

الموجة القادمة

مستثمرو القطاع الخاص من اقتصادات الأسواق الصاعدة يستثمرون أموالهم بصفة متزايدة في أصول في الخارج

جي أندرو كاروليني، وديفيد إنجي، وإسوار براساد

مع

تحول اقتصادات الأسواق الصاعدة بصورة متزايدة إلى أطراف مؤثرة في الاقتصاد العالمي، تتزايد أيضا حصتها من تدفقات الأصول المالية العالمية عبر الحدود. ونظرا لآفاق النمو القوي الماثلة أمامها، قامت اقتصادات الأسواق الصاعدة بجذب مستثمرين أجانب يسعون إلى تحقيق عائدات أعلى، لا سيما مع انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة إلى مستويات متدنية للغاية. وأخذت التدفقات أيضا تفضي في الاتجاه الآخر، مع قيام حكومات اقتصادات الأسواق الصاعدة بمراكمة احتياطات للنقد الأجنبي بتنفيذ استثمارات ضخمة في الاقتصادات المتقدمة.

وشهدت الآونة الأخيرة ظاهرة أخرى اكتسبت زخما تدريجيا، وهي تدفق رأس المال الخاص الخارج من اقتصادات الأسواق الصاعدة مع سعي المستثمرين وراء الفرص في الخارج.

وبفهم التدفقات الخارجة المختلفة، السيادية والخاصة، من حيث أحجامها وأنماطها، وتحليل العوامل التي تؤثر عليها، يلقي الضوء على الطريقة التي يرجح أن يتغير بها مشهد التدفقات الرأسمالية الدولية مع تزايد اندماج اقتصادات الأسواق الصاعدة في الأسواق المالية العالمية. وستتناول أنواع التدفقات الرأسمالية الخارجة من الأسواق الصاعدة ونصف بعض النتائج الأولية من بحث جار لنا، يبين أن اتجاه التدفقات الخارجة للحفاظ - المحدودة نسبيا الآن، برغم وجود إمكانات كبيرة لتوسعها - يتأثر بشدة بعوامل القرب الجغرافي والألفة.

تصدير رأس المال

قامت الأسواق الصاعدة، بقيادة الصين، بإضافة نحو ٦ تريليون دولار أمريكي إلى احتياطات النقد الأجنبي لديها بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠١٢ - مع استثمار معظمها تقريبا في أوراق مالية تصدرها اقتصادات عملات الاحتياطات الكبرى، وبصفة أساسية الولايات المتحدة الأمريكية. ويرجع أن تقوم اقتصادات الأسواق الصاعدة هذه بمراكمة احتياطات النقد الأجنبي بوتيرة أبطأ بكثير في السنوات القادمة لأن معظمها قد جنب أرصدة كافية من الاحتياطات الأجنبية للمساعدة على بناء هوامش أمان تقيها من أي تقلب يحدث مستقبلا في التدفقات الرأسمالية.

ومع انحسار تراكم الاحتياطات، نتوقع حدوث توسع سريع في التدفقات الرأسمالية الخاصة الخارجة من هذه الاقتصادات. وفي الواقع، تتوافق هذه التدفقات الخارجة في الوقت الراهن مع الزيادة الحادثة في إجمالي الاحتياطات الرسمية المتراكمة (راجع الرسم البياني ١). وتمثل الصين بالطبع قوة دافعة مهمة لهذه التدفقات الخاصة أيضا، وعندما تحذف الصين من الصورة، يكون للأعداد الكلية انطباع أقل. أما بالنسبة للأسواق الصاعدة، مع استبعاد الصين، تبلغ التدفقات الرأسمالية الخاصة الخارجة في الوقت الحالي مستوى أعلى من مستوى التدفقات التي تمثل إجمالي الاحتياطات المتراكمة (راجع الرسم البياني ٢).

