



تطور نظريات الاستثمار

وهناك أسلوبين للتفكير في الاستثمار هما :

(1) وجهة نظر Hayek وتمثل في اختيار الاستثمار كمعدل نحو التوازن ولذلك فإن تحديد المبلغ المثالي للاستثمار يمثل قرار بتحديد سرعة معدل الاستثمار اللازم لتحقيق التوازن . وكمثال على ذلك ، قررت منشأة إنشاء مصنع (قرار يتعلق برصيد رأس المال) ولكن قرارها فيما يتعلق بتحديد سرعة بناء هذا المصنع وكم تخصص لإنفاقها الاستثماري كل شهر مثلا يعتبر قرارها فيما يتعلق بالاستثمار لأنه له اعتبارات مستقلة بذاتها .



تطور نظريات الاستثمار

ففي حالة منشأة لديها رأس مال يقدر بنحو 10 مليار \$ ، وفي حاجة لزيادة رأس مالها ليصل إلى 15 مليار \$ ، فإن الاستثمارات الجديدة تبلغ 5 مليار \$.
وهنا يجب أن نفرق بين حالتين:

(أ) حالة تنفيذ هذا المعدل من الاستثمار في الحال ، وبالتالي فلا يوجد قرار يتعلق بالاستثمار لأن هذه الحالة اقتصرت فقط على تغيير رأس المال من 10 إلى 15 مليار \$.

(ب) حالة تنفيذ الاستثمار الجديد تدريجياً ، ومن ثم تنشأ الحاجة إلى وضع استراتيجية توزيع مبلغ الاستثمار الجديد (5 مليار \$) على الفترات الزمنية التالية؟ (قرار استثمار).



تطور نظريات الاستثمار

هناك ثلاثة أساليب لحقن الاستثمارات الجديدة يمكن الاختيار بينها اما الاستثمار بمعدلات ثابتة أو بمعدلات متناقصة أو الاستثمار بمعدلات متزايدة .

هناك عوامل تتحكم في هذا الاختيار (مثل تكلفة النقل والتسليم، أسعار الموردين، تقلبات أسعار الفائدة وتكلفة التمويل، اعتبارات أخرى)، وتجعل بعض الخيارات أفضل من الأخرى . هذه الأساليب المختلفة لتوزيع الاستثمارات الجديدة والعوامل المحددة لها تمثل أساس نظرية Hayek للاستثمار .

