтехимические компании и нефтеперерабатывающие заводы приходится более четверти совокупной капитализации рынка акций - 28%, на металлургические компании - 15%, на сектор телекоммуникаций - 12%, на финансовый сектор и холдинговые компании - по 9%, на автопром - 5% и фармацевтику - 4%. Иранский рынок акций характеризует высокая степень концентрации: на 10 самых крупных компаний приходится 30% рыночной капитализации ТФБ [2].

Отраслевая структура портфельных инвестиций во многом совпадает с распределением ПИИ

* Возможность быстро и без существенных колебаний цен совершать куплю-продажу бумаг на фондовом рынке; определяется средним количеством сделок купли-продажи, объемом торгов, разницей между ценой покупки и продажи, количеством акций в свободном обращении (прим. авт.).

по секторам экономики Ирана, что, в свою очередь, во многом определяется специализацией ИРИ в мировой экономике. Большие запасы природных ресурсов делают добывающую промышленность наиболее привлекательной для зарубежных инвесторов: инвестиции в неё составляют свыше 2/3 всего объема накопленных ПИИ в Иране.

Большую долю в общей капитализации иранского рынка акций составляют холдинговые компании с непрозрачной структурой владения и с широким спектром подконтрольных активов в разных отраслях: нефтегазовой, финансовой, строительной, металлургической и пр. Холдинги - это, по сути, большие инвестиционные компании, характерные для иранского рынка акций и являющиеся его отличительной особенностью. На 4 крупнейших из них - *Ghadir Investment Company*, *Civil Pension Fund Investment Co*, *Iran National Investments*, *Kharazmy Investments* - приходится около 5% всей капитализации Тегеранской фондовой биржи.

Хотя на все холдинговые компании формально приходится всего лишь 9% всей рыночной капитализации, следует учитывать, что акции значительной части активов этих холдингов тоже представлены на ТФБ. Например, на 27 мая 2017 г. капитализация холдинга *Ghadir Investment Company* была 81,072 млрд риалов (\$2,5 млрд), а капитализация *Parsian Oil&Gas*, в котором холдинг обладает контрольным пакетом акций, 72,090 млрд риалов (\$2,2 млрд). В свою очередь, последняя контролирует ряд публичных нефтехимических компаний, суммарная капитализация которых превышает капитализацию материнской компании. Например, на ту же дату капитализация этих дочерних компаний составила: *Pardis Petroleum* - 42,534 млрд риалов (\$1,3 млрд), *Shiraz Petroleum* - 11,995 млрд (\$370 млн), *Kermanshah Petroleum* - 9,148 млрд риалов (\$282 млн), а также *Tabriz Oil Refinery* - 18,726 млрд риалов (\$577 млн) [2].

Помимо контроля в нефтехимических компаниях, *Ghadir Investment Company* контролирует компании в таких отраслях, как электроэнергетика, нефтегазовая, финансы, добывающая промышленность, перевозки, информационные технологии, производство строительных материалов. И значительная часть этих активов - публичные акционерные компании, акции которых свободно обращаются на Тегеранской фондовой бирже.

Перекрытое (взаимное) владение акциями, в т.ч. когда дочерние компании владеют акциями своих материнских компаний, широко распространено в иранской модели корпоративного управления. Однако наличие публичных холдингов и, как следствие, большой доли перекрытого владения акциями затрудняет понимание структуры владения публичными компаниями конечными бенефициарами (реальными владельцами) и оценку размеров принадлежащих им активов. Например, на 27 мая 2017 г. капитализация *Telecommunication company of Iran* составила 119,880 млрд риалов (\$3,7 млрд), а капитализация её основного актива (доля 90%) *Iran Mobile* - 128,540 млрд риалов (\$3,9 млрд) [2].

Однако через покупку акций публичных иранских инвестиционных холдингов портфельный инвестор может, по сути, получить доступ ко всем отраслям иранской экономики.

ВЫСОКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ ФОНДОВОГО РЫНКА

Иранский фондовый рынок обладает одним из лучших в мире инвестиционных потенциалов. Иранский рынок акций резко вырос в ходе процесса снятия санкций к началу апреля 2016 г. Хотя, как отмечалось выше, впоследствии рынок скорректировался из-за отсутствия притока иностранных инвесторов. Несмотря на это, иранский фондовый рынок вошел в число рынков с самыми высокими в мире темпами роста за 2016 г. Приток иностранного капитала может значительно увеличить рыночную ликвидность с текущих уровней и изменить стоимость капитала - основные показатели, которые учитывают будущие иностранные портфельные инвесторы Иранского фондового рынка при решении о покупке акций.

