

**UNIVERSITATEA „BABEȘ-BOLYAI”
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA
AFACERILOR
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE ECONOMICE
ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
CLUJ-NAPOCA**

TEZĂ DE DOCTORAT

REZUMAT

Conducător de doctorat:

Prof. univ. dr. TODEA Alexandru

Student doctorand:

HARIN Cristina

**UNIVERSITATEA „BABEȘ-BOLYAI”
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE ȘI GESTIUNEA
AFACERILOR
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE ECONOMICE
ȘI GESTIUNEA AFACERILOR
CLUJ-NAPOCA**

**FLEXIBILITATEA NORMELOR SOCIALE ȘI
DIVERSIFICAREA PORTOFOLIILOR DE
ACȚIUNI**

Conducător de doctorat:

Prof. univ. dr. TODEA Alexandru

Student doctorand:

HARIN Cristina

CUPRINS

LISTA FIGURILOR.....	5
LISTA TABELELOR	6
INTRODUCERE	7
CAPITOLUL 1 - HOME și FOREIGN BIAS – DEVIERI DE LA PORTFOLIUL DE PIAȚĂ	10
1.1 Fenomenul HB și manifestarea lui la nivel internațional.....	10
1.1.1 Conceptul de HB și posibilități de cuantificare	10
1.1.2 Determinanții HB-ului	22
1.1.3 Evoluții la nivel internațional ai HB-ului	34
1.2 Fenomenul FB: Perspectivă globală asupra preferințelor investiționale	46
1.2.1 Conceptul și măsurile de Foreign Bias	50
1.2.2 Factorii cheie în manifestarea FB-ului.....	56
1.2.3 Tendințe globale ale FB-ului.....	64
CAPITOLUL 2 - NORMELE SOCIALE – COMPONENTĂ A CULTURII UNEI NAȚIUNI.....	64
2.1 O explorare teoretică a normelor culturale	67
2.1.1 Elementele de bază ale identității culturale	78
2.1.2 Măsuri ale CTL.....	90
2.1.3 Modele comportamentale și sociale	96
2.2 Investigații privind relația dintre CTL și rezultatele financiare	102
CAPITOLUL 3 – EFECTELE STRICTEȚEI NORMELOR SOCIALE ASUPRA HOME BIAS	102
3.1 Literatura de specialitate și formularea ipotezelor studiului.....	102
3.1.1 Rolul flexibilității normelor sociale în luarea deciziilor de investiție	103
3.1.2 Factorii moderator ai relației CTL și HB	106
3.2 Date, metodologie și statistici descriptive.....	109
3.2.1 Măsurarea HB-ului	110
3.2.2 Măsurarea CTL-ului	111
3.2.3 Măsurarea educației financiare	112
3.2.4 Măsurarea deschiderii economice	113
3.2.5 Variabilele de control.....	115
3.2.6 Statistici descriptive.....	121
3.3 Design-ul studiului	130
3.4 Rezultatele empirice.....	131

3.4.1 Impactul CTL-ului asupra HB	131
3.4.2 Rolul moderator al educației financiare	136
3.4.3 Rolul moderator al deschiderii economice	138
3.5 Teste de robustețe	140
3.5.1 Testarea potențialei endogeneității	140
3.5.2 Analiza pe subeșantioane.....	144
3.5.3 Alte teste de robustețe	147
3.6 Concluzii studiului HB-CTL	157
CAPITOLUL 4 - FOREIGN BIAS ȘI NORMELE SOCIALE	160
4.1 Literatura de specialitate și dezvoltarea ipotezelor	160
4.1.1 Rolul stricteții normelor sociale în alocarea portfoliului de acțiuni	160
4.1.2 Efectul moderator al CTL asupra culturii și relației FB.....	163
4.2 Date, variabile și conceptul studiului	165
4.2.1 Măsura de FB	166
4.2.2 Variabilele independente	167
4.2.3 Statistici descriptive.....	173
4.3 Design-ul studiului	179
4.4 Rezultatele studiului	181
4.4.1 Efectul CTL asupra FB	181
4.4.2 Efectul moderator al CTL	192
4.5 Teste de robustețe	198
4.5.1 Măsura alternativă FB	198
4.5.2 Măsura alternativă CTL.....	203
4.5.3 Variabile de control suplimentare: CTL în țara de destinație	205
4.5.4 Valori culturale alternative	207
4.5.5 Proceduri alternative de estimare	209
4.6 Concluziile studiului FB-CTL.....	210
CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE	214
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE	218

INTRODUCERE

Diversificarea internațională a portofoliului este un principiu fundamental al finanțelor moderne, oferind investitorilor oportunitatea de a reduce riscul și de a obține randamente mai mari. Cu toate acestea, dovezile empirice arată că investitorii manifestă frecvent home bias (HB), o preferință pentru activele domestice în detrimentul celor străine, chiar și atunci când diversificarea ar fi benefică (French și Poterba, 1991). Acest fenomen conduce la alocări inefficiente ale investițiilor, reducând beneficiile potențiale ale partajării internaționale a riscurilor. În mod conex, foreign bias (FB) se referă la preferința pentru anumite acțiuni străine în detrimentul altora, ceea ce deviază de la portofoliul de piață. Ambele fenomene au implicații semnificative asupra stabilității financiare, eficienței pieței și alocării globale a capitalului (Cooper și Kaplanis, 1994b).

HB și FB indică ambele o diversificare suboptimală, dar se manifestă în moduri distincte. În timp ce HB presupune concentrarea investițiilor în țara investitoare, FB distorsionează distribuția acțiunilor străine, conducând la o diversificare inefficientă a portofoliului la scară globală. Literatura atribuie aceste fenomene mai multor factori, inclusiv costuri de tranzacție (Glassman și Riddick, 2001), asimetrii informaționale (Portes și Rey, 2000) și bariere de reglementare (Bhamra și colab., 2014). Explicațiile comportamentale subliniază factori psihologici precum bias-ul de familiaritate, care determină investitorii să prefere piețele cunoscute (Chan și colab., 2005). Explicațiile culturale sugerează că valorile societale, normele și cadrele instituționale influențează comportamentele investiționale și nivelul de asumare a riscurilor (Beugelsdijk și Frijns, 2010).

Un aspect cultural relevant pentru explicarea predispoziției investitorilor de a ieși din ”zona de confort”, respectiv piața domestică, și de a diversifica internațional este cultural tightness-looseness (CTL), care măsoară gradul în care societățile aplică norme stricte și tolerează abaterile. (Gelfand și colab., 2011). În societățile tight, unde conformitatea este puternic impusă, iar abaterile sunt sancționate, investitorii pot avea o aversiune mai mare la risc și o tendință de a favoriza piețele familiare. Pe de altă parte, în societățile loose, unde normele sunt mai flexibile și inovația este mai apreciată, investitorii pot fi mai dispuși să exploreze oportunități externe și să accepte riscuri mai mari asociate cu piețele internaționale.

În acest studiu validăm impactul CTL asupra home bias și foreign bias, identificând că investitorii din țările cu o cultură strictă prezintă un nivel mai ridicat de home bias, deoarece normele sociale consolidează preferințele pentru piețele familiare. Totodată, distingem rolul educației financiare în a reduce impactul CTL asupra HB, sugerând că informarea despre diversificare poate contracara constrângerile culturale. De asemenea, constatăm că un grad mai mare de deschidere economică contribuie la reducerea nivelului de HB prin creșterea expunerii la piețele financiare globale. În ceea ce privește fenomenul de FB, identificăm un nivel mai redus al acestuia pentru investitorii din țările cu normelor culturale mai relaxate, unde atașamentul față de normele locale este scăzut, diminuând astfel bariera psihologică în calea investițiilor în străinătate. Mai mult decât atât, clarificăm asocierea dintre FB și valorile culturale și evidențiem efectul moderator al CTL asupra relației dintre valorile culturale și FB.

