



СТОИМОСТЬ ESG-ДЕФИЦИТА ДЛЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО АВТОПРОИЗВОДИТЕЛЯ ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКИ: СЛУЧАЙ UZAUTO MOTORS JSC

Рахимов А.Р.

The Cost Of Esg Deficit For A State-Owned Automaker From A Transition
Economy: The Case Of Uzauto Motors Jsc

Магистрант, Банковско-финансовая академия, Ташкент

<https://doi.org/10.5281/zenodo.22644925>

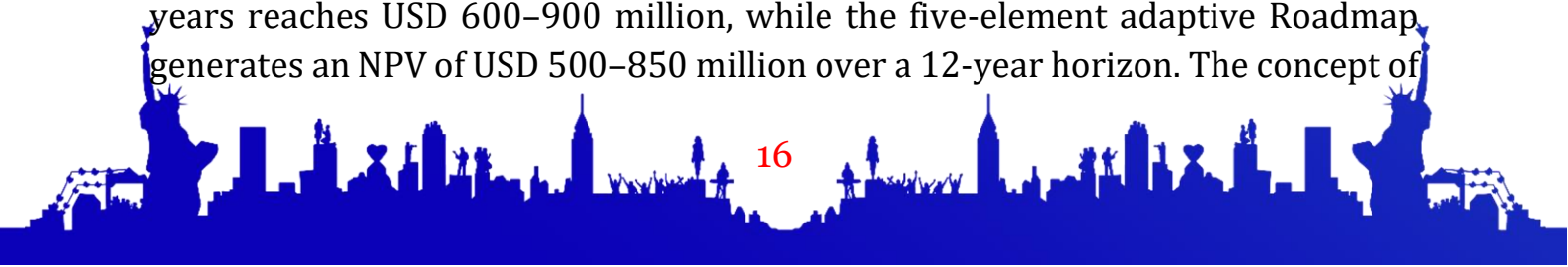
Аннотация.

В настоящей работе впервые проводится систематическая количественная оценка стоимости ESG-дефицита для государственного автопроизводителя из переходной экономики — UzAuto Motors JSC (Республика Узбекистан). Используются четыре взаимодополняющих метода: модель Altman EM Z-score с ESG-сенситивным сценарным анализом; декомпозиция кредитного спреда еврооблигаций по данным Bloomberg Intelligence и S&P ESG Credit Indicator; трёхуровневый Gap-анализ (13 разрывов); NPV-модель адаптационной Дорожной карты. Ежегодная стоимость ESG-дефицита составила 26–50 млн долларов (1,1–2,1% выручки). Дисконтированная стоимость бездействия за 10 лет достигает 600–900 млн долларов, тогда как пятиэлементная адаптационная Дорожная карта генерирует NPV 500–850 млн долларов при горизонте 12 лет. Предложена концепция «институционально-откалиброванной ESG-адаптации», применимая к Government-Related Entities (GRE) автомобильного сектора любой юрисдикции.

Ключевые слова: ESG-дефицит, GRE, UzAuto Motors, стоимость бездействия, Z-score, кредитный спред, адаптационная Дорожная карта, переходная экономика.

Abstract.

This paper provides the first systematic quantitative assessment of the ESG deficit cost for a state-owned automaker from a transition economy — UzAuto Motors JSC (Republic of Uzbekistan). Four complementary methods are employed: the Altman EM Z-score model with ESG-sensitive scenario analysis; credit spread decomposition of Eurobonds based on Bloomberg Intelligence data and S&P ESG Credit Indicator; a three-level gap analysis (13 gaps); and an NPV model of the adaptive Roadmap. The annual ESG deficit cost is estimated at USD 26–50 million (1.1–2.1% of revenue). The discounted cost of inaction over 10 years reaches USD 600–900 million, while the five-element adaptive Roadmap generates an NPV of USD 500–850 million over a 12-year horizon. The concept of





"institutionally calibrated ESG adaptation" applicable to GREs in the automotive sector of any jurisdiction is proposed.

Keywords: ESG deficit, GRE, UzAuto Motors, cost of inaction, Z-score, credit spread, adaptive Roadmap, transition economy.

Введение

На рубеже 2020-х годов ESG-факторы превратились из периферийных индикаторов репутации в детерминанты долгосрочной финансовой устойчивости. Данный сдвиг ощущается неравномерно: публичные компании развитых рынков оказались под давлением регуляторов и институциональных инвесторов значительно раньше, чем государственные предприятия переходных экономик. Этот разрыв в академическом внимании хорошо задокументирован: Government-Related Entities (GRE) охвачены менее чем 3% корпуса глобальных ESG-исследований (Friede, Busch and Bassen, 2015).

