

© 2022

Бахыш Ахмедов

кандидат экономических наук, доцент кафедры Экономики и менеджмента
Азербайджанского Государственного Экономического Университета
(г. Баку, Азербайджан)
(e-mail: bahmadov@gmail.com)

ОЦЕНКА ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ФОРМИРОВАНИЕ СБЕРЕЖЕНИЙ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА В АЗЕРБАЙДЖАНЕ

В статье рассматриваются теоретические и практические аспекты формирования сбережений корпоративного сектора. Анализ показывает, что в Азербайджане существует значительная зависимость национальных сбережений от доходов от нефти. Перераспределение государством доходов от нефти оказывает существенное влияние на формирование сбережений в корпоративном секторе. Исследование обнаружило значительную связь между сбережениями домохозяйств и государства и сбережениями корпоративного сектора. Влияние инфляции на сбережения корпоративного сектора было ограниченным. Кроме того, рост процентных ставок не увеличивает, а уменьшает корпоративные сбережения.

Ключевые слова: сбережения, корпоративный сектор, нефтяные доходы.

DOI: 10.31857/S020736760018139-1

Уровень экономического развития страны зависит не только от размера доходов, но и от суммы накопленных богатств. Национальные сбережения играют важную роль в экономическом росте и улучшении благосостояния общества. Эта часть оставшихся доходов направляется на рост будущего потребления и служит основным источником финансирования национального богатства и инвестиций.

Национальные сбережения — это часть располагаемого дохода страны, которая не расходуется на конечное потребление товаров и услуг [23. С. 183]. При положительной величине национальных сбережений национальное богатство увеличивается, а при отрицательной — уменьшается. В отличие от национальных сбережений инвестиции, хотя и являются одним из основных факторов экономического роста в стране, в конечном итоге не являются прямым фактором увеличения национального богатства.

В системе национальных счетов национальные сбережения делятся на сбережения нефинансовых предприятий, сбережения финансовых предприятий, сбережения органов государственного управления, сбережения домашних хозяйств и сбережения некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства. Поскольку нефинансовые и финансовые предприятия не имеют расходов на конечное потребление, их сбережения равны располагаемому ими доходу [23. С. 182]. Следует отметить, что основным источником сбережений в корпоративном секторе является объем потребления капитала с нераспределенной прибылью после

налогообложения. Разница между сбережениями и стоимостью потребленного капитала формирует чистые сбережения в корпоративном секторе.

В системе национальных счетов сумма сбережений и капитальных трансферов равна сумме чистого кредитования с чистым приобретением нефинансовых активов (приобретение нефинансовых активов за вычетом выбытия минус потребление основного капитала), а наличные деньги и банковские депозиты также являются компонентами чистого кредита [23. С. 198]. В этом отношении денежные средства фирмы могут быть получены за счет сбережений.

Кроме того, согласно системе национальных счетов, доля нераспределенной прибыли предприятия с прямыми иностранными инвестициями считается сначала переданной напрямую иностранному инвестору, а затем реинвестированной, и в этом случае эта сумма не включается в сбережения корпоративного сектора [23. С. 154]. В связи с этим увеличение в экономике страны доли предприятий с иностранными инвестициями может оказать понижающее влияние на сбережения корпоративного сектора.

Внутренние ресурсы играют важную роль в финансировании производственной и экономической деятельности в корпоративном секторе. Исследования Дж. Фана, С. Титмана и Г. Туайта показывают, что в период с 1991 по 2006 гг. отношение заемного капитала к активам в компаниях составляло 26% [10. С. 35]. Кроме того, согласно опросу, проведенному среди 40 тыс. компаний в 67 странах: 59,2% финансовых ресурсов компаний в странах с низким уровнем дохода, 59,3% — в странах со средним уровнем дохода и 58,2% — в странах с высоким уровнем дохода формировались из внутренних источников [6. С. 3060]. Как видно, сбережения корпоративного сектора играют важную роль с точки зрения инвестиционной активности. Н. Калдор отмечает, что у предпринимателей больше склонность к сбережению, чем у домохозяйств [11. С. 95]. Таким образом, предпринимателям легче превратить сбережения в инвестиции.

Факторы, влияющие на сбережения в корпоративном секторе. Согласно Дж. Саксу и Ф. Лорану, общие сбережения частного сектора равны сумме сбережений корпоративного сектора и сбережений домохозяйств, и если домохозяйства владеют фирмами, они определяют сбережения частного сектора [21. С. 109]. В этом случае фирмы делают сбережения в пользу домашних хозяйств. То есть если акционеры фирмы полностью рациональны и воспринимают изменение сбережений корпоративного сектора как изменение размера своих активов, то они решают оставить средства в фирме и это называется эффектом «снятия корпоративной вуали» [4. С. 4]. Это означает, что решения о сбережениях домохозяйств и корпоративного сектора взаимосвязаны. Действительно, когда домохозяйства владеют фирмами, стоимость их акций возрастает по мере увеличения нераспределенной части прибыли. А это может привести к увеличению благосостояния домохозяйств и изменению поведения потребителей. Кроме того, поскольку домохозяйства, как владельцы фирмы, принимают решение

о распределении прибыли, они могут принять сбережения фирмы, как часть своих сбережений. Это возможно при отсутствии разделения финансового и промышленного капитала, а также при наличии развитых рынков капитала и отсутствии налога на прирост капитала. Поэтому, чем выше доля индивидуальных и семейных предприятий в национальной экономике, тем больше вероятность этого эффекта.