وثمة أسباب كثيرة لتوقع حدوث زيادة في التدفقات الخارجة من رأس المال الخاص. فمع تزايد ثراء الأسر المعيشية في اقتصادات الأسواق الصاعدة وارتفاع مستويات ادخارها، ستسعى هذه الأسر إلى إيجاد فرص في الخارج لتنويع محافظتها. وقد أصبح المستثمرون المؤسسيون، مثل صناديق الاستثمار المشترك وصناديق المعاشات التقاعدية، بالفعل قنوات مهمة لهذه التدفقات الخارجة. ويرجع أيضا أن تواصل الشركات والمؤسسات المالية سعيها وراء فرص الاستثمار الأجنبي مع قيامها بتوسيع قواعدها التشغيلية على الصعيد الدولي ودخولها في الأسواق الأجنبية.

تحول الصين

تقدم التغيرات الحادثة في هيكل التدفقات الرأسمالية في الصين، ثاني أكبر اقتصاد في العالم، صورة توضيحية جيدة لهذه الاتجاهات العامة. فقد ظلت الصين على مدى العقد الماضي مصدرا صافيا كبيرا لرأس المال إلى بقية العالم. ولا تزال الصين تسجل فائضا في الميزان التجاري، بتصدير سلع وخدمات يزيد عددها على عدد السلع والخدمات التي تستوردها، كما تسجل فائضا في الحساب الرأسمالي، يبين التدفقات الداخلة من رأس المال الخاص. وخلال هذه الفترة، سجلت الصين فائضا كليا في حسابها الجاري، مما يشير إلى قيامها على أساس صاف بتصدير رأس المال إلى بقية العالم. وقد اتخذت صادرات رأس المال هذه في معظمها شكل احتياطات متراكمة من

وفي الواقع، لا تزال الصين تشجع ليس فقط شركاتها وإنما أيضا مستثمريها المؤسساتيين - مثل صناديق الاستثمار المشترك وشركات المعاشات التقاعدية - على الاستثمار في الخارج. فقد قامت في عام ٢٠٠٦ بإنشاء برنامج المستثمرين المؤسساتيين المحليين المؤهلين، على غرار برنامج المستثمرين المؤسساتيين الأجانب المؤهلين، لقصر الاستثمارات التي تنفذ في الخارج على حدود مقرر. ونتيجة لتلك التدابير، ظهرت أشكال أخرى من التدفقات الخارجة تلحق الآن بسرعة بالتدفقات الخارجة الرسمية للحصول على احتياطات بالعملة الصعبة (راجع الرسم البياني ٣). وتشير البيانات الأولية لعام ٢٠١٢ إلى أن الاحتياطات انخفضت بصورة حادة حتى مع استمرار زيادة التدفقات الخارجة الأخرى، وهو اتجاه من المرجح أن يستمر. وقد أثارت هذه التطورات شواغل من أن تكون زيادة التدفقات الرأسمالية الخارجة دليلا على مخاوف المستثمرين المحليين بشأن آفاق النمو في الصين. وفي الواقع، يمكن أن تكون هذه التدفقات الخارجة ببساطة دليلا على اقتصاد أخذ في النضج، يسمح بتدفق رأس المال إلى الخارج (وإلى الداخل) بحرية أكبر. ومع تحول الصين إلى اقتصاد أغنى ومع زيادة تطور أسواقها المالية، على نحو يوفر للمستثمرين مزيداً من الفرص لتنوع محافظاتهم، يرجح أن تتواصل زيادة التدفقات الخارجة لرأس المال الخاص. ويرجح أن تنتهج الأسواق الصاعدة الأخرى مسارا مماثلا.