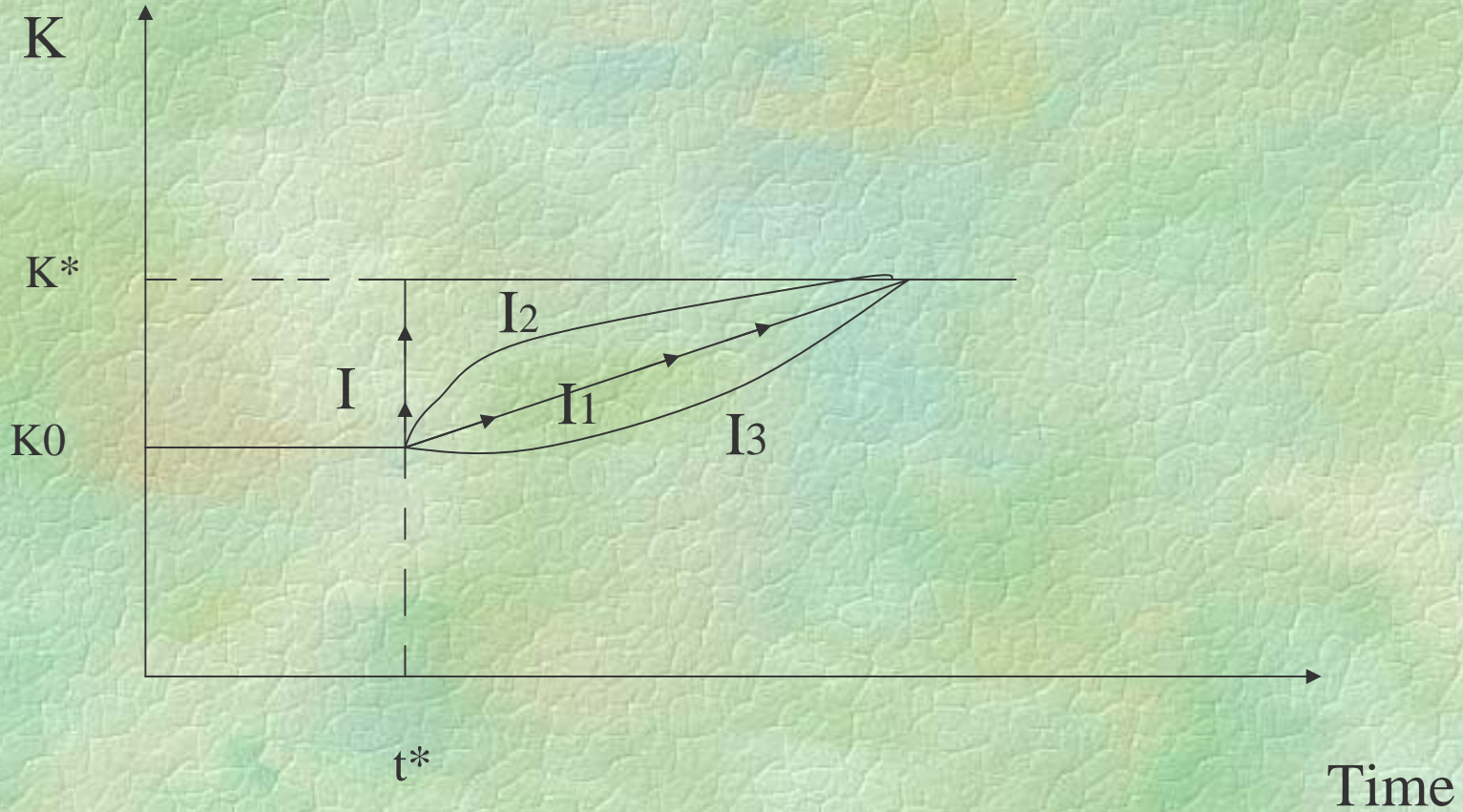


تطور نظريات الاستثمار

وبين الشكل التالي أسلوب Hayek ، حيث نقطة البداية تمثلها النقطة K_0 ثم عند النقطة t^* انتقلنا من رصيد رأس المال K_0 إلى الرصيد المرغوب فيه K^* باستخدام أربعة أساليب تمثلها المسارات I_3, I_2, I_1, I ، ففي المسار I كل الاستثمارات الجديدة يتم تنفيذها في الحال ، I_1 (معدلات ثابتة) ، I_2 (معدلات متناقصة) ، I_3 (معدلات متزايدة) .



تطور نظريات الاستثمار



مسارات الاستثمارات الجديدة وصولاً للرصيد المرغوب فيه لرأس المال



تطور نظريات الاستثمار

(2) وجهة نظر Keynes (1936)

تعتمد على الجانب السلوكي لقرار الاستثمار حيث يعتمد على سلوك أصحاب رأس المال . وقد قاد هذا أصحاب الفكر الكينزي إلى عدم الاهتمام بدور قرار رأس المال . ويعني ذلك أن كينز اعتبر أن قرار الاستثمار هو القرار المهيمن ، وأن رصيد رأس المال إنما يتحدد وفقا لنمط الاستثمار وليس هناك حاجة لتحديد مستواه الأمثل مسبقا .



تطور نظريات الاستثمار

ترجع صعوبة التوفيق بين نظرية رأس المال (الارصدة) ونظرية الإستثمار (التدفقات) إلى عدم القدرة على المزج بين مفهوم Fisher الذي يرى أن سعر الفائدة يتحدد بمقدار التدفق الاستثماري (الاقتصاد الكلي) ، ومفهوم Clark الذي يرى أن سعر الفائدة يتحدد بمقدار رصيد رأس المال (الاقتصاد الجزئي).