Кроме того, эффект может быть уменьшен, если рынки капитала несовершенны, акционеры предпочитают увеличивать располагаемый доход над приростом капитала, существует риск ликвидности при получении дохода от прироста капитала и существуют налоги. Например, если нераспределенная прибыль инвестируется в новые инвестиционные проекты, которые являются неэффективными и, следовательно, не в интересах акционеров, то благосостояние домашних хозяйств, вследствие высоких корпоративных сбережений, не увеличивается, и, как следствие, их потребительское поведение не меняется. Точно так же государственные фирмы выплачивают дивиденды государству, и если влияние дохода из этого источника на домохозяйства явно не ощущается, то этот фактор не повлияет на сберегательное поведение домохозяйств [5. С. 31].

Решение о распределении прибыли госпредприятий напрямую зависит от государственных органов. В этом отношении существует связь между сбережениями государства и сбережениями корпоративного сектора.

Низкая диверсификация внутренних рисков в развивающихся странах и слабое развитие финансовых рынков увеличивают сбережения фирм, связанные с мотивом предосторожности [18. С. 385]. Дж. Кейнс мотив предосторожности определяет как подготовку к непредвиденным обстоятельствам, требующим внезапных расходов, и к непредвиденным возможностям для выгодных покупок [12. С. 196]. В целом мотив предосторожности связан с реакцией хозяйствующих субъектов на будущие риски, определяемые текущей ситуацией. В этом случае наличие ограничений на привлечение средств во время инвестиционных возможностей также увеличивает сбережения корпоративного сектора.

Для компаний с эффективными инвестиционными проектами очень важен доступ к внешним источникам финансирования для своевременной реализации данных проектов. Если фирма делает недостаточно инвестиций, возникают две проблемы. Во-первых, в результате недостаточных инвестиций технико-экономический уровень производства не соответствует современным требованиям, что может привести к снижению конкурентоспособности фирмы на рынке. Во-вторых, доля компании на рынке сокращается, если она не достигает необходимого уровня производственной мощности. Восстановление утраченной доли рынка требует больше затрат по сравнению с сохранением доли рынка в связи с дополнительной рекламой, более низкими ценами

и повышением качества производимого продукта [3. С. 209]. Поскольку инвестиции осуществляются в относительно короткий период времени, а инвестиционные возможности возникают неожиданно, фирмы могут полагать, что оптимальный вариант – сбережения. Однако склонность фирм к сбережению во многом зависит от их доступа к внешнему финансированию. В этом отношении финансовая система играет важную роль в перераспределении существующих сбережений в пользу фирм, имеющих инвестиционные возможности и осуществляющих эффективные инвестиции в экономику [15. С. 718].

Оптимальная инвестиционная политика фирмы требует, чтобы инвестиционный проект был завершен относительно быстро. Это связано с тем, что по мере увеличения продолжительности инвестиционного периода увеличивается и объем инвестиций. Но и относительно короткий период инвестиций обычно требует дорогостоящего финансирования. Фирмы имеют относительно большие остатки денежных средств в случае, когда внешнее финансирование является дорогостоящим или когда существует высокая неопределенность в отношении доходов [20. С. 1730]. Согласно данному подходу, оптимальная политика сбережений фирмы зависит от ее ожидаемых финансовых потребностей в будущем; а в тех областях, где делается больший объем инвестиций, объем сбережений больше. Кроме того, оптимальная сумма денежных средств фирмы определяется компромиссом между низкой доходностью ликвидных активов и нераспределенной прибылью, полученной за счет минимизации более дорогого внешнего финансирования будущих инвестиционных возможностей. То есть по мере увеличения стоимости внешнего финансирования, увеличения дисперсии будущих денежных потоков фирмы и увеличения прибыли от будущих инвестиционных возможностей, увеличивается и оптимальный объем внутренней ликвидности [13. С. 335].

На сбережения в корпоративном секторе влияет также экономическая активность. Проведенные исследования показали, что существует положительная связь между объемом сбережений и экономическим ростом [16. С. 165]; [22. С. 14]. К. Керол и Д. Вейл тоже рассматривали экономический рост как один из детерминантов сбережений [8. С. 180]. Высокий экономический рост способствует образованию высоких доходов, что в свою очередь способствует увеличению сбережений. Так, источниками сбережений в корпоративном секторе являются прибыль и потребление основного капитала (амортизация). Экономический рост позволяет увеличить как амортизацию за счет расширения основного капитала, так и прибыль.

В период роста экономической активности фирмам нужны дополнительные денежные средства для обеспечения растущего оборота товаров и услуг. Таким образом, увеличение сбережений корпоративного сектора за счет транзакционного эффекта происходит тогда, когда возникает необходимость увеличения остатка денежных средств.

В классической теории зависимое от реальной процентной ставки сбережение считается первичным, т.е. увеличение процентной ставки приводит к увеличению сбережения, а это способствует снижению потребления. В то же время существуют разные подходы к влиянию процентных ставок на национальные сбережения. К. Шмидт-Гебел и Л. Севен не обнаружили зависимость между процентной ставкой и нормой сбережения [22. С. 18]. Но вместе с тем некоторые экономисты отмечают, что такая ситуация связана с проблемой идентификации [1. С. 119]. Проблема идентификации возникает в случае, если между переменными существуют связи более, чем одного типа. П. Массон и другие выявили положительный эффект между национальными сбережениями и процентными ставками, а Н. Лоайза и другие выявили отрицательный эффект [17; 16]. Если мы примем эффект «снятия корпоративной вуали», то низкие процентные ставки приведут к замене сбережений потреблением, но также они уменьшат инвестиционный доход и увеличат сбережения домохозяйств.