UzAuto Motors JSC представляет собой исключительно удобный объект для заполнения данного пробела. Компания является крупнейшим автопроизводителем Республики Узбекистан (400 000+ авт./г.), располагает кредитным рейтингом BB- (S&P, Fitch), портфелем еврооблигаций на \$500 млн и одновременно не имеет в портфеле ни одной электрифицированной модели. Сочетание активного присутствия на международных рынках капитала с почти нулевой ESG-зрелостью делает компанию, пожалуй, наиболее показательным примером структурного ESG-дефицита среди GRE региона.

До настоящего исследования количественная оценка стоимости подобного дефицита для компании данного класса в академической литературе отсутствовала. Именно это и составляет цель настоящей работы.

Литература и постановка исследовательской проблемы

Метаанализ Friede, Busch and Bassen (2015), охвативший 2 200 исследований, фиксирует ненегативную взаимосвязь ESG и финансовых показателей примерно в 90% работ. Тем не менее доминирующий фокус исследований — публичные компании с развитых рынков. GRE переходных экономик, принимающие сегодня наиболее критические ESG-решения, остаются на периферии академического интереса (Boubakri et al., 2012).

Методологическую проблему усугубляет фрагментарность данных. Berg, Kolbel and Rigobon (2022) показали, что корреляция между оценками различных ESG-провайдеров не превышает 0,54 даже для хорошо





раскрывающихся публичных компаний. Для непубличных GRE, подобных UzAuto Motors, информационная асимметрия на порядок выше — что требует применения специализированных инструментов, прежде всего модели Altman EM Z-score (Altman, Hartzell and Peck, 1995), изначально разработанной для условий именно такой информационной неполноты.

Таким образом, исследовательский пробел имеет два измерения: объектное (GRE переходных экономик системно не изучены) и методологическое (стандартные инструменты ESG-анализа неприменимы напрямую). Настоящая работа предлагает подход, закрывающий оба.

Методология

Исследование применяет четыре взаимодополняющих количественных метода, каждый из которых раскрывает отдельный аспект ESG-дефицита.

Первый — модель Altman EM Z-score (Altman, Hartzell and Peck, 1995) с ESG-сенситивным сценарным анализом. Формула $Z_{EM} = 6,56 \cdot X_1 + 3,26 \cdot X_2 + 6,72 \cdot X_3 + 1,05 \cdot X_4$ применена к аудированной МСФО-отчётности UzAuto Motors за 2023 год. Дополнительно рассчитан стресс-сценарий — снижение выручки на 20% при усилении конкуренции китайских OEM.

Второй — декомпозиция кредитного спреда еврооблигаций. Фактический спред UzAuto Motors (данные Bloomberg Intelligence, 2024) сопоставлен с медианным спредом сопоставимых GRE с рейтингом BB- на развивающихся рынках. Превышение декомпозировано на базовый, регуляторный и ESG-специфический компоненты по методологии S&P ESG Credit Indicator (S&P Global Ratings, 2025).

Третий — трёхуровневый Gap-анализ. Контент-анализ корпоративной документации UzAuto Motors (проспекты еврооблигаций 2021 и 2023 гг., МСФО-отчётность 2020–2024 гг., рейтинговые отчёты S&P и Fitch) по четырёхэтапному протоколу позволил идентифицировать и приоритизировать 13 разрывов по трём уровням: стратегическому, операционному, институциональному.

Четвёртый — NPV-модель адаптационной Дорожной карты. Каждый из пяти элементов Дорожной карты оценён по операционным потокам при ставке дисконтирования 8–10% и горизонте 12 лет. Верификация проводилась методом триангуляции источников (Yin, 2018).

Результаты

EM Z-score и сценарный анализ





Расчёт на основе аудированных данных за 2023 год дал следующие компоненты: $X_1 = 0,194$; $X_2 = 0,167$; $X_3 = 0,106$; $X_4 = 0,650$. Итоговое значение $Z_{EM} = 3,213$, что формально соответствует «безопасной зоне» (порог $>2,60$ по Altman, Hartzell and Peck, 1995). Однако за этой цифрой скрывается хрупкость, которую хорошо демонстрирует сценарный анализ (Таблица 1).