Motivația studiului derivă din intenția de a sublinia rolul normelor culturale și sociale în modelarea deciziilor de natură financiară. Factorii culturali influențează modul în care indivizii percep și răspund la riscul financiar, ceea ce afectează în mod direct deciziile lor de investiții. Înțelegerea determinantelor culturale ale acestor bias-uri este relevantă, având în vedere integrarea piețelor financiare globale și persistența sub-diversificării portofoliilor investiționale.

Obiectivul cercetării este cuantificarea rolului CTL în modelarea fenomenelor de HB și FB. De asemenea, explorăm efectele moderatoare ale educației financiare și deschiderii economice asupra acestor relații și analizăm modul în care CTL interacționează cu alte dimensiuni culturale pentru a modela alocarea internațională a portofoliilor.

Metodologia de cercetare cuprinde o abordare cantitativă bazată pe un set de date panel privind deținerile de portofoliu. Aceasta include formularea unor ipoteze testabile și utilizarea modelării econometrice pentru a estima efectele CTL asupra HB și FB, inclusiv prin aplicarea testelor de robustețe pentru validarea rezultatelor.

Originalitatea studiului este caracterizată de contribuțiile aduse literaturii finanțelor internaționale. Studiul nostru este printre primele care leagă empiric CTL de bias-urile investiționale. Prin analiza educației financiare și a deschiderii economice, oferim noi perspective asupra reducerii constrângerilor culturale. Coroborăm cu alte studii precum Elster și Gelfand (2021) care documentează puterea predictivă a CTL-ului în a modera relația dintre valori culturale și comportamente.

Capitolul 1 cuprinde o descriere exhaustivă a conceptelor de HB și FB, precum și o revizie a literaturii privind determinanții acestor puzzle-uri. De asemenea, identificăm metodele de cuantificarea a gradului de HB și examinăm evoluția lor în diferite țări și de-a lungul timpului, evidențiind principalele modele și abateri de la modelele de diversificare optimă.

Capitolul 2 explorează rolul valorilor culturale și al normelor sociale în modelarea comportamentului uman. Acesta prezintă CTL ca un cadru de înțelegere a diferențelor societale în ceea ce privește aplicarea normelor și toleranța la abateri, discutând inclusiv metodologii de măsurare a CTL. În plus, se analizează literatura existentă privind modul în care cultura influențează luarea deciziilor financiare, în special comportamentul investițional.

Capitolul 3 prezintă dovezile empirice privind relația dintre CTL și HB. Identificăm o asociere pozitivă între strictețea culturală și nivelul de HB, determinată de perceperea unui cost suplimentar asociat investițiilor pe piețele externe. De asemenea, constatăm că atât educația financiară cât și deschiderea economică au un efect moderator asupra acestei relații și evidențiem puterea acestora de a atenua costul investițiilor străine.

Capitolul 4 explorează asocierea dintre CTL și FB, unde întărim rolul normelor sociale permissive de a atenua diversificarea deficicientă și surprindem efectul moderator a CTL-ului pentru relația dintre valorile culturale și FB. De asemenea, scoatem în evidență rezultatele diferite care arată că asocierea dintre valori precum individualismul sau masculinitatea și FB devine mai amplificată pentru investitorii din țări stricte, pe când efectul valorilor precum orientarea pe termen lung și ecartul puterii asupra FB este mai puternic pentru culturile permissive.

Prin evidențierea modului în care normele culturale influențează deciziile investiționale, acest studiu subliniază rolul esențial al culturii în modelarea comportamentului investițional. Prin identificarea principalilor moderator ai relației dintre CTL și HB, dar și prin evidențierea altor procese moderate de cultură, studiul oferă o înțelegere nuanțată a implicațiilor mai largi ale cadrelor culturale în alegerile de investiții. Aceste perspective oferă orientări valoroase pentru decidenții politici, permițându-le să elaboreze politici financiare mai adaptate din punct de vedere cultural, care să promoveze diversificarea optimă și să reducă ineficiențele pieței într-o economie globală din ce în ce mai interconectată.

SINTEZA CAPITOLULUI 1 - HOME ȘI FOREIGN BIAS – DEVIERI DE LA PORTFOLIUL DE PIAȚĂ

Obiectivul principal al investitorilor este de a-și maximiza funcția de utilitate printr-o decizie de investiție care să genereze o rentabilitate maxim așteptată. În funcție de obiectivele lor financiare și de preferințele lor în materie de risc, investitorii își pot identifica portofoliul de piață prin evaluarea tuturor activelor disponibile pe piață, luând în considerare rentabilitatea, riscul și corelațiile acestora. Această abordare conservatoare funcționează pe piețe eficiente în care toate barierele de tranzacționare au fost eliminate și distribuția informațiilor este suficient de omogenă pentru ca investitorii să poată lua decizii și nicio prejudecată umană nu împiedică alegerea.

Contrar teoriei portofoliului de piață, acțiunile naționale sunt concentrate în mod disproporționat în portofoliile investitorilor. Acest fenomen este cunoscut pe scară largă în literatura financiară sub denumirea de "*home bias*" (HB). El a captat atenția cercetătorilor în încercarea de a raționaliza comportamentul investitorilor care nu exploatează la maximum beneficiile diversificării (French și Poterba, 1991). Înclinația de a investi în exces în active interne implică faptul că piețele externe sunt în general subponderate în portofoliile investitorilor. Măsura în care investitorii subvaluează sau supravaluează piețele străine este descrisă în literatura de specialitate drept *foreign bias* (FB) (Chan și colab., 2005). Această tendință nu reflectă o preferință directă pentru investițiile străine în detrimentul celor interne, ci mai degrabă o alocare selectivă în cadrul piețelor internaționale, incompatibilă cu alocările obiective de referință

Cuantificarea fenomenului de HB și FB presupune captarea abaterii dintre alocarea reală a portofoliului și alocarea portofoliului de referință. În timp ce alocarea reală a portofoliului poate fi calculată cu ușurință pe baza datelor privind deținerile de portofolii, alocarea optimă a portofoliului este supusă interpretării, având în vedere multitudinea de metodologii adoptate în literatura de specialitate. Potrivit lui Baele și colab. (2007), se poate face o distincție între o abordare "bazată pe model" și o abordare "bazată pe date" pentru estimarea ponderilor optime. Abordarea bazată pe model, denumită și abordare pozitivă, este în concordanță cu teoria portofoliului, unde ponderile de alocare optime pot fi derivate din ponderile observate pe piața mondială. Abordarea bazată pe date, denumită și abordare normativă, sugerează că deținerile optime de portofoliu pot fi estimate în baza criteriului medie-varianță de selecție a unui portofoliu eficient.

Prezența HB-ului și a FB-ului este considerată ca o nerespectare a legii diversificării impuse de teoria portofoliului financiar. Cu toate acestea, o constrângere uriașă a teorii portofoliului de piață este presupunerea că investitorii se confruntă cu oportunități egale, ceea ce nu reflectă realitatea. De fapt, investitorii sunt diferiți de la o țară la alta, iar în literatura de specialitate au fost explorate diverse surse ale acestei eterogenități în încercarea de a explica preferința investitorilor față de activele domestice. În general, alocarea internațională a portofoliilor a fost documentată în literatura de specialitate ca fiind influențată de o multitudine de factori cum ar fi: acoperirea riscurilor non-diversificabile (Fidora și colab., 2007), bariere în calea fluxului de capital (Cooper și colab., 2013), bariere informaționale (Ahearne și colab., 2004), contextul educațional financiar (Hiraki și Liu, 2021), calitatea instituțională (Mishra, 2015), familiaritatea (Aggarwall și colab., 2012) și factorii comportamentali (Drobtetz și colab., 2023).

Ca urmare a recente accelerări semnificative a liberalizării comerțului și a integrării financiare, investitorii pot beneficia de reducerea barierelor comerciale și de scutiri în materie de reglementarea piețelor financiare. Cu toate acestea, contracția nivelului de HB și FB are loc într-un ritm mai lent decât globalizarea (Baele și colab., 2007), fenomen care favorizează o analiză mai aprofundată a tendinței investitorilor de a-și orienta investițiile către piața internă.