Если реальный обменный курс повышается, импорт становится дешевле, а отечественные товары дорожают, что отрицательно сказывается на экономической активности. Когда мобильность капитала высока, обменный курс национальной валюты является ключевым фактором в определении макроэкономического равновесия в малых странах с открытой экономикой. Любое нарушение равновесия в такой экономике приводит к соответствующему изменению реального обменного курса, что ведет к новому долгосрочному равновесию [2. С. 13]. Согласно некоторым исследованиям, снижение реального обменного курса увеличивает норму сбережений [9]. Однако П. Монтель и Л. Севен не определили точную взаимосвязь между нормой сбережений и обменным курсом [19. С. 30]. Б. Бернанке также отмечает, что высокие сбережения способствуют снижению реального обменного курса [7]. Согласно последнему подходу, не реальный обменный курс является фактором формирования национальных сбережений, а, скорее, изменение объема национальных сбережений является фактором, определяющим реальный обменный курс. В то же время обесценивание национальной валюты увеличивает номинальную стоимость инвестиций в национальной валюте, поскольку основная часть инвестиционных товаров не производится в малых странах, и этот фактор увеличивает потребность фирм в финансовых средствах для реализации инвестиционных возможностей.

Один из факторов, влияющих на сбережения в корпоративном секторе, связан с налоговой и амортизационной политикой. Так, уровень налоговых ставок и ставок амортизации определяет размер располагаемого дохода в корпоративном секторе. Однако налог на добавленную стоимость, акцизный налог, налог на имущество и другие налоги тоже могут изменить размер прибыли.

Текущая ситуация. Нефтяной сектор в Азербайджане играет важную роль в развитии национальной экономики. Так, доля нефтяного сектора в ВВП в 2005–2020 гг. колебалась от 28,4% до 56,1%. Кроме того, развитие нефтяного сектора привело к формированию необходимых ресурсов для финансирования национальной экономики.

Как видно из Рис. 1, несмотря на отсутствие существенных отклонений в динамике роста реального ВВП в 2005–2020 гг., наблюдались значительные колебания в динамике национальных сбережений в реальном выражении. В основном это произошло из-за цен на нефть. За этот период около 82,8% добытой в стране нефти было экспортировано, а средняя доля нефтегазового сектора в ВВП составила 42,2%. Поскольку структура ВВП рассчитывается в фактических ценах, цена на нефть была основным фактором, влияющим на структуру ВВП. Кроме того, при повышении цен на нефть доля расходов на потребление в ВВП уменьшается, а при понижении — увеличивается. Следует отметить, что рост цен на нефть на мировом рынке позволяет Азербайджану приобретать дополнительные товары и услуги.

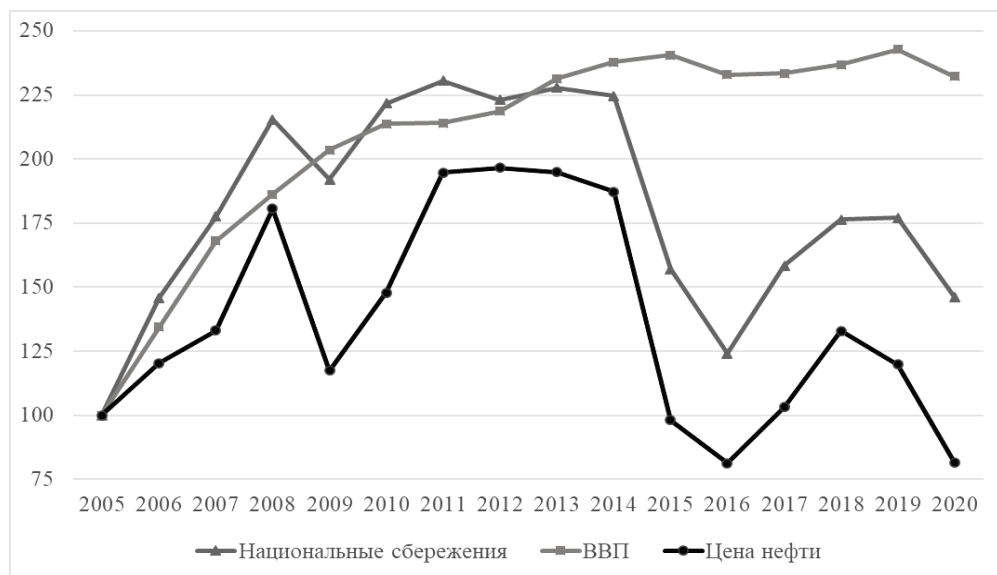


Рис. 1. Динамика реального ВВП и реальных национальных сбережений в Азербайджане и цены на азербайджанскую нефть (2005 = 100) [26]

При этом в последние годы значительная часть расходов государственного бюджета финансируется за счет доходов от нефти. В 2005–2020 годах средняя доля доходов государственного бюджета, сформированная за счет доходов от нефти, составила 60,7%, а средняя доля расходов государственного бюджета в ВВП составила 27,7%. Поскольку нефтяные доходы государственного

бюджета были потрачены в основном не в нефтяном секторе, эти доходы также оказали значительное влияние на развитие других секторов.