Таблица 1. Сценарный анализ EM Z-score UzAuto Motors (2023)

Сценарий	Z_{EM}	Зона	Основной риск
Базовый (2023)	3,213	Безопасная	—
Стресс: выручка –20%	$\approx 2,40$	Серая	X_3 (EBIT/активы) ↓
После ESG-трансформации	$> 3,50$	Безопасная	Снижение спреда, рост EBIT

Источник: расчёт автора на основе UzAuto Motors JSC (2020–2024); Altman, Hartzell and Peck (1995).

Снижение выручки на 20% переводит компанию в «серую зону» ($Z_{EM} \approx 2,40$) — преимущественно через компонент X_3 (EBIT/активы), что отражает высокий операционный рычаг при нулевой ESG-диверсификации портфеля. Это не гипотетический сценарий: китайские OEM уже занимают 14% рынка Узбекистана в 2024 году, и тенденция ускоряется.

Декомпозиция кредитного спреда

По данным Bloomberg Intelligence (2024), фактический спред еврооблигаций UzAuto Motors составляет 340–420 б.п. над UST при медианном спреде сопоставимых GRE с рейтингом BB- на уровне 280–320 б.п. Превышение в 60–100 б.п. декомпозировано следующим образом: 25–35 б.п. атрибутируются ESG-специфическим рискам — недостаточной нефинансовой прозрачности, отсутствию GRI-отчётности и нулевой доле электрифицированных моделей (S&P Global Ratings, 2025). Остаток обусловлен страновым и суверенным компонентами.

Совокупная ежегодная стоимость ESG-дефицита складывается из трёх компонентов: избыточные процентные расходы — \$1,25–1,75 млн; гарантийные расходы сверх отраслевого бенчмарка — \$20–35 млн (гарантийные расходы UzAuto превышают показатель Toyota 1,8% выручки — ориентир для зрелого OEM согласно Fitch Ratings, 2024); нереализованный потенциал энергоэффективности — \$4,5–12,5 млн. Итого: 26–50 млн долларов в год, или 1,1–2,1% выручки.

Трёхгоризонтная оценка стоимости бездействия





Структура потерь при бездействии принципиально нелинейна. В краткосрочной перспективе (2025–2027) регуляторное давление и нарастание стоимости заимствований формируют потери 3,5–9,5 млн долларов в год. Среднесрочно (2028–2030) — по мере ужесточения стандартов ESG-прозрачности для доступа к международному долговому рынку — диапазон расширяется до 55–120 млн долларов в год. Долгосрочно (после 2031) — обесценение ДВС-специфичного оборудования (40–50% из совокупного пула стоимостью 600–800 млн долларов) может дать единовременные потери 240–400 млн долларов.

Дисконтированная стоимость потерь за 10 лет при ставке 12% составляет 600–900 млн долларов. Это сопоставимо с инвестиционными требованиями полноценной трансформации (\$800 млн–1,2 млрд за 5 лет), что делает вопрос «трансформироваться или нет» финансово очевидным.

Гар-анализ и адаптационная Дорожная карта

Трёхуровневый Гар-анализ выявил 13 разрывов. Наиболее критические: на стратегическом уровне — отсутствие публичных ESG-целей, ESG-комитета при совете директоров, ESG-KPI в системе вознаграждения менеджмента; на операционном — 0% электрифицированных моделей против 37,2% у Toyota, разрыв по TRIR в 2,8–3,5 раза; на институциональном — отсутствие GRI-отчётности и «зелёного» облигационного фреймворка. Приоритизация разрывов по трём критериям (финансовая материальность, реализуемость, стратегическая последовательность) отражена в Таблице 2.

Таблица 2. Гар-анализ и трансляция в элементы Дорожной карты UzAuto Motors

Уровень	Разрывы	Приоритет	Элемент Дорожной карты
Стратегический	S-1...S-4 (4)	Высший: S-1, S-3, S-4	Multi-pathway; институциональное укрепление
Операционный	O-1...O-5 (5)	Второй: O-1, O-3, I-3	Зелёный Кайдзен; зелёные поставщики
Институциональный	I-1...I-4 (4)	Высший: I-1, I-4	Хаб рециклинга батарей; GRI Core + TCFD

Источник: составлено автором на основе контент-анализа отчётности UzAuto Motors (2020–2024); S&P Global Ratings (2025); Fitch Ratings (2024).