Cooper și colab. (2013) arată că, în ciuda faptului că SUA reprezintă cel puțin o treime din capitalizarea pieței mondiale, investitorii originari din această țară selectează portofolii ineficiente situate în jumătatea inferioară a frontierei de variație medie, investind peste 75% din portofoliul lor de acțiuni în țară. Un investitor american mediu renunță la aproape 50 de puncte de bază de rentabilitate suplimentară prin deținerea a numai 22% din acțiunile străine, în timp ce se pot aștepta la rentabilități chiar mai mici din partea investitorilor care dețin un portofoliu național complet, păstrând același nivel de risc. Cooper și colab. (2013) observă, de asemenea, folosind 8 măsuri alternative de măsurare a HB-ului, că țările industrializate dețin portofolii mai bine diversificate la nivel internațional decât piețele emergente. Drobtetz și colab. (2023) prezintă o matrice de alocare bilaterală a investițiilor în acțiuni pentru o perioadă extinsă între 2000-2017, din care reiese că țările europene, alături de Hong Kong și Singapore, sunt țări care își supraevaluează reciproc piețele. Deși este cea mai mare piață capitalizată din lume, SUA este țara pe care investitorii instituționali o subponderă cel mai mult.

SINTEZA CAPITOLULUI 2 - NORMELE SOCIALE – COMPONENTĂ A CULTURII UNEI NAȚIUNI

Capitolul 2 cuprinde o sinteză a conceptului de norme sociale și analizează rolul acestora în modelarea comportamentului financiar. Atunci când o societate este relativ omogenă, normele și valorile indivizilor care aparțin aceluiași grup sunt stricte. În cazul în care un membru al grupului se abate de la aceste norme, grupul îl expulzează pe individ din grup, manifestând astfel o toleranță scăzută față de comportamentul deviant. Astfel de societăți sunt considerate *tight* prin faptul că au norme clare care sunt impuse în mod fiabil (Pelto, 1968). Atunci când respingerea membrilor grupului este prea solicitantă din punct de vedere emoțional, culturile dezvoltă toleranță față de comportamentele deviante, ceea ce, la rândul său, conduce la societăți eterogene, compuse din grupuri cu norme diferite. Astfel de culturi sunt considerate *loose*.

În încercarea de a extinde paradigma dominantă în cercetarea transculturală, care se bazează în mare măsură pe valori, Gelfand și colab. (2006) continuă demersul de promovare a teoriei "cultural tightness looseness" (CTL), și a puterii sale de moderare asupra indivizilor și organizațiilor. Autorii consolidează definiția CTL ca forță a normelor sociale, precum și forța sancționării comportamentului deviant. Conceput de CTL este esențial pentru înțelegerea comportamentelor, deoarece reflectă gradul în care societățile aplică normele sociale și tolerează abaterile. Culturile *tight* tind să aibă reguli clare și stricte, iar oamenii se confruntă cu presiuni sociale și instituționale puternice pentru a se conforma. În schimb, culturile *loose* sunt mai permissive, permițând o gamă mai largă de comportamente și încurajând individualitatea.

Parcurgem prin elementele de bază ale identității culturale precum valorile personale (Schwartz și colab., 2012) și valorile culturale (Hofstede, 1998; Hofstede și colab., 2010) pentru a oferi o definiție distinctă a normelor sociale. Studiul lui Rohan (2000) și cel efectuat de Fischer și Schwartz (2011) subliniază faptul că, deși valorile personale, valorile culturale și normele sociale se suprapun, acestea diferă în funcție și influență. Valorile personale motivează comportamentul intern, valorile culturale modelează obiective societale mai largi, iar normele sociale reglementează conformitatea și comportamentul așteptat.

Printre măsurile de permisivitate culturală utilizate în literatura de specialitate putem distinge între măsura lui Gelfand și colab. (2011) și cea a lui Uz (2015). Într-un studiu din 2011, Gelfand și colab. pun accentul pe conceptul de fermitate culturală prin furnizarea de dovezi privind modul în care forța normelor sociale variază în societățile moderne, precum și prin modelarea modului în care culturile tight și loose s-au format, menținut și schimbat. Autorii s-au bazat pe date din 33 de națiuni, provenind de la 6823 de respondenți cu origini diverse, pentru a măsura soliditatea normelor sociale și toleranța față de comportamentele deviante. Spre deosebire de o măsură existentă de percepție a fermității culturale (Gelfand și colab., 2011), studiul lui Uz (2015) exploatează variația reală la nivel cultural pentru a cuantifica variația în norme, valori și comportamente, CTL. În acest scop, măsura este implementată folosind constructul de dispersie. Acest studiu avansează pe baza contribuțiilor anterioare din literatura de specialitate și oferă trei indici alternativi ai libertății culturale, calculați pe baza unui eșantion de 68 de țări și a diferențelor dintre acestea în ceea ce privește susținerea diferitelor valori, astfel cum au fost raportate de European Values Study Group și World Values Survey Association.

Înțelegerea constrângerilor culturale ajută la explicarea motivelor pentru care comportamente similare pot fi încurajate într-o societate, dar descurajate în alta, evidențiind influența contextelor culturale mai largi asupra modului în care normele sunt interpretate și aplicate. Literatura de specialitate abundă în dovezi care atestă efectele economice ale culturii, explorând în detaliu modul în care valorile personale, valorile culturale și variația normelor sociale determină și modelează comportamentul financiar și atitudinile față de risc. În culturile caracterizate de tightness cultural, în care respectarea normelor este impusă cu strictețe iar abaterea este descurajată, persoanele și organizațiile tind să manifeste un comportament financiar mai avers la risc (Beugelsdijk și Frijns, 2010; Ge și Sarigollu, 2023), preferând stabilitatea și previzibilitatea. Dimpotrivă, în culturile loose, în care toleranța pentru abateri este mai mare, există o mai mare deschidere față de asumarea riscurilor, inovație și strategii financiare neconvenționale (Anderson și colab., 2011; Eun și colab., 2015; Schomaker și Deckert, 2020;2022). Ca urmare a constatărilor lui Taras și colab. (2010), studiul lui Elster și Gelfand (2021) completează studiile existente privind efectele moderatoare ale CTL prin constatarea că valorile personale, reprezentările cognitive ale obiectivelor motivaționale, sunt predictorii puternici ai comportamentelor umane în societățile mai loose și mai degrabă inhibitate în societățile mai stricte.

SINTEZA CAPITOLULUI 3 – EFECTELE STRICTEȚEI NORMELOR SOCIALE ASUPRA HOME BIAS

În pofida recenteii integrări accelerate a piețelor financiare, fenomenul "*equity home bias*" este încă larg răspândit, chiar și pentru cele mai dezvoltate piețe bursiere. Literatura de specialitate a găsit asocieri empirice între "*equity home bias*" și costurile de tranzacție (Obstfeld și Rogoff, 2000), motivele de acoperire a riscurilor interne (Fidora și colab., 2007; Coeurdacier și Rey, 2013), calitatea instituțională (Baele și colab., 2007) și informațiile asimetrice (Bekaert și Wang, 2009; Mishra, 2015). O ultimă parte a literaturii de specialitate a aprofundat finanțele comportamentale în încercarea de a rezolva puzzle-ul de HB, identificând faptul că încrederea excesivă în acțiunile naționale (Huberman, 2001), lipsa familiarității (Chan și colab., 2005) și divergențele culturale (Anderson și colab., 2011) pot explica de ce investitorii renunță la beneficiile potențiale ale diversificării internaționale în favoarea "confortului" acțiunilor interne.

În acest capitol al cercetării noastre, am investigat impactul variației valorilor culturale din cadrul unei țări, măsurat prin puterea normelor sociale și a gradului de sancționare în cadrul societăților, asupra predispoziției investitorilor de a devia de la alocarea de referință prin a investi excesiv pe piețele interne. Utilizând date privind deținerile de portofolii străine ale investitorilor din 28 de țări, pe o perioadă cuprinsă între 2001-2022, am testat și validat trei ipoteze principale. Am identificat sprijin empiric pentru faptul că investitorii din țările mai stricte din punct de vedere cultural prezintă un grad mai ridicat HB, prin aversiunea față de acțiunile străine și din cauza lipsa familiarității percepute. La polul opus, investitorii mai permisivi reușesc să depășească costul asociat străinătății prin intermediul unui comportament de asumare a riscurilor mai ridicat și al deschiderii către schimbul cultural. De asemenea, identificăm educația financiară ca moderator al relației dintre CTL și HB și coroborăm puterea acesteia de a atenua impactul omogenității normelor sociale asupra creșterii nivelurilor de HB. În cele din urmă, am evidențiat deschiderea economică a unei țări sursă ca facilitator, consolidând efectul benefic al permisivității culturale asupra diversificării portofoliului internațional.