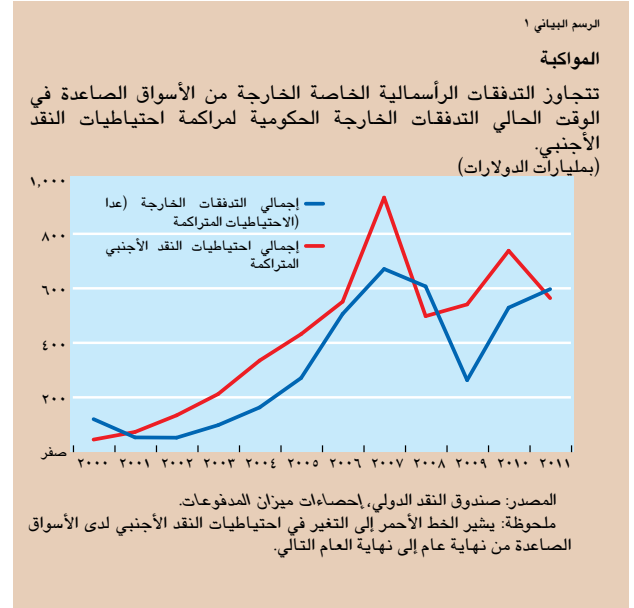
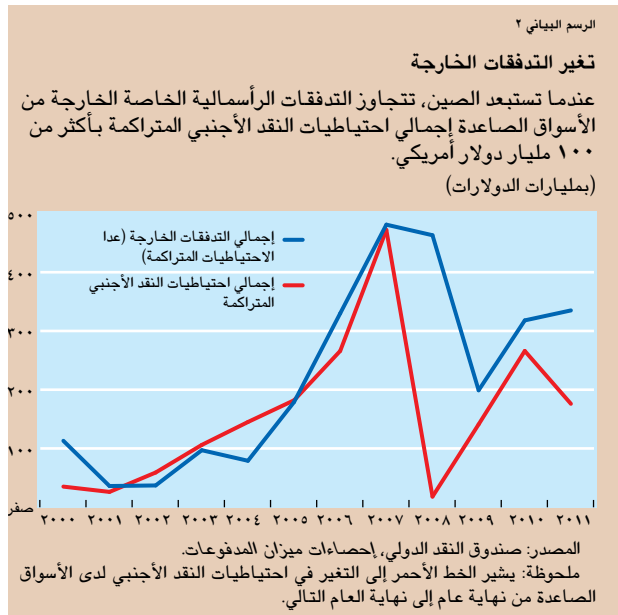
تغير تكوين التدفقات الخارجة

يتحدد تكوين التدفقات الرأسمالية الخاصة الخارجة من أحد اقتصادات الأسواق الصاعدة بالضوابط التي تفرضها السلطات الحكومية على رأس المال ومستوى تطور الأسواق المالية. ونتيجة للمخاوف من أن تؤدي الزيادات الحادة في التدفقات الخارجة إلى زعزعة استقرار النظم المالية المحلية، اتجه عدد كبير من اقتصادات الأسواق الصاعدة إلى فرض قيود على التدفقات الخارجة من رأس المال الخاص. ومع ذلك، أصبح لدى بعض هذه الاقتصادات استعداد متزايد للسماح لشركاتها بالاستثمار في الخارج. وشهدت السنوات الأخيرة زيادة حادة في عمليات الاندماج والاستحواذ من جانب اقتصادات الأسواق الصاعدة. وتتضمن هذه العمليات قيام شركة في أحد اقتصادات الأسواق الصاعدة بشراء شركة في سوق صاعدة أخرى؛ وأحيانا يقوم

النقد الأجنبي لدى بنك الصين الشعبي، بنك الصين المركزي؛ وتتولى إدارة هذه الاحتياطات الهيئة العامة للنقد الأجنبي. ويأتي هذا التراكم نتيجة لتدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي، بشراء الدولارات للحد من ارتفاع سعر العملة الصينية (اليوان) لتجنب حدوث أي خسائر في قدرة الصين على المنافسة في مجال التصدير. وتستثمر الصين جزءا كبيرا من تلك الدولارات في الأوراق المالية الأجنبية، مثل أذون الخزانة والسندات الأمريكية. وتبلغ حيازات الصين الرسمية من سندات الخزانة الأمريكية، حسب بيانات الخزانة الأمريكية، ١.٢٦ تريليون دولار، حسب الوضع في يناير ٢٠١٣.