تطور نظريات الاستثمار

النظرية النيوكلاسيكية

قدمت نموذج محددات الرصيد الامثل لرأس المال ولم تقدم نموذج محددات الاستثمار (معدل سرعة المشروع الاستثمارى فى الانتقال من الرصيد الحالى الى الرصيد الامثل لرأس المال).

اكتشف النيوكلاسيك ان الرصيد الامثل لرأس المال يتحدد عند تساوى الانتاجية الحدية لرأس المال مع تكلفة رأس المال (سعر الفائدة الحقيقى) وعند هذه النقطة تصبح الاستثمارات الجديدة = صفر ويتوقف التراكم الرأسمالى عند هذا الحد.



تطور نظريات الاستثمار

نظرية تكلفة التعديل الحدية Marginal Adjustment Costs

تنطوي النظرية على ان المشروعات تتبع اسلوب الوصول التدريجي الى الرصيد الامثل لرأس المال تحكمها في ذلك التكلفة الحدية لرأس المال (سعر السلع الاستثمارية) التي ترتبط عكسيا مع الكفاءة الحدية للاستثمار. وبالتالي كلما زاد الاستثمار ارتفعت التكلفة الحدية لرأس المال وانخفضت الكفاءة الحدية للاستثمار حتى تصل الى مستوى سعر الفائدة الحقيقي عندها نصل الى المستوى الامثل لرأس المال .

يفرض ان الكفاءة الحدية للاستثمار MEI تمثل معدل العائد على المشروع الجديد وتساوي الفرق بين الانتاجية الحدية لرأس المال MPK والتكلفة الحدية لرأس المال MAC .



تطور نظريات الاستثمار

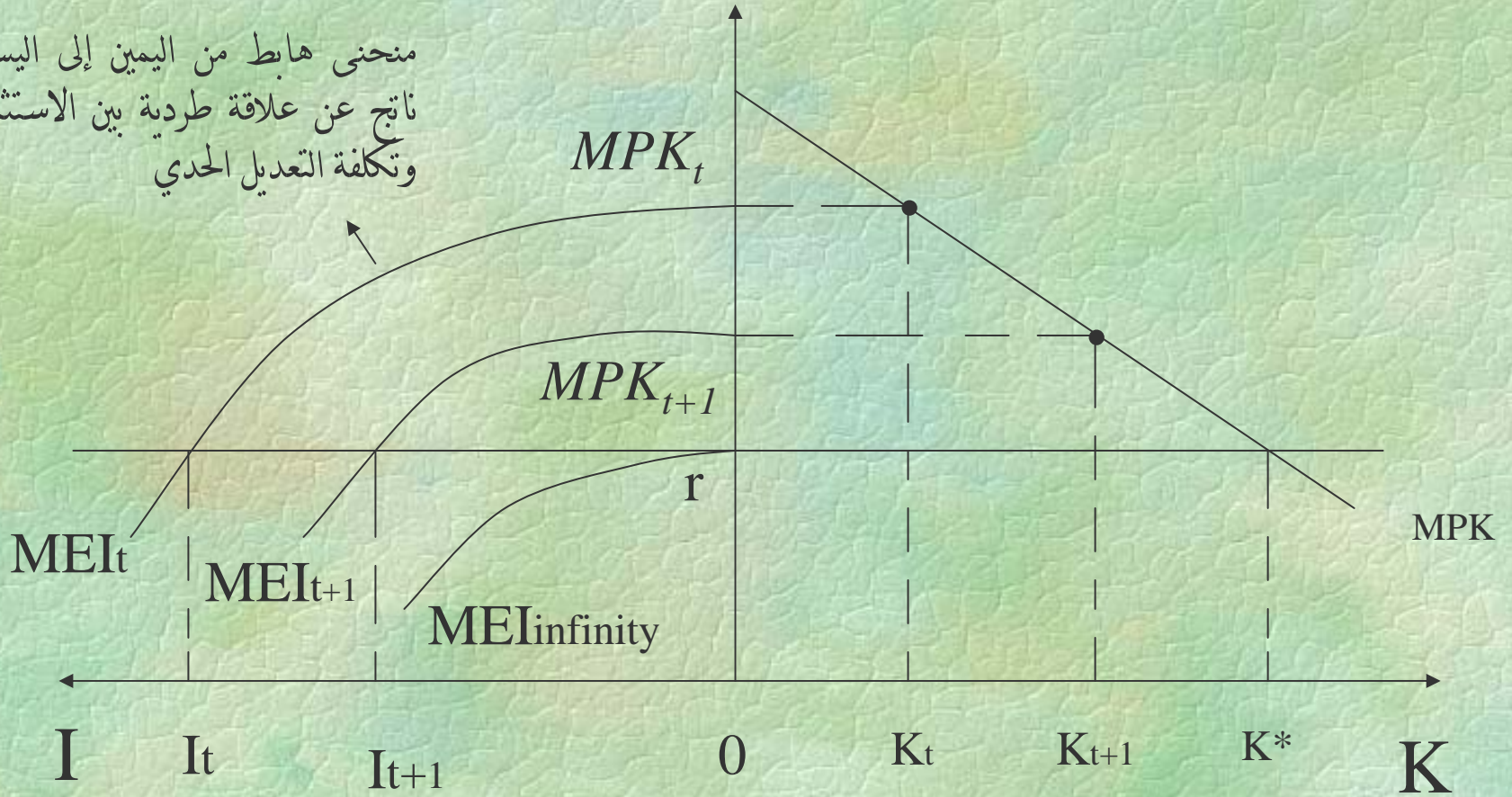
فيمكن ملاحظة ذلك من الشكل التالي حيث تدفق الاستثمارات الجديدة خلال كل فترة زمنية بما يمثل تراكم رأسمالي بمعدلاتٍ بطيئة حتى تصل إلى المستوى الأمثل لرأس المال (K^*). ويمكن ملاحظة أيضا أن منحنيات MEI تتراجع بشكل متتالي عبر الفترات الزمنية المتعاقبة مما يعني ضمنا أن التدفق الاستثماري يتناقص كميته بمعنى أن I_t أكبر من I_{t+1}