Ipotezele studiului au fost validate prin specificarea mai multor modele în care a fost utilizat un set extins de variabile de control, ținând seama de caracteristicile specifice fiecărei țări, cum ar fi dezvoltarea economică și barierele din calea fluxurilor de capital, proxies de familiaritate

precum distanța lingvistică și deschiderea comercială, precum și valorile culturale ale investitorilor. Am evaluat robustețea rezultatelor noastre prin utilizarea indicatorilor alternativi atât pentru variabilele dependente, cât și pentru cele independente, întărind astfel rezultatele principale. În încercarea de a verifica dacă rezultatele noastre nu au fost determinate de valori extreme, am explorat adecvarea modelului nostru prin utilizarea diferitelor eșantioane de țări și de timp. Totodată, am aplicat diferite metode de estimare pentru a ține cont de lipsa de variabilitate a măsurii noastre de CTL și am asigurat validitatea inferențelor cauzale făcute în analiza noastră de regresie prin instrumentarea CTL-ului prin Kinship și prin instrumentarea educației financiare prin scorurile la matematică PISA. În analiza suplimentară care investighează relevanța moderatorilor noștri, constatăm că investitorii din țările emergente pot beneficia într-o mai mare măsură de o educație financiară sporită și de deschiderea economică pentru a-și diversifica portofoliile la nivel internațional. Constatăm, de asemenea, că variația culturală în cadrul grupului are o putere explicativă mai mare în ceea ce privește HB în afara perioadelor de turbulențe.

În general, rezultatele empirice prezentate în detaliu în acest capitol susțin implicația conform căreia investitorii din societățile cu norme mai stricte și toleranță scăzută față de comportamentul deviant sunt mai predispuși la alocarea excesivă pe piețele interne de acțiuni. Această relație este atenuată de nivelul mai ridicat de educație financiară și de deschiderea economică a țării sursă. Acest studiu este în concordanță cu studiile anterioare, care sugerează că HB-ul rezultă dintr-o combinație de caracteristici socio-comportamentale, informații asimetrice și interacțiuni ale piețelor financiare. Această lucrare lasă loc pentru o explorare aprofundată cu un set de date mai mare pentru cercetări viitoare. Deoarece sunt luate în considerare numai țările cu o piață a acțiunilor foarte integrată, majoritatea piețelor în curs de dezvoltare nu sunt incluse în eșantion.

Rezultatele oferă un feedback semnificativ factorilor de decizie politică, în special pe piețele emergente, unde se înregistrează un nivel mai ridicat de HB. În special, factorii de decizie ar trebui să interpreteze estimările noastre ca o recunoaștere a puterii pe care variația normelor sociale o exercită asupra rezultatelor financiare și să promoveze sensibilizarea și integrarea interculturală. Mai mult decât atât, ar trebui să se acorde o atenție sporită creșterii educației și alfabetizării financiare, precum și aplicarea reglementărilor pentru a reduce barierele din calea investițiilor străine, cu scopul de a contrabalansa concentrarea excesivă pe piața internă.

SINTEZA CAPITOLULUI 4 - FOREIGN BIAS ȘI NORMELE SOCIALE

În acest capitol, am analizat relația directă și moderatoare dintre CTL și FB. Argumentele teoretice și rezultatele empirice arată că cultura ghidează comportamentul investițional nu numai prin valorile culturale, ci și prin normele sociale. Respectarea strictă a normelor sociale și toleranța mai scăzută față de comportamentele deviante exacerbează tendința investitorilor de a-și subdiversifica portofoliul de acțiuni internaționale. În același timp, investitorii din țările mai permissive din punct de vedere cultural depășesc mai ușor barierele informaționale ale expunerii pe piețe internaționale. Am argumentat că regulile stricte și toleranța scăzută față de comportamentele deviante din societățile tight inhibă creativitatea și reduc încrederea, ceea ce duce la o tendință mai scăzută a investitorilor de a participa la nivel internațional. Investitorii din societățile loose, care nu sunt constrânși de strictețea normelor sociale și de teama de sancțiuni, își diversifică mai bine portofoliile în străinătate, deoarece creativitatea și încrederea lor sunt mai ridicate. Asocierea CTL cu FB este semnificativă și din punct de vedere economic, fiind comparabilă cu cea a celor mai importanți determinanți culturali ai acesteia, cum ar fi individualismul (IDV), evitarea incertitudinii (UAI) și ecartul puterii (PDI).

Literatura de specialitate subliniază că endogeneitatea cauzată de erorile de măsurare sunt o preocupare specifică cercetărilor legate de cultură (Karolyi, 2016). Astfel cum variabila CTL este derivată în baza unui sondaj, abordăm această problemă prin instrumentarea CTL utilizând măsura kinship, care surprinde măsura în care persoanele sunt integrate în rețele de familie extinse. Rezultatele estimării variabilei instrumentale (IV) indică faptul că efectele estimate ale CTL rămân coerente și semnificative, sugerând că endogenitatea nu reprezintă o amenințare majoră la adresa validității constatărilor.

Având în vedere unele rezultate neconcludente sau contradictorii din literatura de specialitate (Aggarwal și colab., 2012; Anderson și colab., 2011; Beugelsdijk și Frijns, 2010), acest studiu clarifică asocierea dintre FB și unele dintre dimensiunile culturale ale lui Hofstede. De exemplu, asocierea dintre FB și PDI este pozitivă în studiul lui Beugelsdijk și Frijns (2010) și negativă în studiul lui Aggarwal și colab. (2012). Am constatat că investitorii din țările caracterizate prin IDV, masculinitate (MAS) și orientare pe termen lung (LTO) prezintă o mai mare diversificare pe piețele externe. Investitorii din țările caracterizate prin UAI și PDI diversifică mai

puțin pe piețele străine. În același timp, după cunoștințele noastre, acesta este primul studiu care investighează relația dintre FB și indulgența – reținerea (IVR). Am constatat că investitorii din țările caracterizate de indulgență își diversifică mai bine portofoliile la nivel internațional decât cei caracterizați de reținere.

CTL influențează, de asemenea, în mod indirect, FB prin efectul său moderator asupra relației dintre acestea și valorile culturale. Am constatat că acest efect moderator se manifestă diferit în funcție de dimensiunea culturală analizată. Valorile culturale ale IDV, MAS, UAI și IVR influențează mai puternic comportamentul investițional în țările restrictive în comparație cu cele mai permissive și confirmă previziunile făcute de Taras și colab. (2010) sau Elster și Gelfand (2021). În același timp, un efect mai degrabă opus a fost constatat pentru PDI și LTO. Efectele marginale medii ale CTL asupra nivelului de FB pentru diferite valori ale dimensiunilor culturale arată că aceste efecte moderatoare sunt mai complexe și necesită investigații viitoare suplimentare. De exemplu, impactul PDI asupra FB se constată numai în cazul societăților stricte. Prin urmare, putem spune că variabila tightness-looseness este una omisă în studiile anterioare care investighează relația dintre valorile culturale și alocarea portofoliului internațional, iar introducerea sa ne permite să înțelegem mai bine diferențele dintre țări în ceea ce privește FB.