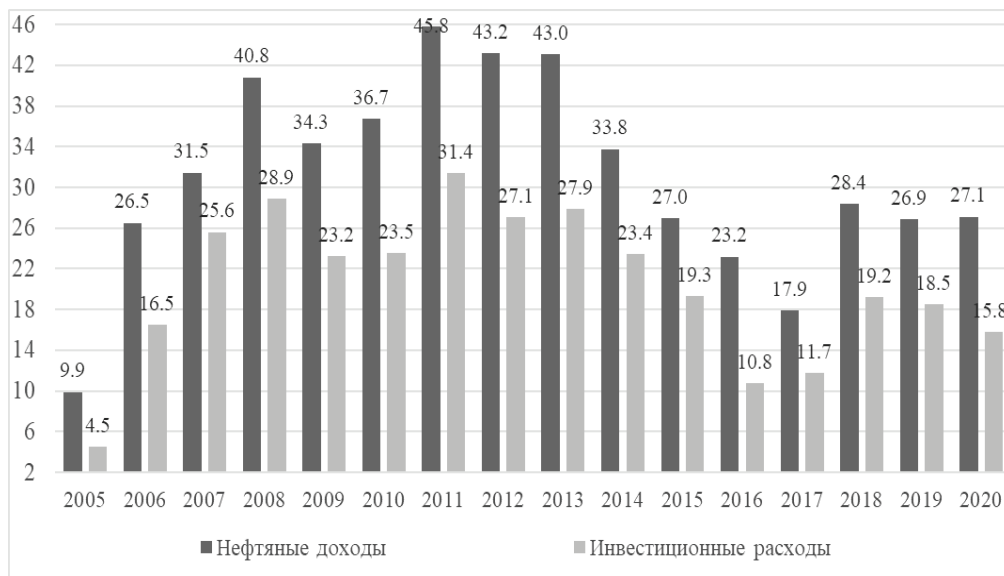


Рис. 2. Отношение нефтяных доходов и инвестиционных расходов государственного бюджета к нефтефактору ВВП (%) [26]

Как видно из рисунка, отношение нефтяных доходов государственного бюджета к нефтефактору ВВП значительно выше. Это играет важную роль в формировании сбережений в национальной экономике, в том числе в нефтефакторном секторе. Сравнение Рис. 1 и Рис. 2 показывает, что существует прямая зависимость между ценами на нефть и нефтяными доходами государственного бюджета. В некоторых случаях изменение цен на нефть влияло на доходы бюджета с некоторым лагом. Это было связано с отсутствием в госорганах в ходе бюджетного процесса точных прогнозов динамики цен на нефть. Доля нефтефакторного сектора в ВВП снизилась с 36,3% в 2014 году до 28,3% в 2015 году. Это связано с тем, что эффект от снижения цен на нефть на мировом рынке превысил эффект от обесценивания национальной валюты. Так, если в начале 2015 года манат обесценился примерно на 33,6%, то в этом году среднегодовая цена на нефть снизилась на 46,7% по сравнению с предыдущим годом. Дополнительное обесценивание национальной валюты на 48,5% в конце 2015 года привело к увеличению доли нефтефакторного сектора в ВВП в 2016 году до 32,4%. В то же время сохранение доходов госбюджета в манатах на уровне прошлого года в 2016 году привело к перечислению в госбюджет меньшей части доходов от нефти, которые в основном формируются в долларах США. Так, доля доходов госбюджета от нефти в нефтефакторном ВВП снизилась с 66,4% в 2015 году до 47,2% в 2016 году и до 31,5% в 2017 году.

Большие изменения в основном коснулись объема инвестиционных расходов бюджета. При падении цен на нефть инвестиционные затраты бюджета уменьшаются, а при повышении цен — увеличиваются. Однако такие изменения доходов государственного бюджета от нефти, на которые приходится значительная доля нефтегазового ВВП, усиливают неопределенность в национальной экономике, так как инвестиционные расходы имеют мультипликативный эффект и уменьшение этих расходов оказывает значительное влияние на сокращение внутреннего спроса.

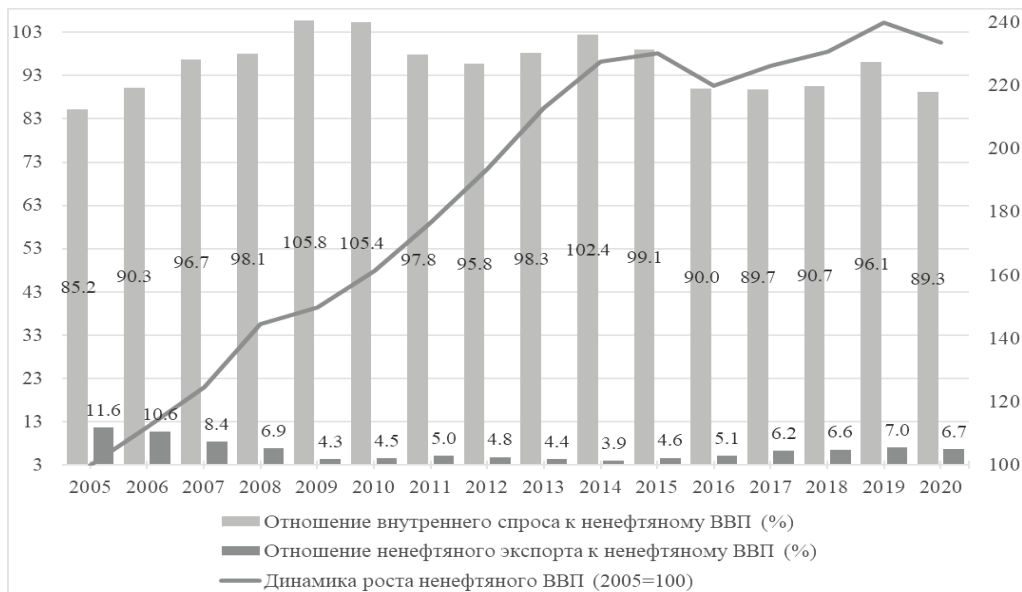
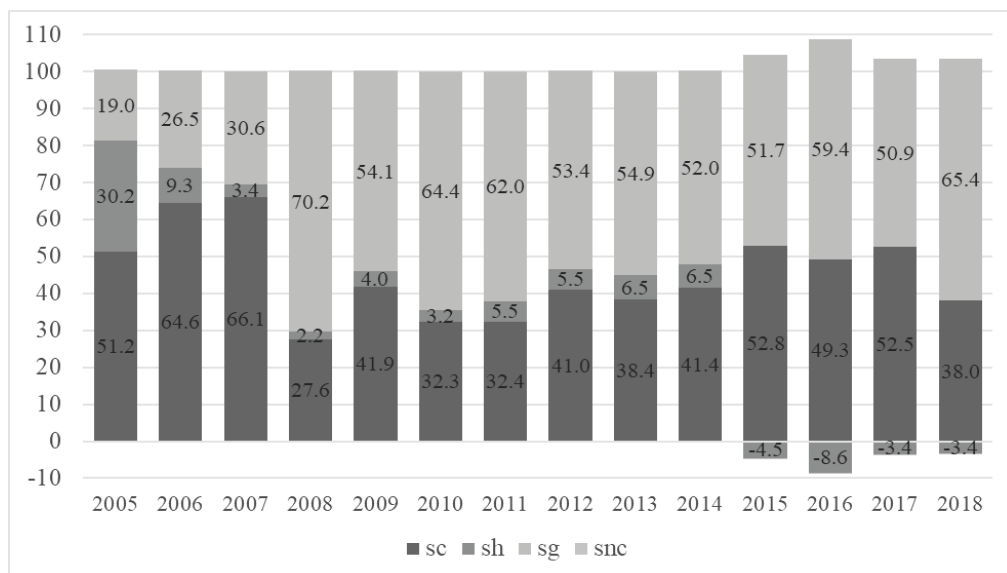