Из выявленных разрывов вытекает пятиэлементная адаптационная Дорожная карта. Элемент 1 — «Зелёный Кайдзен»: система непрерывных улучшений производственной энергоэффективности, снижение Score 1&2 на 15–22%, прямая экономия 22–40 млн долларов в год при CAPEX 60–90 млн долларов за 5 лет. Элемент 2 — Multi-pathway: поэтапная электрификация портфеля через гибридные платформы (MHEV → HEV → BEV), дополнительная маржа \$400–650 млн за 7 лет, NPV \$260 млн. Элемент 3 — программа зелёных поставщиков: снижение Score 3 на 15–20%, операционная экономия 20–40 млн долларов в год. Элемент 4 — хаб рециклинга аккумуляторных батарей: IRR 12–18%, выручка 25–45 млн долларов в год. Элемент 5 — институциональное укрепление (GRI Core, TCFD, ESG-комитет): снижение ESG-компонента кредитного спреда на 5–10 млн долларов в год.

Совокупный NPV Дорожной карты при горизонте 12 лет и ставке дисконтирования 8–10% составляет \$500–850 млн. Это означает, что ESG-трансформация финансово рациональна при любом реалистичном наборе допущений — включая пессимистический сценарий по выручке.

Обсуждение и выводы

Полученные результаты позволяют сформулировать несколько выводов, выходящих за рамки конкретного случая UzAuto Motors.

Во-первых, ключевой вывод — не о том, что ESG-трансформация «выгодна» в абстрактном смысле. Вывод конкретный: при дисконтированной стоимости бездействия \$600–900 млн и NPV Дорожной карты \$500–850 млн разрыв между сценариями действия и бездействия составляет от 1,1 до 1,75 млрд долларов. Это уже не вопрос ESG-философии, а вопрос корпоративного управления.

Во-вторых, методологически важно, что сценарный анализ Z_{EM} выявил зону уязвимости, не видимую при взгляде только на базовое значение 3,213. Именно ESG-компонент — нулевая электрификация портфеля, высокий операционный рычаг — определяет чувствительность финансовой устойчивости к внешним шокам.

В-третьих, предложенная концепция «институционально-откалиброванной ESG-адаптации» принципиально отличается от копирования практик глобальных OEM. Перенос требует системной рекалибровки под конфигурацию институциональных стимулов и ресурсных возможностей компании-реципиента. Применительно к UzAuto Motors это означало: ускоренный Multi-pathway вместо 25-летнего





органического цикла Toyota; «Зелёный Кайдзен» через наставничество GM вместо самостоятельных НИОКР; «зелёный» облигационный фреймворк как инструмент снижения стоимости капитала, а не декларативной ESG-отчётности.

Концепция воспроизводима для GRE автомобильного сектора любой юрисдикции. Параметры модели (пороги Гар-анализа, ставка дисконтирования, ESG-компонент спреда) подлежат локальной адаптации — методологическая рамка остаётся неизменной.

Список использованной литературы:

1. Altman, E.I., Hartzell, J. and Peck, M. (1995) Emerging markets corporate bonds: A scoring system. New York: Salomon Brothers.
2. Berg, F., Kolbel, J.F. and Rigobon, R. (2022) 'Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings', Review of Finance, 26(6), pp. 1315–1344.
3. Bloomberg Intelligence (2024) ESG assets under management outlook 2024. New York: Bloomberg LP.
4. Boubakri, N. et al. (2012) 'The political economy of residual state ownership in privatized firms: Evidence from emerging markets', Journal of Corporate Finance, 18(3), pp. 601–621.
5. Fitch Ratings (2024) UzAuto Motors: Rating action commentary. London: Fitch Ratings.
6. Friede, G., Busch, T. and Bassen, A. (2015) 'ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies', Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), pp. 210–233.
7. S&P Global Ratings (2025) UzAuto Motors: ESG credit indicator report. New York: S&P Global.
8. UzAuto Motors JSC (2020–2024) Annual reports and IFRS consolidated financial statements. Asaka: UzAuto Motors JSC.
9. UzAuto Motors JSC (2021) Prospectus for the issue of Eurobonds: USD 300 million 5.250% notes due 2026. Asaka: UzAuto Motors JSC.
10. UzAuto Motors JSC (2023) Prospectus for the issue of Eurobonds: USD 200 million notes due 2028. Asaka: UzAuto Motors JSC.
11. Yin, R.K. (2018) Case study research and applications: Design and methods. 6th edn. Thousand Oaks: SAGE Publications.