Rezultatele care demonstrează o asociere pozitivă între gradul de strictețe culturală al investitorilor și nivelul de FB au fost supuse unor serii de verificări de robustețe pentru a asigura validitatea și fiabilitatea acestora. În primul rând, a fost utilizată o măsură alternativă a FB, care a produs rezultate coerente astfel confirmând constatările inițiale. Măsura introdusă de Bekaert și Wang (2009) este lipsită de efectul supraalocării domestice, delimitând astfel în mod clar efectul CTL asupra predispoziției investitorilor de a prefera anumite piețe străine în detrimentul celor mai puțin preferate. De asemenea, ipotezele studiului au fost testate cu alte interpretări ale FB din literatura de specialitate, cum ar fi măsura aversiunii față de distanță de Cooper și colab. (2018). În mod similar, am utilizat o măsură alternativă a CTL de către Gelfand și colab. (2011) pentru a testa dacă relația observată este sensibilă la operaționalizarea constructului, rezultatele rămânând robuste. Mai mult decât atât, am inclus ca variabilă de control suplimentară gradul de CTL al țării de destinație pentru a ține seama de influența potențială a acesteia asupra tiparelor de investiții străine. Această ajustare a evidențiat că, pe lângă faptul că sunt determinați de propriul lor nivel

de CTL, investitorii tind să aloce investiții de capital către piețe cu o eterogenitate mai mare în ceea ce privește normele, valorile și comportamentele.

Motivați de orientările lui Kirkman și colab. (2006) de a adopta cadre culturale alternative la cele ale lui Hofstede, am utilizat dimensiunile culturale de la House și colab. (2004) și Schwartz (1999) pentru a controla asocierea pozitivă dintre CTL din țara investitoare și FB. În cele din urmă, am aplicat proceduri alternative de estimare, cum ar fi efectele aleatorii și procedura Heckman, pentru a aborda eventualele probleme metodologice, inclusiv heteroscedasticitatea și bias-ul de selecție. În cadrul tuturor măsurilor de robustețe, constatările au susținut în mod constant relațiile ipotetizate, subliniind fiabilitatea rezultatelor și implicațiile acestora pentru înțelegerea determinantilor culturali ai comportamentului investițional internațional.

Aceste rezultate au o serie de implicații practice atât pentru țările investitoare, cât și pentru țările de destinație privind fluxurilor de investiții străine de portofoliu. Din perspectiva investitorilor din țara investitoare, existența unui efect de interacțiune bidirecțional al valorilor și normelor culturale asupra fenomenului de FB ar putea interesa managerii fondurilor de investiții care își diversifică portofoliile la nivel internațional. Astfel, aceștia ar trebui să sporească creativitatea echipei lor de lucru, alegând o configurație optimă a dimensiunilor culturale ale membrilor săi prin introducerea în echipă a unor persoane din alte culturi (Gedik și Ozbek, 2020). În același timp, managerii ar trebui să fie preocupați de stimularea încrederii interpersonale a membrilor echipei lor de lucru prin asigurarea unui mediu de lucru adecvat (Costa și colab., 2018).

Din perspectiva țărilor de destinație, atragerea investițiilor străine de portofoliu este mai dificilă atunci când investitorii provin din societăți stricte din punct de vedere cultural. Cu toate acestea, țările de destinație își pot spori atractivitatea pentru capitalul propriu prin încurajarea unui mediu mai liber din punct de vedere cultural, în special prin promovarea inovării, despre care Schomaker și Deckert (2020) au constatat empiric că este un determinant al permisivității culturale. Totodată, conform studiului lui Aktas și colab. (2016), un stil de conducere participativ este asociat cu niveluri mai ridicate de CTL. Prin adoptarea unei astfel de schimbări culturale, țările pot semnaliza deschidere și adaptabilitate, care sunt factori critici pentru investitorii internaționali care caută piețe dinamice și orientate spre creștere.

Acest studiu are mai multe limitări. În primul rând, ambele măsuri de CTL nu variază în timp, ceea ce nu permite introducerea efectelor fixe pentru a controla pentru bias-ul variabilelor

omise datorate eterogenității neobservate. În al doilea rând, din cauza disponibilității datelor pentru aceste măsuri de CTL, eșantionul este limitat la numai 37, respectiv 29 de țări investitoare. În al treilea rând, au fost analizate exhaustiv doar valorile culturale ale lui Hofstede, în ciuda criticilor privind fiabilitatea acestora (Venaik și Brewer, 2016). Am utilizat aceste valori culturale deoarece literatura anterioară se concentrează în principal pe studiul relației dintre acestea și FB, existând astfel rezultate teoretice și empirice. În cele din urmă, o limitare a studiului constă în utilizarea nivelului de CTL la nivel de țară, în loc de cel individual. Această alegere poate fi problematică, deoarece deciziile de investiții sunt luate de indivizi sau investitori instituționali, iar agregarea culturală la nivel național nu surprinde complet variațiile de percepție și comportament la nivel individual. Astfel, rezultatele ar putea reflecta tendințe generale ale societății, dar nu neapărat modul în care factorii culturali influențează direct deciziile fiecărui investitor.

CONCLUZII GENERALE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

Înțelegerea fenomenelor home bias și foreign bias este esențială luând în considerare influența lor globală asupra fluxurilor de capital, a diversificării riscurilor și a eficienței globale a pieței. În pofida literaturii extinse privind determinanții acestora economici și instituționali - cum ar fi costurile de tranzacție, asimetria informațiilor și barierele de reglementare - rolul culturii a fost adesea ignorat ca factor explicativ cheie. Teoriile financiare tradiționale presupun că investitorii fac alegeri raționale bazate exclusiv pe compromisuri între risc și rentabilitate, însă abaterile persistente de la diversificarea optimă sugerează că factorii non-economici, inclusiv normele și valorile culturale, modelează comportamentul investitorilor în moduri fundamentale. În special, cadrul CTL, care surprinde măsura în care societățile aplică normele și tolerează abaterile - oferă o nouă perspectivă prin care să se analizeze modul în care constrângerile culturale influențează deciziile de investiții. Prin integrarea CTL în studiul asupra HB-ului și a FB-ului, această cercetare abordează o lacună semnificativă în literatura de specialitate, clarificând modul în care tendințele culturale adânc înrădăcinate influențează alocarea portofoliilor atât la nivel individual, cât și instituțional.

Investitorii manifestă adesea tendința de a supraaloca investițiile în acțiuni pe piețele lor domestice și de a favoriza anumite piețe străine, în timp ce subinvestesc pe altele, ceea ce sugerează voința de a renunța la beneficiile diversificării în conformitate cu propriile lor preferințe. În timp ce factorii raționali, cum ar fi acoperire riscurile de piață și costurile de tranzacție, oferă o justificare economică pentru aceste tendințe din perspectiva maximizării utilității, influențele comportamentale - inclusiv familiaritatea, încrederea excesivă și patriotismul - joacă, de asemenea, un rol crucial, după cum se subliniază în literatura de specialitate. Prin analizarea unor serii cronologice extinse de date, acest studiu a scos la iveală tendințe globale în distribuția internațională a capitalului propriu, dezvăluind variații în HB și FB care nu pot fi explicate pe deplin prin factorii determinanți documentați până în prezent.

Cadrul CTL oferă o perspectivă valoroasă pentru a înțelege mai bine modul în care constrângerile normative modelează comportamentele de investiții, influențând în mod direct asumarea riscurilor, preferințele de investiții și participarea pe piață. Am explorat conceptul de CTL, examinând definiția acestuia prin diverse elemente ale identității culturale și măsurarea sa utilizând cadre consacrate, cum ar fi Uz (2015) și Gelfand și colab. (2011). Analizând modelele comportamentale și sociale care disting culturile *tight* de cele *loose*, am evidențiat modul în care normele culturale modelează acțiunile individuale și colective, influențând nivelurile de conformitate, inovare și toleranță la risc. Totodată, am detaliat implicațiile economice și financiare ale CTL, ilustrând modul în care strictețea sau flexibilitatea culturală afectează deciziile financiare, comportamentele de investiții și structurile instituționale. Această discuție oferă o bază pentru înțelegerea modului în care normele culturale se extind dincolo de organizarea societală pentru a influența rezultatele economice, pregătind terenul pentru explorarea în continuare a rolului lor în modelarea comportamentelor financiare.