ونظرا للضغوط التي تواجهها الصين فيما يتعلق بعملتها، وللمخاوف من أن تؤدي التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى إنكفاء التضخم وإحداث زيادات حادة في أسعار الأصول، تتوخى الصين الحذر في السماح بدخول رأسمال أجنبي. فالمستثمرون الأجانب يحظر عليهم الاستثمار بمبالغ كبيرة في سوق الأسهم الصينية، وإن كان قد جرى فتح بعض القنوات - مثل التوسع الكبير في الحصص في إطار برنامج المستثمرين المؤسساتيين الأجانب المؤهلين. ولا تزال أسواق السندات الصينية مختلفة نسبيا. ونتيجة لذلك، تظل معظم التدفقات الداخلة إلى الصين في شكل الاستثمار الأجنبي المباشر، الذي يتضمن عموما اقتناء حصة مسيطرة في مؤسسة تجارية. وحسب بيانات الصندوق، بلغ إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة إلى الصين ٢٦٠ مليار دولار أمريكي سنويا في المتوسط خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢. (وتتسق هذه الأرقام مع بيانات صادرة عن الهيئة العامة للنقد الأجنبي إلا أن وزارة التجارة الصينية تشير إلى أن هذه التدفقات الداخلة بلغت ١١٠ مليار دولار أمريكي فقط سنويا خلال تلك الفترة.)

على أن ما يثير الاهتمام بدرجة أكبر هو أن التدفقات الرأسمالية الخاصة الخارجة من الصين زادت بصورة كبيرة في السنوات الأخيرة. وقد كانت الصين تطبق ضوابط محكمة على التدفقات الخارجة إلا أنها قامت بمرور الوقت بإرخائها. ففي الفترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١٢، ارتفعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة من الصين، وفقا لبيانات الصندوق، من صفر فعلياً إلى أكثر من ١٠٠ مليار دولار. (تشير البيانات الصادرة عن الهيئة العامة للنقد الأجنبي إلى رقم أقل للتدفقات الخارجة، هو ٦٢ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠١٢؛ ولا تبلغ وزارة التجارة الصينية بيانات عن التدفقات الخارجة.)



المؤسسين، مثل صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق الاستثمار المشترك وشركات التأمين، إلى الاستثمار في الخارج - وتؤثر على تدفقات الأسهم في الحافظة.

تدفقات الأسهم في الحافظة

نظرا لإمكانات النمو القوية لاقتصادات الأسواق الصاعدة وسرعة انفتاح أسواق الأسهم فيها للمستثمرين الدوليين، أصبحت هذه الاقتصادات وجهات مهمة لتدفقات أسهم الحافظة على الصعيد العالمي (بما في ذلك من أسواق صاعدة أخرى). وعلى سبيل المثال، مثلت اقتصادات الأسواق الصاعدة في عام ٢٠٠٠ نسبة ٣٪ من الرصيد العالمي لاستثمارات أسهم الحافظة الأجنبية. وبحلول عام ٢٠١٠، كانت تلك الحصة قد ارتفعت إلى ١٦٪. ونتيجة لذلك، بدأت تنشأ دراسات أكاديمية تتناول أنماط تدفقات الاستثمار الأجنبي في بلدان الأسواق الصاعدة ومحدداتها. ووجه اهتمام أقل بكثير إلى ظاهرة أقل حجما برغم تناميها، هي الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية من جانب مستثمري الأسواق الصاعدة.

