КРЕДИТНЫЕ И ESG-РЕЙТИНГИ КАК ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ ДОСТУПА АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ К КАПИТАЛУ

Джуматова Гулзар Махмуд кизи
Ташкентский государственный экономический университет
e-mail: gulzarjumatova@gmail.com

Annotatsiya. *Tezisda kredit va ESG reytinglarining aksiyadorlik jamiyatlarini moliyalashtirish shartlariga ta'siri xalqaro tadqiqotlar va O'zbekiston emitentlarining xalqaro obligatsiyalar joylashtirish tajribasi asosida tahlil qilingan. Reytingga ega bo'lgan emitentlar arzonroq va keng investorlar bazasidan mablag' jalb qilishi ko'rsatilib, milliy reyting infratuzilmasini rivojlantirish bo'yicha takliflar berilgan.*

Kalit so'zlar: *kredit reytingi, ESG reytingi, aksiyadorlik jamiyati, kapitalga kirish, yevroobligatsiya, kupon stavkasi, axborot asimmetriyasi.*

Аннотация. *В тезисе на основе международных исследований и опыта размещения международных облигаций эмитентами Узбекистана проанализировано влияние кредитных и ESG-рейтингов на условия финансирования акционерных обществ. Показано, что эмитенты, имеющие рейтинги, привлекают средства дешевле и у более широкого круга инвесторов, и предложены меры по развитию национальной рейтинговой инфраструктуры.*

Ключевые слова: *кредитный рейтинг, ESG-рейтинг, акционерное общество, доступ к капиталу, еврооблигации, купонная ставка, информационная асимметрия.*

Abstract. *Drawing on international research and the experience of Uzbek issuers in placing international bonds, the paper analyses the impact of credit and ESG ratings on the financing conditions of joint-stock companies. It shows that rated issuers raise funds more cheaply and from a broader investor base, and proposes measures to develop the national rating infrastructure.*

Keywords: *credit rating, ESG rating, joint-stock company, access to capital, Eurobonds, coupon rate, information asymmetry.*

Введение. Одной из ключевых проблем финансирования акционерных обществ в развивающихся экономиках является информационная асимметрия между компанией и инвесторами. Инвестор, не располагающий достоверной информацией о финансовом положении эмитента, требует более высокую премию за риск или вовсе отказывается от вложений. Независимые рейтинги – кредитные и ESG-рейтинги – снижают эту асимметрию, предоставляя инвесторам стандартизированную оценку риска. В условиях, когда корпоративный сектор Узбекистана всё активнее выходит на внутренний и международный рынки капитала, роль рейтингов как инструмента доступа к капиталу существенно возрастает.

Основная часть. Значение кредитных рейтингов для корпоративных финансов подтверждено многочисленными исследованиями. По данным опроса финансовых директоров американских компаний, проведённого Дж. Грэмом и К. Харви, кредитный рейтинг является вторым по значимости фактором при принятии решений о долговом финансировании: его назвали важным или очень важным 57,1% респондентов [1]. Д. Кисген показал, что компании, рейтинг которых находится вблизи границы повышения или понижения, сокращают выпуск долга относительно собственного капитала, то есть рейтинг непосредственно влияет на структуру капитала [2].

В последние годы наряду с кредитными рейтингами всё большее значение приобретают ESG-рейтинги, отражающие экологические, социальные и управленческие аспекты деятельности компании. Обобщение около 2200 эмпирических исследований показало, что примерно в 90% из них связь между ESG-показателями и финансовыми результатами компаний является неотрицательной [3]. Вместе с тем Ф. Берг и соавторы установили, что оценки шести ведущих ESG-рейтинговых агентств коррелируют между собой лишь в диапазоне от 0,38 до 0,71 [4]. Это означает, что ESG-рейтинги пока менее стандартизированы, чем кредитные, и компании необходимо учитывать методологию конкретного агентства.

Практика Узбекистана подтверждает выводы международных исследований. Объём корпоративных облигаций в обращении на 1 марта 2025 года составил 2,2 трлн сумов и за год увеличился вдвое, однако это лишь около 1% объёма выпущенных акций (более 216 трлн сумов) [5]. Большинство отечественных эмитентов не имеют кредитного рейтинга, что ограничивает круг инвесторов. В то же время компании, получившие международные рейтинги и подготовившие отчётность по МСФО, успешно размещают облигации на международном рынке (таблица 1).