Identificăm dovezi empirice pentru faptul că investitorii din țările mai stricte din punct de vedere cultural se confruntă cu niveluri mai ridicate de HB, influențați de aversiunea față de acțiunile străine și de lipsa de familiaritate percepută. La polul opus, investitorii originari din țări mai permisivi reușesc să depășească costul asociat investițiilor internaționale prin intermediul unui comportament de asumare a riscurilor mai ridicat și al deschiderii către schimbul cultural. De asemenea, validăm empiric educația financiară ca moderator al relației dintre CTL și HB și evidențiem puterea acesteia de a atenua impactul omogenității normelor sociale asupra creșterii

nivelului HB. În cele din urmă, identificăm deschiderea economică a unei țări sursă ca facilitator, consolidând efectul benefic al relaxării culturale asupra diversificării portofoliului internațional. Aceste rezultate oferă direcții pentru decidenții politici să se concentreze asupra programelor de alfabetizare financiară, a reformelor de reglementare și a accesibilității digitale pentru a se asigura că în special investitorii din societățile cu o cultură strictă beneficiază de un cost mai redus pentru a investi pe piața internațională.

În ceea ce privește FB, arătăm că investitorii din societățile stricte din punct de vedere cultural dețin portofolii mai puțin diversificate la nivel internațional decât investitorii din societățile relaxate. De asemenea, CTL influențează indirect FB prin efectul său moderator asupra relației dintre FB și valorile culturale. Am constatat că acest efect moderator se manifestă diferit în funcție de dimensiunea culturală analizată. Valorile culturale ale IDV, MAS, UAI și IVR influențează mai puternic comportamentul investițional în țările stricte în comparație cu cele permissive și confirmă previziunile făcute de Taras și colab. (2010) sau Elster și Gelfand (2021). În același timp, un efect mai degrabă opus a fost constatat pentru PDI și LTO. Astfel, putem spune că variabila CTL este una omisă în studiile anterioare care investighează relația dintre valorile culturale și FB, iar introducerea sa ne face să înțelegem mai bine diferențele între țări în ceea ce privește diversificarea internațională a portofoliilor.

Acest studiu este în concordanță cu studiile anterioare, care sugerează că deciziile de alocarea a portofoliului rezultă dintr-o combinație de caracteristici socio-comportamentale, informații asimetrice și interacțiuni ale piețelor financiare. Această cercetare aduce contribuții atât teoretice, cât și empirice la literatura de specialitate privind alocarea portofoliilor internaționale prin examinarea rolului pe care îl joacă CTL în modelarea HB și FB. Din punct de vedere teoretic, studiul extinde cadrele existente privind determinanții culturali ai comportamentului financiar prin integrarea CTL ca factor explicativ cheie, demonstrând modul în care normele societale și constrângerile de reglementare influențează preferințele de investiții dincolo de dimensiunile culturale tradiționale precum IDV sau UAI. Mai mult decât atât, acest studiu avansează în înțelegerea moderatorilor în relația dintre CTL și deciziile privind alocarea portofoliului, subliniind modul în care factori precum educația financiară condiționează măsura în care strictetea culturală consolidează HB sau facilitează diversificarea globală. Din punct de vedere empiric, prin utilizarea unor date transnaționale extinse, această cercetare oferă dovezi solide că CTL moderează în mod

sistematic impactul dimensiunilor culturale asupra FB. Prin descoperirea acestor mecanisme, acest studiu nu numai că rafinează explicațiile culturale ale HB și FB, dar oferă, de asemenea, perspective practice asupra modului în care constrângerile culturale modelează deciziile financiare la nivel macro și micro.

Deși acest studiu oferă informații valoroase cu privire la rolul CTL în modelarea alocării portofoliilor internaționale, trebuie recunoscute câteva limitări. În primul rând, măsura CTL este invariantă în timp, ceea ce limitează capacitatea de a introduce efecte fixe pentru a controla pentru bias-ul variabilelor omise, o limitare care se aplică și măsurii educației financiare. Această constrângere ne împiedică să surprindem pe deplin eventualele variații temporale ale influențelor culturale și educaționale asupra comportamentului investițional. În al doilea rând, analiza noastră se concentrează exclusiv pe 29 de piețe dezvoltate, ceea ce limitează caracterul generalizabil al constatărilor noastre. Având în vedere că piețele în curs de dezvoltare prezintă adesea cadre instituționale, comportamente ale investitorilor și dinamici culturale diferite, cercetările viitoare ar putea explora modul în care CTL afectează alocarea portofoliilor internaționale în aceste contexte. De asemenea, deși ne bazăm pe dimensiunile culturale ale lui Hofstede drept cadru de contextualizare a influențelor culturale asupra comportamentului financiar, aceste dimensiuni au fost criticate privind fiabilitatea și natura lor statică, sugerând că modelele culturale alternative ar putea completa abordarea noastră. În cele din urmă, recunoaștem că alți factori culturali - cum ar fi încrederea, incertitudinea socială sau experiențele financiare istorice - pot juca, de asemenea, un rol în modelarea deciziilor de investiții, iar încorporarea acestor elemente în cercetările viitoare ar putea oferi o înțelegere mai cuprinzătoare a impactului culturii asupra diversificării portofoliului.

Pe baza constatărilor acestui studiu, mai multe căi de cercetare viitoare ar putea îmbunătăți și mai mult înțelegerea noastră a relației dintre CTL și alocarea portofoliilor internaționale. În primul rând, deși această cercetare se concentrează asupra investițiilor în acțiuni, studiile viitoare ar putea extinde analiza la alte clase de active, cum ar fi titlurile de creanță, proprietățile imobiliare sau investițiile alternative, pentru a examina dacă influențele culturale se extind dincolo de piețele de acțiuni și modelează strategii mai ample de diversificare a portofoliului. Totodată, studiul nostru se bazează pe agregate la nivel național, care, deși informative, pot trece cu vederea variații importante în cadrul țărilor. Explorarea diferențelor regionale sau a comportamentului investitorilor la nivel individual ar putea oferi o perspectivă mai profundă asupra modului în care

restrictivitatea și permisivitatea culturală interacționează cu luarea deciziilor financiare la un nivel mai granular. Mai mult decât atât, ar fi interesant de investigat dacă, în perioadele de criză financiară, investitorii din culturile stricte, sub efectul amenințării acesteia, își vor retrage investițiile de portofoliu mai mult decât investitorii din societățile cu un grad de variație mai mare a normelor sociale. În sfârșit, dincolo de alocarea portofoliilor, cercetările viitoare ar putea examina modul în care CTL afectează alte rezultate financiare, cum ar fi investițiile străine directe, fuziunile și achizițiile transfrontaliere sau integrarea piețelor financiare, pentru a dezvolta o înțelegere mai cuprinzătoare a modului în care normele culturale modelează interacțiunile financiare globale.

Această cercetare evidențiază influența profundă a factorilor culturali asupra comportamentului investițional, demonstrând că deciziile financiare sunt modelate nu numai de fundamentele economice, ci și de norme societale profund înrădăcinate. Prin integrarea cadrului CTL în studiul alocării portofoliilor internaționale, această lucrare oferă o perspectivă nouă asupra modului în care constrângerile normative și flexibilitatea influențează HB, FB și fluxurile globale de capital. Pe măsură ce piețele financiare devin din ce în ce mai interconectate, înțelegerea acestor dinamici culturale este esențială pentru investitorii, decidenții politici și instituțiile financiare care doresc să navigheze eficient în alocarea globală a capitalului. În cele din urmă, acest studiu contribuie la o abordare mai cuprinzătoare și mai sensibilă din punct de vedere cultural a finanțelor internaționale, deschizând noi căi pentru cercetări viitoare privind intersecția dintre cultură și luarea deciziilor financiare.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE SELECTIVE

Aggarwal, R., Kearney, C., & Lucey, B. (2012). Gravity and culture in foreign portfolio investment. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), p. 525-538.

Ahearne, A. G., Grier, W. L., & Warnock, F. E. (2004). Information costs and home bias: An analysis of U.S. holdings of foreign equities. *Journal of International Economics*, 62(2), p. 313-336.

Aktas, M., Gelfand, M. J., & Hanges, P. J. (2016). Cultural Tightness-Looseness and Perceptions of Effective Leadership. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 47(2), p. 294-309.