По заявлениям официальных органов Ирана, правовой подход в стране в отношении иностранных и отечественных портфельных инвесторов осуществляется на «равных и паритетных условиях». Иностранному юридическим лицам, как и везде в мире, необходимы предварительная регистрация и авторизация. В Иране не установлены требования к минимальному размеру капитала у портфельного инвестора или минимальному размеру осуществляемых им инвестиций.

В настоящее время в Иране иностранные инвесторы подразделяются на две категории: стратегические и нестратегические. Иностранные инвесторы, владеющие пакетом акций, не превышающим 10%, считаются нестратегическими, и на них не распространяются ограничения по размеру прибыли или вывода капитала с рынка [6]. Инвесторы, владеющие свыше 10% акций в компании, считаются стратегическими, и они обязаны владеть акциями в течение минимум двух лет со дня покупки такой доли, и только по истечении этого срока могут продать акции и вывести деньги с рынка.

Существуют ограничения в отношении владения пакетами акций в публичных компаниях для портфельных, т.е. нестратегических инвесторов, владеющих менее 10% акций в компании. Наиболее существенные ограничения для портфельных инвесторов следующие:

- доля одного иностранного инвестора в одной публичной компании, чьи акции представлены на ТФБ или внебиржевом рынке, не может превышать 10% [6];

- количество акций, которыми владеют иностранные инвесторы, не может превышать 20% от всех акций всех публичных компаний, торгующихся на ТФБ или на внебиржевом рынке;

- доля иностранного владения в каждой публичной компании (на ТФБ или Фарабурс) по отдельности не может превышать 20% [6].

Указанные выше ограничения довольно формальны, поскольку доля акций всех публичных иранских компаний, выпущенных в обращение на ТФБ и внебиржевом рынке, едва достигает 20%, а доля акций, находящихся в свободном обращении у многих крупных компаний, не превышает 10% от акционерного капитала.

В результате можно сделать выводы, что инфраструктура, поддерживающая торговые операции, стандарты отчетности, размер ликвидности, уровень корпоративного управления, в настоящее время в Иране мало чем отличается от тех, что были в Российской Федерации, Турции, Китае, многих странах Восточной Европы в середине 1990-х гг., когда получили развитие фондовые операции.

Несмотря на недостаточную прозрачность инвестиционных процессов, запутанную структуру владения публичных компаний, неоднозначность финансового состояния компаний вследствие отсутствия в Иране практики применения международных стандартов финансовой отчетности, иранский фондовый рынок остается недооцененным.

Иранский рынок акций имеет более диверсифицированную структуру, большую ликвидность; экономика страны более стабильна и предсказуема, чем, например, российская 25 лет тому назад. Акции торгующихся на ТФБ холдингов дают возможность портфельным инвесторам получить доступ к отраслям иранской экономики, не представленным на рынке акций.

* * *

У Ирана есть все необходимые условия для устойчивого роста. Как только иранская экономика будет полностью открыта для иностранных инвесторов и иранский фондовый рынок будет интегрирован в мировой рынок капитала, иранский рынок акций может представлять для потенциальных инвесторов интересные инвестиционные возможности.

Список литературы / References

11. United Nations Conference on Trade and Development - http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf (accessed 29.07.2017)
2. Teheran Stock Exchange - <http://search.tse.ir/search/en/index.html?gId=42> (accessed 29.05.2017)
3. Bloomberg Terminal - <https://www.bloomberg.com/europe> (accessed 10.01.2017)
4. World Bank - http://databank.worldbank.org/data/Views/Reports/ReportWidgetCustom.aspx?Report_Name=CountryProfile&Id=b450fd57&tbar=y&dd=y&inf=n&zm=n&country=IRN (accessed 29.05.2017)
5. International Monetary Fund - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (accessed 29.05.2017)
6. The Bylaw Governing Foreign Investment in the Exchanges and OTC Markets - http://new.tse.ir/cms/Portals/0/int/_The_Bylaw_Governing_Foreign_Investment_in_the_Exchanges_and_OTC_Markets_%5BFinal%5D6315.pdf (accessed 29.05.2017)