Таблица 1. Условия размещения международных облигаций эмитентами Узбекистана

Эмитент, дата	Объём	Ориентир доходности → итоговая ставка, %	Спрос
АО «UzAuto Motors», апрель 2021 г.	300 млн долл.	≈5,375 → 4,85	1,4 млрд долл. (≈4,7 раза), около 130 инвесторов
АО «Узбекнефтегаз», ноябрь 2021 г.	700 млн долл.	4,75 (купон)	Более 120 инвесторов
ГП «Навоийуран», июнь 2025 г.	300 млн долл.	7,25–7,375 → 6,70	Более 1,3 млрд долл. (≈4,3 раза), 93 инвестора

Источник: составлено автором на основе [6; 7; 8].

Как видно из таблицы 1, при наличии рейтингов и прозрачной отчётности спрос инвесторов превышал объём размещения более чем в 4 раза, что позволило снизить итоговую ставку по сравнению с первоначальным ориентиром на 0,5–0,7 процентного пункта. Особенно показателен пример ГП «Навоийуран», получившего кредитный рейтинг «BB-» от агентств S&P Global Ratings и Fitch Ratings, а также ESG-рейтинг Sustainable Fitch (третья категория, 55 баллов), присвоенный в апреле 2025 года, – за два месяца до размещения [8]. Наличие ESG-рейтинга расширило круг потенциальных инвесторов, для которых соблюдение ESG-критериев является обязательным условием вложений.

Для внутреннего рынка значение рейтингов не менее велико. При основной ставке Центрального банка 14% годовых [9] процентная ставка по облигациям в национальной валюте складывается из базовой ставки и премии за кредитный риск. В отсутствие рейтинга инвесторы закладывают максимальную премию, что делает облигационное финансирование дорогим и непривлекательным для эмитентов. Следовательно, развитие рейтинговой инфраструктуры напрямую влияет на стоимость капитала акционерных обществ.

Заключение. Кредитные и ESG-рейтинги являются действенным инструментом снижения информационной асимметрии и повышения доступа акционерных обществ к капиталу. Опыт отечественных эмитентов показывает, что наличие рейтингов, отчётности по МСФО и качественного корпоративного управления позволяет привлекать средства у широкого круга международных инвесторов на более выгодных условиях. Для расширения этой практики предлагается: установить обязательность кредитного рейтинга

для эмитентов корпоративных облигаций, допускаемых к публичному обращению; развивать национальные рейтинговые агентства и поэтапно внедрять национальную ESG-методологию, согласованную с международными стандартами; включить наличие рейтинга и его динамику в систему ключевых показателей эффективности акционерных обществ с государственной долей; предусмотреть частичное возмещение расходов на получение первого рейтинга для средних акционерных обществ.

Список использованной литературы

1. Graham J.R., Harvey C.R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field // Journal of Financial Economics. – 2001. – Vol. 60, № 2–3. – P. 187–243.

2. Kisgen D.J. Credit ratings and capital structure // The Journal of Finance. – 2006. – Vol. 61, № 3. – P. 1035–1072.

3. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2015. – Vol. 5, № 4. – P. 210–233.

4. Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings // Review of Finance. – 2022. – Vol. 26, № 6. – P. 1315–1344.

5. Corporate bond issuance in Uzbekistan surpasses 2 trillion soums [Электронный ресурс] // Kursiv Uzbekistan. – 2025. – 8 марта. – URL: https://uz.kursiv.media/en/2025-03-08/corporate-bond-issuance-in-uzbekistan-surpasses-2-trillion-soums/

6. Первые еврооблигации АО «UzAuto Motors» размещены на международном рынке капитала [Электронный ресурс] // АО «Узавтосаноат». – 2021. – URL: https://uzavtosanoat.uz/en/news_show/pervye_evroobligacii_ao_uzauto_motors_razmescheny_na_mezhdunarodnom_rynke_kapitala

7. Uzbekneftegaz places debut Eurobonds for $700 million [Электронный ресурс] // Kun.uz. – 2021. – 10 ноября. – URL: https://kun.uz/en/news/2021/11/10/uzbekneftegaz-places-debut-eurobonds-for-700-million

8. Navoiyuran SE places $300 million Eurobond with lowest coupon rate on London Stock Exchange [Электронный ресурс] // ГП «Навоийуран». – 2025. – 27 июня. – URL: https://navoiyuran.uz/en/navoiyuran-se-places-300-million-eurobond-with-lowest-coupon-rate-on-london-stock-exchange/

9. Markaziy bank asosiy stavkani 14 foizda qoldirdi [Электронный ресурс] // Anhor.uz. – 2025. – 11 сентября. – URL: https://anhor.uz/uzl/news/markaziy-bank-asosiy-stavkani-14-foizda-qoldirdi/