وعند المستوى الأمثل لرأس المال فإن معدل الإنتاجية الحدية لرأس المال المقابل لهذا المستوى يتساوى مع سعر الفائدة السائد r . ولذلك فإن منحنى MEI يعني تساوي MEI مع سعر الفائدة عند مستوى استثمار جديد = صفر ومن ثم فإن العملية تقف عند هذا المستوى. وعند هذه النقطة، تتحقق صلاحية كل من مفهوم فيشر ($MEI=r$) ومفهوم كلارك ($MPK=r$).



تطور نظريات الاستثمار

منحنى هابط من اليمين إلى اليسار
ناتج عن علاقة طردية بين الاستثمار
وتكلفة التعديل الحدي





تطور نظريات الاستثمار

وفي ضوء ذلك نستخلص الأتي:

- إن الفرق بين الإنتاجية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة يمثل القوة وراء نمو رصيد رأس المال أو تراجعها . وعندما يحتفى هذا الفرق فقط ، فان صافي الاستثمار = صفرا وعندها يتساوى كل من (r, MEI, MPK)



تطور نظريات الاستثمار

أن آية الوصول إلى المستوى الأمثل لرصيد رأس المال تعتمد على وجود تكلفة التعديل التي تسبب عدم التوازن ومن ثم تستمر عملية الاستثمار كل فترة زمنية . وإن سرعة التعديل تعتمد تماما على مرونة منحني MEI التي تعتمد بدورها على مرونة منحني العرض للسلع الرأسمالية الصناعية . فإذا كان العرض غير مرن ، فإن منحني MEI سوف يميل أكثر لاتخاذ وضعاً أفقياً ، ومن ثم يستلزم استغراق وقت أطول للوصول إلى المستوى الأمثل لرأس المال . وفي حالة ارتفاع مرونة عرض السلع الرأسمالية (بمعنى العرض يستطيع استيعاب أية زيادة في الطلب على السلع الرأسمالية) ، فإن مرونة منحني MEI سوف يكون ذو مرونة شبيهة لمرونة العرض وأن تكلفة التعديل سوف تكون فورية وعليه فإنه يمكن القول أن صافي الاستثمار دالة في (r, MEI) .