وأحد المؤشرات على الأهمية النسبية للأسواق الصاعدة في التمويل الدولي هو حصتها في أصول أسهم الحافظة الخارجية العالمية - فقد ارتفعت هذه الحصة من ١٪ في عام ٢٠٠٠ إلى ٥٪ في عام ٢٠١٠. ويدل ذلك بالقيم المطلقة على زيادة في أصول أسهم الحافظة الخارجية لمستثمري الأسواق الصاعدة من ٦٧ مليار دولار أمريكي إلى ٦٤٣ مليار دولار أمريكي. وتسهم التدفقات الداخلة من الأسواق الصاعدة بدور متزايد الأهمية في أصول الحافظة الخارجية حتى للاقتصادات المتقدمة الكبرى. وانظر على سبيل المثال إلى الأهمية النسبية للأسواق الصاعدة في استثمارات الحافظة الأجنبية في الولايات المتحدة الأمريكية. وحسب البيانات المأخوذة من المسح المنسق لاستثمارات الحافظة الذي يعده صندوق النقد الدولي، ارتفعت حصة الحيازات الأجنبية لمستثمري الأسواق الصاعدة من الأسهم الأمريكية من ٢٪ في عام ٢٠٠٢ إلى ٧٪ في عام ٢٠١١. وترسم بيانات الخزنة الأمريكية صورة مماثلة.

وتشير هذه البيانات إلى تزايد أهمية الدور الذي تقوم به الأسواق الصاعدة في تدفقات الحافظة عبر الحدود، وهي ظاهرة يرجح أن تتكثف مع زيادة ثراء الأسواق الصاعدة وقيامها بفتح حساباتها الرأسمالية وتطوير أسواقها المالية. وما مقدار تدفقات الاستثمار

كيان في أحد اقتصادات الأسواق الصاعدة بالاستحواذ على شركة في اقتصاد متقدم. وهناك عوامل كثيرة يحتمل أن تكون وراء هذا النشاط، منها رغبة الشركات في الأسواق الصاعدة في تنويع قواعدها إنتاجها وزيادة اختراقها للأسواق الأخرى. ويمكن أيضا أن يؤدي شراؤها لشركات أجنبية إلى مساعدتها على اقتناء التكنولوجيا التي يمكن أن تستخدمها الشركات المحلية لرفع قدراتها الإنتاجية. وقد كانت هناك زيادة جديرة بالملاحظة في التدفقات الخارجة من الاستثمار الأجنبي المباشر من هذه الاقتصادات منذ منتصف العقد الماضي (راجع الرسم البياني ٤).

ويفرض التطور المحدود للأسواق المالية في اقتصادات الأسواق الصاعدة قيودا مهما على الأسر المعيشية فيما يتعلق بتوجيه استثمارات الحافظة إلى الخارج. فعلى سبيل المثال، تسمح الهند والصين الآن للأفراد بأخذ مقدار كبير من الثروة إلى الخارج كل عام (٥٠,٠٠٠ دولار أمريكي في حالة الصين؛ و ٢٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي في حالة الهند). إلا أن الأسواق المالية في هذين البلدين متخلفة، ولذلك لا يتيسر لمعظم الأسر المعيشية أن تستخدم أدوات استثمارية من قبيل صناديق الاستثمار المشترك التي من شأنها أن تتيح لهم شراء الأسهم أو السندات الأجنبية. ويرجح أن يؤدي التطور السريع للأسواق المالية في هذين البلدين - إلى جانب البروز المتنامي للمستثمرين المؤسسيين، مثل صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين وحتى صناديق الاستثمار المشترك - إلى إنشاء قنوات إضافية لتدفقات الحافظة الخارجة.