Anderson, C. W., Fedenia, M., Hirschey, M., & Skiba, H. (2011). Cultural influences on home bias and international diversification by institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(4), p. 916-934.

Angrist, J. D., & Pischke, J. S. (2008). *Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion*. Princeton University Press.

- Baele, L., Bekaert, G., & Inghelbrecht, K. (2007). The determinants of stock and bond return comovements. *The Review of Financial Studies*, 23(6), p. 2374-2428.
- Bekaert, G., & Wang, X. S. (2009). Home bias revisited. *Research Handbook of International Banking and Governance*, p. 99–144.
- Beugelsdijk, S., & Frijns, B. (2010). A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), p. 2121-2131.
- Chan, K., Covrig, V., & NG, L. (2005). What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide. *The Journal of Finance*, 60(3), p. 1495-1534.
- Coeurdacier, N., & Rey, H. (2013). Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, 51(1), p. 63-115.
- Cooper, I. A., Sercu, P., & Vanpée, R. (2018). A Measure of Pure Home Bias. *Review of Finance*, 22(4), p. 1469–1514.
- Cooper, I. A., & Kaplanis, E. (1994). The Implications of the Home Bias in Equity Portfolios. *Business Strategy Review*, 5(2), p. 41-53.
- Cooper, I., Sercu, P., & Vanpee, R. (2013). The Equity Home Bias Puzzle: A Survey. *Foundations and Trends(R) in Finance*, 7(4), p. 289-416
- Costa, A. C., Fulmer, C. A., & Anderson, N. R. (2018). Trust in work teams: An integrative review, multilevel model, and future directions. *Journal of Organizational Behavior*, 39(2), p. 169–184.
- Drobetz, W., Mönkemeyer, M., Requejo, I., & Schröder, H. (2023). Foreign bias in institutional portfolio allocation: The role of social trust. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 214(C), p. 233-269.
- Elster, J., & Gelfand, M. J. (2021). Culture, norms, and institutions: A theoretical framework. *Journal of Institutional Economics*, 17(2), p. 123-145.
- Eun, C. S., Wang, L., & Xiao, S. C. (2015). Culture and R2: Evidence from international stock markets. *Journal of Financial Economics*, 115(2), p. 283-303.
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), p. 631-655.
- Fischer, R., & Schwartz, S. (2011). Whence differences in value priorities? Individual, cultural, or artifactual sources. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 42, p. 1127-1144.
- French, K. R., & Poterba, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81(2), p. 222-226.
- Ge, J., Jo, M. S., & Sarigollu, E. (2023). How does cultural tightness-looseness affect attitudes toward a local vs foreign brand transgression? *International Marketing Review*. 40 (6), p. 1456-1479.
- Gedik, T., & Ozbek, T. (2020). Cultural dimensions and investment behavior: A cross-country analysis. *Emerging Markets Review*, 45, 100719.
- Gelfand, M. J., Nishii, L. H., & Raver, J. L. (2006). On the nature and importance of cultural tightness-looseness. *Journal of Applied Psychology*, 91(6), p. 1225-1244.

- Gelfand, M. J., Raver, J. L., Nishii, L., Leslie, L. M., Lun, J., Lim, B. C., Duan, L., Almaliach, A., Ang, S., Arnadottir, J., Aycan, Z., Boehnke, K., Boski, P., Cabecinhas, R., Chan, D., Chhokar, J., D'Amato, A., Subirats Ferrer, M., Fischlmayr, I. C., Fischer, R., ... & Yamaguchi, S. (2011). Differences between tight and loose cultures: a 33-nation study. *Science (New York, N.Y.)*, 332(6033), p. 1100–1104.
- Glassman, D. A., & Riddick, L. A. (2001). What drives home bias? Evidence from global mutual fund allocations. *Journal of Finance*, 56(6), p. 2107-2137.
- Goetzmann, W. N., & Kumar, A. (2008). Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, 12(3), p. 433–463.
- Gouveia, V., Milfont, T., & Guerra, V. (2013). Functional theory of human values: Testing its content and structure hypotheses. *Personality and Individual Differences*, 60, p. 41-47.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Huang, H. (2009). Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. *Management Science*, 55(7), p.1094–1106.
- Greenfield, P. M. (2000). Three approaches to the psychology of culture: Where do they come from? Where can they go? *Asian Journal of Social Psychology*, 3, p. 223-240.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *Journal of Finance*, 56(3), p. 1053-1073.
- Grubel, H. G. (1968). Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows. *The American Economic Review*, 58(5), p. 1299–1314.
- Guiso, L., & Jappelli, T. (2009). Financial Literacy and Portfolio Diversification. *CSEF Working Papers*, 212, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF).
- Guiso, L., Herrera, H., & Morelli, M. (2016). Cultural Differences and Institutional Integration. *Journal of International Economics*, 99(S1), p. S97-S113.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2006). Does Culture Affect Economic Outcomes? *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), p. 23-48.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2009). Cultural Biases in Economic Exchange? *The Quarterly Journal of Economics*, 124(3), p. 1095-1131.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2018). Time varying risk aversion. *Journal of Financial Economics*, 128(3), p. 403-421.
- Gunia, B. C., Brett, J. M., Nandkeolyar, A. K., & Kamdar, D. (2011). Paying a price: Culture, trust, and negotiation consequences. *Journal of Applied Psychology*, 96(4), p. 774–789.
- Guo, Q., Liu, Z., Li, X., & Qiao, X. (2018). Indulgence and long-term orientation influence prosocial behavior at national level. *Frontiers in Psychology*, 9, Article 1798.
- Gyu, J. (2022). The impact of cultural dimensions on investment strategies: Evidence from global markets. *Journal of Behavioral Finance*, 23(2), p. 123-140.
- Haas, B. W., D. H. Abney, K. Eriksson, J. Potter, & S. D. Gosling. (2023). Person-Culture Personality Fit: Dispositional Traits and Cultural Context Explain Country-Level Personality Profile Conformity. *Social Psychological and Personality Science*, 14(3), 275-285.

- Hamberg, M., Mavruk, T., & Sjögren, S. (2013). Investment allocation decisions, home bias and the mandatory IFRS adoption. *Journal of International Money and Finance*, 36, p. 107-130.
- Hanushek, E.A., & Woessmann, L. (2008). The role of cognitive skills in economic development. *Journal of Economic Literature*, 46(3), p. 607-668.
- Hiraki, T., & Liu, M. (2021). Do global equity mutual funds exhibit home bias? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100508.
- Hofstede, G. (1998). Attitudes, values and organizational culture: Disentangling the concepts. *Organization Studies*, 19(3), p. 477-493.
- Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (2010). *Cultures and organizations: Software of the mind, Third Edition*. McGraw-Hill.
- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., & Gupta, V. Eds. (2004). *Culture, leadership, and organizations: The GLOBE study of 62 societies*. Sage Publications.
- Huberman, G. (2001). Familiarity breeds investment. *The Review of Financial Studies*, 14(3), p. 659-680.
- Karolyi, G. A. (2016). The gravity of culture for finance. *Journal of Corporate Finance*, 41, p. 610-625.
- Kirkman, B. L., Lowe, K. B., & Gibson, C. B. (2006). A quarter century of Culture's Consequences: A review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework. *Journal of International Business Studies*, 37(3), p. 285-320.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), p. 411-432.
- Korkmaz, T. (2021). Behavioral biases and their impact on investment decisions. *Behavioral Finance Review*, 10(4), p. 72-89.
- Kramer, M. M. (2016). Financial literacy, confidence and financial advice seeking, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 131, p. 198-217.
- Kwabi, F. O., & Boateng, A. (2021). The impact of cultural dimensions on international portfolio diversification. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101832.
- Kwok, C. C. Y., & Reeb, D. M. (2000). Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31(4), p. 611-629.
- Kwok, C. C. Y., & Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), p. 227-247.
- Kuhn, T. S. (1962). *The structure of scientific revolutions*. University of Chicago Press: Chicago.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, 61(1), p. 1-32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), p. 222-279.

- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2008). The drivers of financial globalization. *American Economic Review*, 98(2), p. 327–332.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *Journal of International Economics*, 73(2), p. 223-250.
- Lapinski, M. K., & Rimal, R.N. (2005). An Explication of Social Norms. *Communication Theory*, 15(2), p. 127-147.
- Lau, S. T., Ng, L. & Zhang, B. (2010). The world price of home bias. *Journal of Financial Economics*, 97(2), p. 191-217.
- Lauterbach, B., & Reisman, H. (2004). Keeping Up with the Joneses and the Home Bias. *European Financial Management*, 10(2) 225-234.
- Lessard, D. R. (1976). World, Country, and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction through International Diversification. *Financial Analysts Journal*, 32(1), p. 32–38.
- Leung, K., & Bond, M. H. (2004). Social axioms: The search for universal dimensions of general beliefs about how the world functions. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 35(5), p. 548-570.
- Leung, K., & Morris, M. W. (2015). Values, schemas, and norms in the culture–behavior nexus: A situated dynamics framework. *Journal of International Business Studies*, 46, p. 1028–1050.
- Leuz, C., Lins, K. V., & Warnock, F. E. (2009). Do foreigners invest less in poorly governed firms? *Review of Financial Studies*, 22(8), p. 3245–3285.
- Levy, H., & Levy, M. (2014). The home bias is here to stay. *Journal of Banking & Finance*, 47, p. 29-40.
- Levy, H., & Sarnat, M. (1970). International diversification of investment portfolios. *American Economic Review*, 60(4), p. 668–675.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23, p. 1-22.
- Li, R., Gordon, S., & Gelfand, M. J. (2017). Tightness–looseness: A new framework to understand consumer behavior. *Journal of Consumer Psychology*, 27, p. 377-391.
- Licht, A. N., Goldschmidt, C., & Schwartz, S. H. (2007). Culture rules: The foundations of the rule of law and other norms of governance. *Journal of Comparative Economics*, 35(4), p. 659-688.
- Liu, P., Chan, D., Qiu, L., Tov, W., & Tong, V. J. C. (2018). Effects of cultural tightness–looseness and social network density on expression of positive and negative emotions: A large-scale study of impression management by Facebook users. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 44(11), p. 1567–1581.
- Lubart, T.I. (2010). Cross-cultural perspectives on creativity. In J.C. Kaufman & R.J. Sternberg (eds), *The Cambridge Handbook of Creativity*, p. 265-278. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lucas Jr, R. E. (1982). Interest rates and currency prices in a two-country world. *Journal of Monetary Economics*, 10(3), p. 335-359.
- Luk, C. L., & Bond, M. H. (1993). Personality variation and self-presentation in Chinese culture. *Psychological Inquiry*, 4(2), p. 114–116.

- Lusardi, A., Mitchell, O. S., & Curto, V. (2014). Financial literacy and financial sophistication in the older population. *Journal of Pension Economics & Finance*, 13(4), p. 347-366.
- Mishra, A. V. (2015). Measures of equity home bias puzzle. *Journal of Empirical Finance*, 34, p. 293-312.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2000). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a common cause? *NBER Macroeconomics Annual*, 15, p. 339-390.
- Pelto, P. J. (1968). The difference between "tight" and "loose" societies. *Trans-Action*, 5(5), p. 37-40.
- Portes, R., & Rey, H. (2005). The determinants of cross-border equity flows. *Journal of International Economics*, 65(2), p. 269-296.
- Rohan, M. J. (2000). A rose by any name? The values construct. *Personality and Social Psychology Review*, 4(3), p. 255-277.
- Schomaker, M. S., & Deckert, C. M. (2020). Cultural differences in leadership: The role of implicit theories. *International Journal of Cross-Cultural Management*, 20(1), p. 47-70.
- Schwartz, S. H. (1999). A theory of cultural values and some implications for work. *Applied Psychology: An International Review*, 48(1), p. 23-47.
- Schwartz, S. H., Cieciuch, J., Vecchione, M., Davidov, E., Fischer, R., Beierlein, C., Ramos, A., Verkasalo, M., Lönnqvist, J. E., Demirutku, K., Dirilen-Gumus, O., & Konty, M. (2012). Refining the theory of basic individual values. *Journal of Personality and Social Psychology*, 103(4), p. 663-688.
- Sercu, P., & Vanpee, R. (2007). Home bias in international equity portfolios: A review. *International Review of Financial Analysis*, 16(4), p. 306-319.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), p. 425-442.
- Shin, J. Y., Kang, J. K., Hyun, J. H., & Kim, J. (2015). Cross-country cultural differences and investment in foreign subsidiaries. *Journal of Corporate Finance*, 33, p. 84-100.
- Siegel, J. I., Licht, A. N., & Schwartz, S. H. (2011). Egalitarianism and international investment. *Journal of Financial Economics*, 102(3), p. 621-642.
- Smith, A. (2017). National culture and financial behavior: A review of literature. *International Journal of Business and Economics*, 16(3), p. 215-238.
- Solnik, B. (2008). *International investments*. Addison-Wesley.
- Solnik, B., & McLeavey, D. (2009). *Global investments (6th ed.)* Pearson Education.
- Solnik, B.H. (1974). Why not diversify internationally rather than domestically? *Financial Analysts Journal*, 30(4), p. 48-54.
- Sørensen, B. E., Wu, Y. T., Yosha, O., & Zhu, Y. (2007). Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), p. 587-605.
- Sperber, D. (1996). *Explaining culture: A naturalistic approach*. Blackwell Publishers.

- Spolaore, E., & Wacziarg, R. (2009). The diffusion of development. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(2), p. 469-529.
- Spolaore, E., & Wacziarg, R. (2018). Ancestry and development: New evidence. *Journal of Applied Econometrics*, 33(5), p.748-762.
- August.Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), p. 1595–1638.
- Stulz, R. M., & Wasserfallen, W. (1995). Foreign equity investment restrictions, capital flight, and shareholder wealth maximization: Theory and evidence. *The Review of Financial Studies*, 8(4), p. 1019–1057.
- Taras, V., Kirkman, B. L., & Steel, P. (2010). Examining the impact of culture's consequences: A three-decade, multilevel, meta-analytic review of Hofstede's cultural value dimensions. *Journal of Applied Psychology*, 95(3), p. 405–439.
- Thapa, C., Vo, X. V., & Poshakwale, S. (2013). International equity flows, home bias and global equity markets. *Journal of International Money and Finance*, 32, p. 395-416.
- Todea, A., (2024). Cultural tightness-looseness and foreign bias: how cultural norm differences influence international portfolio diversification. *Review of Economic & Business Studies*, 17(2), p. 35-52.
- Todea, A., & Harin, C. (2024). The influence of cultural norms on international equity allocation. *The European Journal of Finance*, 30(12), p. 1-24.
- Triandis, H. C. (1989). The self and social behavior in differing cultural contexts. *Psychological Review*, 96(3), p. 506-520.
- Triandis, H. C. (2001). Individualism-collectivism and personality. *Journal of Personality*, 69(6), p. 907–924.
- Triandis, H. C. (2004). The many dimensions of culture. *Academy of Management Perspectives*, 18(1), p. 88–93.
- Uz, I. (2015). The index of cultural tightness and looseness among 68 countries. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 46(3), p. 319-335.
- Vanguard Group. (2012). The role of home bias in global asset allocation decisions. *Vanguard*. Disponibil la: <https://zonavalue.com/wp-content/uploads/2017/06/vanguard.pdf>. [Accesat la 26 februarie 2025].
- Venaik, S., & Brewer, P. (2016). National culture dimensions: The influence on international business strategy. *Cross Cultural Management*, 23(2), p. 125-152.
- Wooldridge, J. M. (2003). Cluster-Sample Methods in Applied Econometrics. *The American Economic Review*, 93(2), 133–138.
- Yates, J. F., & de Oliveira, S. (2016). Culture and Decision Making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 136, p. 106–118.
- Yuan, H. (2018). The role of cultural values in investment decisions: Evidence from cross-country data. *Review of Financial Studies*, 31(2), p. 450-475.