Рис. 3. Источники роста нефтегазового ВВП [26]

Как видно из Рис. 3, рост нефтегазового ВВП существенно зависит от объема внутреннего спроса. Хотя девальвация национальной валюты в 2015 году положительно отразилась на росте экспорта, производимые в стране нефтегазовые продукты в основном продаются на внутреннем рынке. Таким образом, на сбережения компаний нефтегазового сектора влияют в основном внутренние факторы.

Как видно из рисунка, доля отдельных секторов экономики в национальных сбережениях была нестабильной. Одним из основных факторов, влияющих на эту ситуацию, является цена на нефть. Сравнение Рис. 1 и Рис. 4 показывает, что существует прямая связь между изменениями цен на нефть и сбережениями государства. Однако более чем двукратное обесценение национальной валюты в 2015 году привело к значительному сокращению доходов бюджета от нефти в долларах США, что также положительно сказалось на увеличении государственных сбережений. Так, по сравнению с 2014 годом доходы бюджета

в долларовом выражении снизились в 1,4 раза в 2015 году и в 2,1 раза в 2016 году, а нефтяные доходы бюджета снизились в 1,6 раза и 2,7 раза соответственно. Такое снижение произошло из-за резкого падения цен на нефть в те годы.



Здесь, sc — сбережения корпоративного сектора;

sh — сбережения домохозяйств;

sg — сбережения государства;

snc — сбережения некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства.

Рис. 4. Структура национальных сбережений в Азербайджане (%) [26]

Кроме того, повышение курса доллара США с 0,78 маната до 1,05 маната в феврале 2015 года до 1,6 маната в декабре, до 1,7 маната в ноябре 2016 года привело к увеличению цены импорта и, соответственно, внутренних цен. Хотя национальная валюта значительно обесценилась по отношению к доллару США во многих основных странах-партнерах, таких как Россия, Турция, Грузия и Казахстан, обесценение в Азербайджане было относительно бóльшим. В результате реальный эффективный курс маната по отношению к иностранным валютам снизился в 1,6 раза. Поскольку Азербайджан относительно небольшая страна, доля импорта во внутреннем спросе высока. Так, в 2005–2020 гг. доля импорта во внутреннем спросе колебалась от 31,2% до 56,2%. При этом уровень инфляции в стране увеличился с 4,0% в 2015 году до 12,4% в 2016 году и 12,9% в 2017 году. В результате обесценения национальной валюты по сравнению с 2014 годом доходы бюджета в долларовом выражении снизились в 1,4 раза в 2015 г., в 2,1 раза в 2016 г., нефтяные доходы бюджета снизились в 1,6 и 2,7 раза соответственно. Это

снижение в вышеупомянутые годы ограничило негативное влияние снижения объемов добычи и цен на нефть на объем сбережений государства и в то же время привело к снижению реальных доходов населения. В результате влияния этих факторов ВВП в 2015–2018 годах стабильно снижался.

Эти факторы также привели к изменению структуры национальных сбережений. В частности, сбережения домашних хозяйств снизились до отрицательного уровня. Это было связано с ограниченным доступом населения к кредитам в стране в результате обесценения национальной валюты, роста платежей физических лиц по кредитам, взятым в иностранной валюте, снижения экономической активности и роста инфляции. В частности, в феврале 2015 года сумма наличных денег в манатах вне банков (M0) составила 7957,7 миллиона манатов, а в декабре 2015 года этот показатель снизился до 4775,9 миллиона манатов. В феврале 2015 года национальная валюта обесценилась почти вдвое, что привело к обесценению манатных накоплений домохозяйств. Однако рост цен на электроэнергию, нефтепродукты, природный газ и другие товары и услуги, цены на которые регулируются государством, в 2015–2017 годах привел к сокращению возможностей сбережений домашних хозяйств из-за увеличения их расходов и увеличения возможностей сбережений для корпоративного сектора.