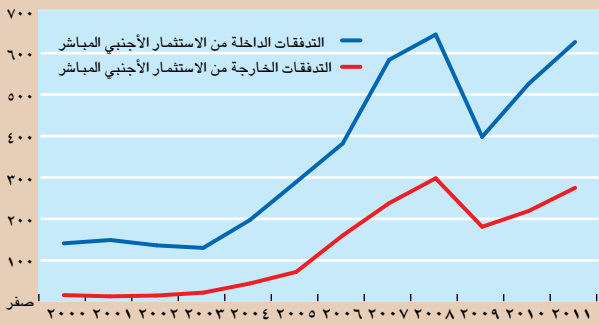
وما الذي يجعل المستثمرين في الأسواق الصاعدة يرغبون في الاستثمار في الخارج عندما تكون اقتصاداتهم تنمو بوتيرة أسرع بكثير من وتيرة نمو الاقتصادات المتقدمة؟ من الناحية النظرية، تتيح الاستثمارات الدولية لمستثمري التجزئة في اقتصادات الأسواق الصاعدة فرصة تنويع المخاطر في محافظاتهم. وعلاوة على ذلك، لا تزال النظم المالية في بعض هذه البلدان تهيمن عليها البنوك، التي درج العرف على أنها تدفع أسعار فائدة منخفضة نسبيا على الودائع الادخارية (وخصوصا بعد أخذ التضخم في الاعتبار). ولا تزال أسواق الأسهم في بعض الاقتصادات الصاعدة صغيرة نسبيا، وأقل سيولة من مثيلاتها في الاقتصادات المتقدمة، وغالبا ما تتسم عمليات التقييم بدرجة عالية من التقلب. وتدفع كل هذه العوامل المستثمرين

الرسم البياني ٤

تدفقات الاستثمار المباشر

زادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه إلى الخارج من اقتصادات الأسواق الصاعدة منذ منتصف العقد الماضي.

(بمليارات الدولارات).



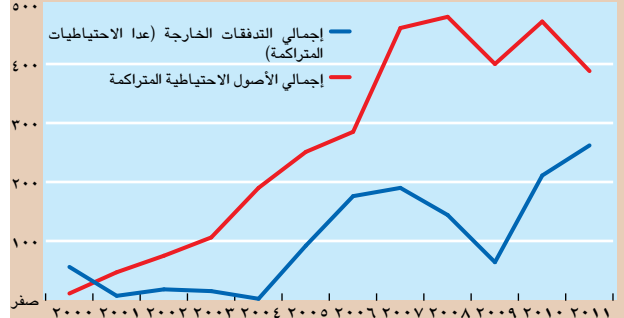
المصدر: صندوق النقد الدولي، إحصاءات ميزان المدفوعات.

الرسم البياني ٣

نمو الاستثمار الخاص الصيني

قامت الصين في السنوات الأخيرة بتشجيع شركاتها على الاستثمار في الخارج، ونتيجة لذلك تلحق الآن التدفقات الخارجة لرأس المال الخاص بالاحتياطيات السيادية المتراكمة.

(بمليارات الدولارات)



المصدر: صندوق النقد الدولي، إحصاءات ميزان المدفوعات.

المعيارية لتوجيه تفسيرنا للنتائج؛ ولم نختبر أي نموذج نظري بعينه لتخصيصات الحافظة.

وقمنا باستخدام مجموعتين للبيانات في تحليلنا. وتستند المجموعة الأولى إلى المسح المنسق لاستثمارات الحافظة لصندوق النقد الدولي، الذي يتضمن حيازات ثنائية لأسهم الحافظة عبر الحدود (كأرصدة وليس كتدفقات). وقمنا أيضا باستخدام قاعدة بيانات لفرادى المستثمرين المؤسسيين في كل من الاقتصادات المتقدمة واقتصادات الأسواق الصاعدة لتقديم أدلة مفككة بدرجة أكبر عن العوامل التي تحرك تدفقات أسهم الحافظة عبر الحدود.