تطور نظريات الاستثمار

نظرية Tobin's Q للاستثمار

وفقا للنظرية التي تعد في نفس إطار الفكر النيوكلاسيكي Tobin - 1969 - فإن نسبة Q هي القوى المحركة وراء الاستثمار وتحسب بقسمة القيمة السوقية للرصيد القائم لرأس المال على تكلفة إحلاله . وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح ، كلما كان الاستثمار مربحا بمعدل استثمار يمثل دالة متزايدة في هذه النسبة. وقد ادعى Tobin أن تزايد التكلفة الحدية للاستثمار تعتبر السبب وراء اختلاف نسبة Q عن الواحد الصحيح .



تطور نظريات الاستثمار

الكبح والعمق المالي :

ثمة أسلوب آخر (1979- McKinnon ، Shaw -1973) يعتمد على العمق المالي وأسعار فائدة مرتفعة لتحفيز النمو الاقتصادي. واستند ادعائهم على أن الاقتصادات النامية غالبا ما تعاني من ظاهرة الكبح المالي (التي تعني بوجه عام تحديد أسعار الفائدة إداريا عند مستويات منخفضة) الناجمة عن عدم وجود أوعية ادخارية متطورة وبالتالي فإن الاستثمار يتوقف على قدرة الأفراد على الادخار الذاتي (الاستثمار والادخار الذاتي). مما يعني ان تحفيز الادخار والاستثمار يستوجب تحرير أسعار الفائدة مما يؤدي إلى زيادة الادخار والائتمان، كذلك التخصيص الكفء للموارد المالية لدى القطاع المالي بما يسهم حتما إلى معدلات نمو اقتصادي أعلى. ووفقا لذلك، فإن الاستثمار يتناسب طرديا مع سعر الفائدة الحقيقي (عكس وجهة نظر النيوكلاسيك). ويمكن تفسير ذلك بزيادة الحافز وراء الادخار في ظل أسعار فائدة مرتفعة من خلال الوسطاء الماليين ومن ثم تزداد الموارد المالية المتاحة للاستثمار.



تطور نظريات الاستثمار

عدم اليقين Uncertainty:

أدخلت الأدبيات الحديثة عنصر عدم اليقين في نظريات الطلب على الاستثمار بفعل عدم قابلية القرار الاستثماري للرجوع فيه Pindyck-1991- وأساس هذه الحجة أن السلع الرأسمالية غالباً ما تمثل قرار المشروع وعادة ما تنخفض قيمتها إذا ما تقرر إعادة بيعها فإن الرجوع في القرار الاستثماري بعد تحمل تكاليف بداية المشروع يكون أكثر كلفة من الاستثمار الإيجابي .

ونادى Pindyck بتعديل قاعدة صافي القيمة الحالية (التي توصي بالاستثمار في حالة أن يكون قيمة وحدة رأس المال تساوي على الأقل تكلفتها) في حالة القرار استثماري الذي لا يمكن الرجوع فيه وذلك لصعوبة قرار تصفية المشروع بعد إقامته وخاصة لو تغيرت شروط السوق بشكل عكسي . وعلى ذلك فإن قيمة الوحدة من رأس المال يجب أن تتعدى تكلفة الشراء والتركيب بمبلغ يتساوى مع تكلفة الاستمرار في الاستثمار .



تطور نظريات الاستثمار

ثم جاء Rodrik (عام 1991) ليدخل عنصر آخر لعدم التيقن وهو عدم التيقن من السياسات المتبعة كمحدد من محددات الاستثمار الخاص . فعندما يتم انتهاج سياسة الإصلاح ، يكون من الصعوبة للقطاع الخاص أن يتنبأ باستمرارية هذه السياسة ، ويرجع ذلك الى عدد من الأسباب - من ضمنها- التخوف من أن تؤدي النتائج غير المتوقعة للإصلاح الى تغيير السياسة الجديدة أو العودة للسياسات السابقة . ومن ثم فإن السياسة الرشيدة من قبل المستثمرين في هذا الوقت تتطلب الانتظار لحين توفر درجة كبيرة من التيقن .