В то же время высокая доля корпоративного сектора в национальных сбережениях в 2005–2007 гг. в основном объяснялась небольшим объемом нефти, добываемой по нефтяным контрактам, и тем, что значительная ее часть использовалась для покрытия расходов иностранных компаний. Кроме того, Тарифный (Ценовой) Совет Азербайджанской Республики 5 января 2006 года принял решение о повышении тарифов на дизельное топливо, бытовые печи, керосин и авиакеросин; решением от 6 января 2007 года были также повышены тарифы на большую часть нефтепродуктов, электроэнергию и природный газ, что тоже повлияло на рост корпоративных сбережений. Как видно из Рис. 1, среднегодовая цена на азербайджанскую нефть выросла с 53,4 долларов в 2005 году до 96,5 долларов в 2008 году. А ввод в эксплуатацию в 2006 году магистрального нефтепровода Баку-Джейхан позволил увеличить экспорт нефти. Таким образом, объем добычи нефти в стране в 2008 году увеличился вдвое по сравнению с 2005 годом. Рост цен на нефть привел к более быстрой окупаемости инвестиций иностранных компаний и, как следствие, к увеличению доли Азербайджана в нефтяных прибылях. В результате, как показано на Рис. 1, национальные сбережения увеличились, и, поскольку большая часть доходов от нефти поступает в Государственный нефтяной фонд, доля государства в национальных сбережениях увеличилась.

Снижение доли SOCAR в добыче нефти в стране, а также увеличение доли правительства Азербайджана в нефти, добываемой с участием иностранных нефтяных компаний с 2008 года, привело к увеличению доли государства

в национальных сбережениях. На это также повлияло существенное снижение прибыли SOCAR в 2008 году по сравнению с 2007 годом [25].

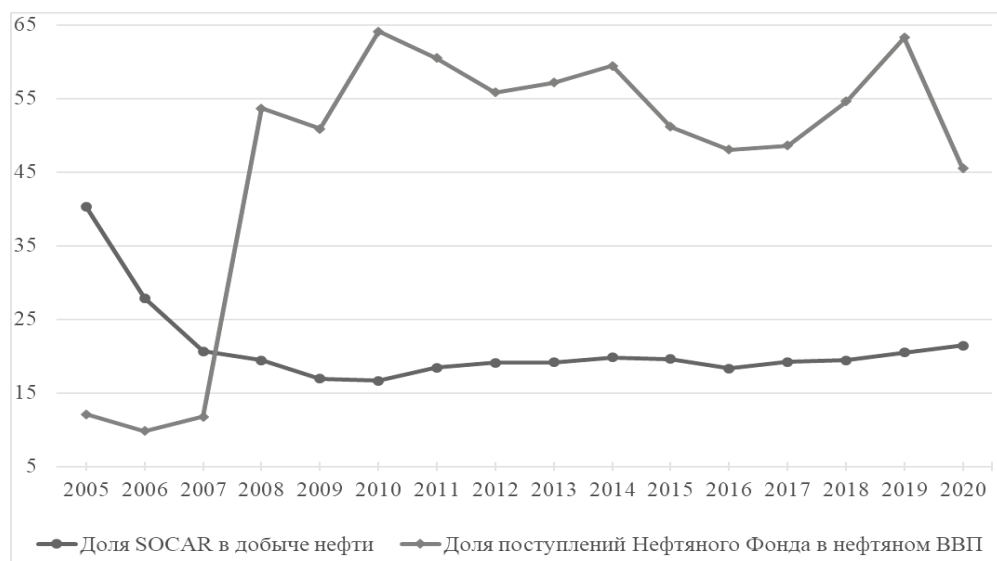


Рис. 5. Доля SOCAR в добыче нефти и отношение доходов Государственного Нефтяного Фонда к нефтяному ВВП (%) [24; 25]

Таким образом, поскольку большая часть доходов, получаемых в нефтяном секторе, находится в управлении государства, перераспределение доходов от нефти оказывает значительное влияние на формирование доходов общества. Кроме того, поскольку значительная часть доходов в корпоративном секторе приходится на государственные предприятия, государственное регулирование и перераспределение доходов от нефти государством оказывают значительное влияние на формирование сбережений корпоративного сектора.

Принимая во внимание факторы, отмеченные в теоретическом разделе, была построена следующая регрессионная зависимость между этими факторами и отношением сбережений в корпоративном секторе к ВВП.

$$SC_t = \beta_0 + \beta_1 SG_t + \beta_2 SH_t + \beta_3 OS_t + \beta_4 G_t + \beta_5 \varepsilon_t + \beta_6 \pi_t + \beta_7 M_t + u_t \quad (1)$$

где, SC_t — отношение корпоративных сбережений к ВВП;

SH_t — отношение сбережений домашних хозяйств к ВВП;

SG_t — отношение сбережений государства к ВВП;

OS_t — доля нефтяного сектора в ВВП;

G_t — годовой темп роста ненефтяного ВВП;

ε_t — изменение реального обменного курса;

π_t — уровень инфляции;

i_t — номинальная процентная ставка;
 M_t — отношение разницы между денежной массой M_2 и M_1
 к ВВП;
 t — год.

Поскольку домашние хозяйства и государство контролируют корпоративный сектор, переменные SH_t и SG_t включаются в уравнение регрессии для определения взаимосвязи между их сбережениями и сбережениями корпоративного сектора. Годовые темпы роста нефтяного ВВП и доля нефтяного сектора в ВВП отражают темпы экономического роста, цены на нефть и колебания в экономике. Изменения реального эффективного обменного курса отражают инфляцию и изменения номинального обменного курса в странах-партнерах и национальной экономике. Поскольку реальный обменный курс влияет на экономическую активность в стране, он может повлиять на сбережения в корпоративном секторе. Финансовый рынок гарантирует, что национальные сбережения будут мобилизованы и предложены инвесторам. Процентная ставка отражает стоимость заемных средств, а отношение разницы между денежной массой M_2 и M_1 к ВВП — количество средств, которые могут быть предложены для корпоративного сектора. Налоговые ставки и нормы амортизации не были включены в уравнение регрессии, поскольку они не менялись с течением времени.