وانتهينا في بحثنا الأولي إلى استنتاج مثير للاهتمام هو أن متغيرات «الجابذية» (سميت كذلك لأنها تتضمن عناصر من الكتلة والمسافة شبيهة بتفاعلات الجاذبية في الفيزياء النيوتونية) – التي ترصد مفاهيم «القرب» أو «البعد» الجغرافي، ووجود لغة مشتركة،

الأجنبي الذي يرجح أن ينبثق من الأسواق الصاعدة؛ تقدم نظرية التمويل طريقة للتكفير بشأن المستوى الأمثل للاستثمار الأجنبي، على النحو التالي: حتى يستنى للمستثمرين تعظيم منافع التنوع والحصول على مفاضلة متفوقة بين المخاطر والعائد، فإنه ينبغي لهم من حيث المبدأ أن يقوموا، بدلا من الاستثمار في سوق الأسهم المحلية فقط، بحيازة حافظة دولية تتسم بتنوع كبير وتستند فيها الأوزان الترجيحية إلى رسملة الأسواق في سوق أسهم كل بلد معني. ونظرا لأن الأسواق الصاعدة لا تزال تشكل ٨٪ فقط من رسملة الأسواق العالمية، ينبغي للمستثمرين، من حيث المبدأ، حيازة حصة أكبر بكثير من استثماراتهم في أسواق الأسهم في الاقتصادات المتقدمة.

وحقيقة الأمر أن المستثمرين لا ينعون حافظاتهم في أي مجال قريب من المدى الذي تقترحه النماذج المعيارية. وغالبا ما يبدي المستثمرون في كل بلد تقريبا، بما في ذلك البلدان التي توجد لديها

بالنسبة للأسواق الصاعدة، مع استبعاد الصين، تبلغ التدفقات الرأسمالية الخاصة الخارجة في الوقت الحالي مستوى أعلى من مستوى التدفقات التي تمثل إجمالي الاحتياطات المتراكمة

وإرث استعماري، ووجود منطقة تجارة حرة مشتركة – عوامل مهمة لتحديد تدفقات أسهم الحافظة عبر الحدود. وقد تأكدت أهمية هذه العوامل بالفعل في الدراسات المعنية بهذا الموضوع في بحثنا لمسألة المستثمرين في الاقتصادات المتقدمة؛ وخلصنا إلى أن مستثمري الأسواق الصاعدة يؤسسون استثماراتهم الأجنبية على اعتبارات مماثلة. ومن الاحتمالات الواردة أن هذه المتغيرات، التي تبين أنها تسهم بدور كبير في التأثير على أنماط تدفقات المتاجرة عبر الحدود، ترصد ببساطة وجود صلة بين التدفقات المالية وتدفقات المتاجرة. إلا أننا نخلص إلى أن أهمية متغيرات الجاذبية في تفسير التدفقات الثنائية لأسهم الحافظة لا تتأثر عندما نقوم بصورة مباشرة بتحديد أثر العلاقات التجارية الثنائية. وأحد المعاني الضمنية لنتائجنا الأولية أن تدفقات الحافظة الخارجة من الأسواق الصاعدة ستضطلع بدور قيادي في زيادة الاندماج المالي الإقليمي، على الأقل في المراحل الأولية من توسيع هذه التدفقات الخارجة.

تزايد التدفقات الموجهة إلى الخارج

ثمة جانب مهم، وإن لم ينل حظا كبيرا من الدراسة، للبروز المتنامي لاقتصادات الأسواق الصاعدة، وهو تدفقات الاستثمار الموجهة إلى الخارج من هذه الاقتصادات. ففي حين لا تزال هذه التدفقات الخارجة محدودة نسبيا، فإنها تتزايد بوتيرة سريعة. ومع تزايد ثراء هذه الاقتصادات وقيامها بتطوير أسواقها المالية، وتحرير التدفقات الرأسمالية عبر الحدود، سيقوم المستثمرون بالتجزئة والمؤسسيون من هذه الاقتصادات بصورة متزايدة بالتماس الفرص الاستثمارية في الخارج لتنوع محافظاتهم. وتشير الأدلة الأولية إلى أن المستثمرين في هذه الاقتصادات يظهرون فيما يبدو تحيزين للاستثمار المحلي وللاستثمار الأجنبي متصلين بالقرب الجغرافي والألفة مثلهم في ذلك مثل مستثمري الاقتصادات المتقدمة. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى الدفع باتجاه زيادة التكامل الإقليمي للأسواق المالية وتوليد تدفقات متزايدة لأسهم الحافظة فيما بين الأسواق الصاعدة نفسها. ■

أندرو كارولبي أستاذ بكلية جونسون للإدارة، جامعة كورنيل. وديفيد إنجي أستاذ مشارك وإسوار براساد أستاذ بكلية دايسون للاقتصاد التطبيقي والإدارة، جامعة كورنيل. وكان إنجي أستاذا زائرا بمعهد هونغ كونغ للبحوث النقدية. وبراساد زميل أول أيضا بمعهد بروكينغز.

حسابات رأسمالية مفتوحة وأسواق مالية متطورة، درجة مرتفعة من التحيز للاستثمار المحلي (الاستثمار بصورة غير متناسبة في أسواق الأسهم المحلية). وتشمل تفسيرات هذا التحيز عدم تماثل المعلومات (تكون معرفة المستثمر بالأسهم المحلية أكبر من معرفته بالأسهم الأجنبية)، وتكاليف المتاجرة، وتخلف الأسواق المالية. وفي ضوء الزيادة الضخمة في تدفقات الأسهم عبر الحدود على مدى العقد الماضي وخفض حواجز مثل عدم تماثل المعلومات وتكاليف المتاجرة، يتوقع أن يتراجع التحيز للاستثمار المحلي. إلا أن الدراسات تشير إلى أن هذا التحيز لم يتراجع كثيرا على مدى العقد الماضي.

ومع ذلك، فمع زيادة التكامل التي شهدتها الأسواق المالية العالمية وانكماش الحواجز المعلوماتية، يمكن أن تتأثر التحيزات ذات الصلة بالتوسع في تنوع الحافظة. وعلى سبيل المثال، تبين الدراسات أن تخصيصات الحافظة غير المحلية تخضع للتحيز للاستثمار الأجنبي الإقليمي، (توجيه استثمارات كبيرة بصورة غير متناسبة إلى أسواق الأسهم في بلدان مجاورة). كذلك يوجه المستثمرون أموالا بصورة غير متناسبة إلى البلدان التي تتاجر فيها بلدانهم بصورة كبيرة، أو البلدان التي يألّفونها نتيجة لوجود إرث استعماري أو تشابه اللغات. وثمة عوامل أخرى، مثل الاستقرار السياسي، يمكن أن تؤثر أيضا على هذه القرارات. ولا تقدم النظرية توجيهات قوية بشأن الطريقة التي ينبغي أن تدفع بها بعض هذه المتغيرات تخصيصات الحافظة. وعلى سبيل المثال، إذا كانت الحوكمة في البلد المعني ضعيفة، ينبغي أن يكون هذا البلد أقل جذبا للمستثمرين الدوليين، ولكن يمكن في الواقع أن تؤدي أوجه التشابه في حوكمة الشركات بين البلد المضيف والبلد المستفيد إلى زيادة التدفقات الثنائية نتيجة لتأثير «الألفة». ولا تقدم لنا النظرية كذلك توجيهها بشأن ما إذا كانت هذه التحيزات للاستثمار الأجنبي ستختفي مع التوسع في التدفقات الرأسمالية ولا بشأن كيفية حدوث ذلك. ويجب أن توفر الدراسة التجريبية حلا لهذه المسائل.

التركيز على إجراءات المستثمرين المؤسسيين

قمنا بدراسة الاستثمارات الكلية لأسهم الحافظة الموجهة إلى الخارج من الأسواق الصاعدة، ثم بتحليل التدفقات الخارجة الموجهة من خلال وساطات صناديق الاستثمار المشترك ومستثمرين مؤسسيين آخرين بتفصيل أكبر. ويستند تحليلنا إلى عملية تجريبية واسعة تغطي الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١١ وتستخدم نظرية الحافظة