На основе данных за 2005–2018 гг., используя (1) в Eviews 10, было построено следующее уравнение регрессии с использованием метода наименьших квадратов.

$$SC = 16.66 - 1.03SG - 0.64SH + 0.57OS + 0.55G + 0.13\epsilon - 0.12\pi - 0.36i - 0.35M \quad (2)$$

Как видно из табл. 1, коэффициент детерминации высокий, t -статистика и F -статистика адекватны на уровне значимости 5%. Кроме того, поскольку статистика Дарбин–Ватсона близка к 2, возможность автокорреляции остатков ограничена.

В дополнение к вышесказанному, был проведен тест Бройха–Годфри на автокорреляцию, и автокорреляция отсутствует между остатками 1-го и 2-го порядка при 5% уровне значимости.

Коэффициент Джакю–Бера, который предполагает нормальное распределение остатков, составляет 0,13, а вероятность нормального распределения составляет 93,6%, что можно рассматривать как асимптотическое нормальное распределение.

Гетероскедастичность нарушает условия Маркова–Гаусса в формулировке уравнения регрессии. В связи с этим тесты Браши–Паган–Годфри и Глейзера не выявили гетероскедастичности на уровне значимости 5%.

Тест Рамсея показал, что уравнение регрессии было правильно построено при уровне значимости 5%.

Таблица 1

Параметры уравнения регрессии следующие

Переменные	Параметры	Стандартная ошибка	t-Статистика	Вероятность
SG	−1.028758	0.025280	−40.69455	0.0000
SH	−0.636808	0.041548	−15.32721	0.0000
OS	0.567288	0.023235	24.41505	0.0000
G	0.552847	0.041160	13.43166	0.0000
ε	0.125691	0.012581	9.990833	0.0002
π	−0.120421	0.018983	−6.343673	0.0014
i	−0.359782	0.074571	−4.824696	0.0048
M	−0.349015	0.092705	−3.764813	0.0131
C	16.66047	1.590740	10.47341	0.0001
R ²	0.999057			
Скорректированный R ²	0.997547			
F-статистика	661.9543			
Вероятность (F-статистика)	0.000000			
Дарбин-Ватсон статисти- стика	1.753172			

В дополнение к вышесказанному было обнаружено, что между переменными уравнения регрессии (2) существует мультиколлинеарность. Это не оказало существенного влияния на качественные аспекты уравнения регрессии.

Уравнение (2) регрессии показывает, что существует обратная зависимость между сбережениями корпоративного сектора и сбережениями домохозяйств и государства. В основном это связано с тем, что домохозяйства являются собственниками небольших предприятий, в то время как крупные предприятия в Азербайджане в основном принадлежат государству. Так, доля негосударственных предприятий в общем количестве промышленных предприятий составила 18,9% в 2018 году и 16,4% в 2020 году. В то же время доля отраслей с небольшим участием местного частного сектора, таких как горнодобывающая промышленность, в промышленном производстве составляла 73,3% в 2018 г. и 61,3% в 2020 г., а доля производства, распределения и поставки электроэнергии, газа и пара составляла 4,1% и 6,0% соответственно, на долю нефтепродуктов пришлось 5,9% и 7,3% соответственно. Кроме того, около 6–8% промышленной продукции было произведено непосредственно домохозяйствами. Таким образом, около 10,7% промышленного производства в 2018 году и около 17,4% в 2020 году было произведено корпоративным сектором, принадлежащим домохозяйствам. При этом значительная часть продукции и услуг автомобильного транспорта, торговли и строительства производится предприятиями, находящимися в собственности домохозяйств. Это говорит об эффекте «снятия корпоративной вуали».

Сбережения таких крупных компаний, как SOCAR, «Азербээнержи» ОАО, «Азеришыг» ОАО, «Азерсу» ОАО, «Азербайджан Демир Йоллары» ЗАО и др. определяются непосредственно государством. В то же время с целью сохранения макроэкономического равновесия и снижения неопределенности в будущем правительство регулирует размер трансфертов из Государственного Нефтяного Фонда в бюджет для предотвращения значительного сокращения валютных резервов. При снижении же нефтяных доходов объем средств для поддержания достигнутого уровня расходов государственного бюджета превышает доходы Государственного нефтяного фонда, что оказывает негативное влияние на размер трансфертов из Государственного нефтяного фонда в бюджет. Замедление темпов роста текущих расходов из государственного бюджета отрицательно сказывается на доходах корпоративного сектора. Например, по сравнению с 2015 годом, в 2018 году государственные потребительские расходы снизились на 4,3% в реальном выражении.

Разница между денежной массой М2 и денежной массой М1 показывает объем срочных вкладов и отражает возможности кредитования в национальной экономике. Ясно, что относительно дешевый и легкий доступ к кредитам снижает склонность корпоративного сектора к сбережениям. Таким образом, один из факторов, влияющих на сбережения корпоративного сектора, связан с мотивом предосторожности.

Рост процентных ставок привел не к увеличению, а к сокращению корпоративных сбережений. Повышение процентных ставок ведет к увеличению стоимости внешнего финансирования и снижению прибыли в корпоративном секторе. В то же время в период 2005–2020 гг. доля банковских кредитов в финансировании инвестиций в основной капитал колебалась от 3,1% до 14,1%. Очевидно, что банковские кредиты в Азербайджане не играют важной роли в финансировании инвестиций. Отношение кредитов, вложенных в экономику, к ВВП увеличилось с 11,5% в 2005 году до 40,0% в 2015 году, затем снизилось до 16,2% в 2018 году и составило 20% в 2020 году. В целом, если доля кредитов в финансировании текущих и инвестиционных операций в корпоративном секторе высока, то негативное влияние процентных ставок на прибыль увеличивается [14. С. 196]. Так как норма прибыли не может быстро адаптироваться к резкому изменению процентных ставок, то изменения процентных ставок имеют отрицательную корреляционную зависимость с прибылью.

Существует положительная корреляция между ростом корпоративного сектора и экономическим ростом, увеличением добычи нефти и газа и ценами на нефть. В частности, поскольку OS рассчитывается на основе номинальных цен, он отражает как реальные темпы роста, так и влияние цен на нефть и газ. Он также отражает колебания в экономике, где экономическая ситуация зависит от цен на нефть.

Влияние инфляции на сбережения корпоративного сектора было ограниченным. В условиях слабых финансовых рынков инфляция делает использование кредита более эффективным и обесценивает сбережения.

Существует слабая положительная корреляция между изменением реального эффективного обменного курса национальной валюты и сбережениями корпоративного сектора.

Анализ показывает, что сбережения корпоративного сектора в стране составляют значительную долю национальных сбережений. Государственная политика и доходы от нефти оказывают значительное влияние на размер этих сбережений. Также было обнаружено, что эффект «снятия корпоративной вуали» оказал влияние на формирование сбережений корпоративного сектора. Это было связано с тем, что малые предприятия напрямую принадлежат домохозяйствам. В частности, в условиях низкого уровня корпоративного управления необходимость контроля над предприятиями приводит к концентрации собственности, что увеличивает взаимосвязь между сбережениями акционеров компании и сбережениями компании.

Литература

1. Мэнькю Н.Г. Макроэкономика // М.: Изд-во МГУ. 1994.
2. Туманова Е.А., Шагас Н.Л. Макроэкономика. Элементы продвинутого подхода // М.: ИНФРА-М. 2004.
3. Юджин Бригхем, Луис Гапенски. Финансовый менеджмент // Санкт-Петербург.: Экономическая школа. 1997.
4. Alan J. Auerbach, Kevin Hassett. Corporate Savings and Shareholder Consumption // NBER Working Paper No. 2994. 1991.
5. Arora Vivek B. Rebalancing growth in Asia: economic dimensions for China / Vivek Arora and Roberto Cardarelli // Washington. D.C.: International Monetary Fund. 2010.
6. Ayyagari M., A.Demirgüç-Kunt, A.Maksimovic. Formal versus Informal Finance: Evidence from China // Review of Financial Studies 2010. 23(8). P. 3048–3097.
7. Bernanke Ben S. The global saving glut and the US current account deficit. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia (March 2005).
8. Carroll C., Weil D. Saving and Growth: A Reinterpretation // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1994. 40. P. 133–192.
9. Dooley Michael P., D.Folkerts-Landau, P.Garber. The revived Bretton Woods system: The effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries // NBER Working Paper 10332. 2004.
10. Fan J., S.Titman, G.Twite. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2012. 47(1). P. 23–56.
11. Kaldor N. Alternative Theories of Distribution // Review of Economic Studies. 1956. 23. P. 83–100.
12. Keynes John Maynard. The general theory of employment, interest, and money // Macmillan: London. 1936.
13. Kim C., Mauer D., Sherman A. The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1998, 33. P. 335–359.
14. Kyttack Hong. Interest Rate, Corporate Saving and Household Saving in Korea and Taiwan // Journal of Economic Development. Volume 13. Number 1. June 1998. P. 195–206.

15. *Levine R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // *Journal of Economic Literature*. 35. 1997. P. 688–726.
16. *Loayza N., K. Schmidt-Hebbel, L. Serven.* What Drives Private Saving across the World // *Review of Economics and Statistics* 82(2). 2000. P.165-181.
17. *Masson P.R., T. Bayoumi, H. Samiei.* International evidence on the determinants of private saving // *The World Bank Economic Review*. 1998. Vol. 12. P. 483–501.
18. *Mendoza Enrique G., Quadrini Vincenzo, Rios-Rull Jose-Victor.* Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances // *Journal of Political Economy*. 2009. 117 (3). P. 371–416.
19. *Montiel P., Serven L.* Real Exchange Rates, Saving and Growth: Is There a Link? // *World Bank Policy Research Working Paper Series*. 4636, 2008.
20. *Riddick Leigh A., Toni M. Whited.* The corporate propensity to save // *Journal of Finance*. 2009. 64. P. 1729–1766.
21. *Sachs J.D., Larrian F.B.* Macroeconomics in the Global Economy // Hemel Hempstead: Prentice-Hall. 1993.
22. *Schmidt-Hebbel K., Serven L.* The Economics of Saving and Growth: Theory, Evidence, and Implications for Policy // Cambridge: Cambridge University Press. 1999.
23. *System of National Accounts 2008* // New York: 2009.
24. URL: <https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>.
25. URL: <https://socar.az/socar/az/economics-and-statistics/economics-and-statistics/socar-reports>.
26. URL: <https://stat.gov.az/>.

Baghish Ahmadov (e-mail: bahmadov@gmail.com)

Ph.D. in Economics, Associate Professor

of the Department of Economy and Management,

Azerbaijan State Economic University (UNEC) (Baku, Azerbaijan)

ASSESSMENT OF FACTORS INFLUENCING THE FORMATION OF SAVINGS OF THE CORPORATE SECTOR IN AZERBAIJAN

The article examines the theoretical and practical aspects of the formation of savings in the corporate sector in Azerbaijan, where national savings are highly dependent on oil revenues. The redistribution of oil revenues by the state has a major impact on the formation of savings in the corporate sector. The study has found a significant relationship between household and government savings and corporate sector savings, while the impact of inflation on corporate savings has been limited. In addition, rising interest rates do not increase, but decrease corporate savings.

Keywords: savings; corporate sector; oil revenues.

DOI: 10.31857/S020736760018139-1