

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

**TEZĂ DE DOCTORAT
REZUMAT**

**RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A
PORTOFOLIILOR**

Conducător de doctorat:

Prof. univ. dr. TODEA Alexandru

Student doctorand:

**ORBAN (SOCACIU)
Erzsébet-Mirjám**

2024

Cuvinte cheie: foreign bias, home bias, religiozitate, diversitate religioasă, confesiuni religioase, identitate națională, suportul statului pentru religie, educație financiară, bariere informaționale, bariere legate de nonfamiliaritate

CUPRINS

INTRODUCERE

CAPITOLUL 1 – RELIGIA ȘI ACTIVITATEA ECONOMICĂ

- 1.1. Religia instituție informală în ghidarea comportamentului uman
- 1.2. Religia și comportamentul social și economic
- 1.3. Aversiunea la risc și comportamentul etic
- 1.4. Efectul religiei asupra deciziilor economice
- 1.5. Religiozitatea în contextul actual

CAPITOLUL 2 – INVESTIȚIILE DE PORTOFOLIU ÎNTRE PIAȚA DOMESTICĂ ȘI CELE STRĂINE

- 2.1. Puzzle-uri în finanțe
- 2.2. Cauzele existenței home- și foreign bias
 - 2.2.1. Cauzele home bias
 - 2.2.2. Cauzele foreign bias
- 2.3. Măsuri pentru home- și foreign bias
- 2.4. Evoluția investițiilor străine de portofoliu
- 2.5. Evoluția măsurilor de home- și foreign bias pe piețele dezvoltate și emergente

CAPITOLUL 3 – IMPACTUL RELIGIOZITĂȚII ASUPRA INVESTIȚIILOR STRĂINE DE PORTFOLIU

- 3.1. Impactul religiozității asupra foreign bias: literatură și formulare de ipoteză
- 3.2. Eșantionul și descrierea variabilelor
 - 3.2.1. Datele și structura eșantionului
 - 3.2.2. Variabila dependentă: equity foreign bias
 - 3.2.3. Variabilele principale independente: Religiozitatea și diversitatea religioasă
 - 3.2.4. Variabile de control
- 3.3. Rezultate
 - 3.3.1. Statistici descriptive
 - 3.3.2. Impactul religiozității asupra foreign bias
 - 3.3.3. Efectul diversității religioase asupra foreign bias
 - 3.3.4. Luarea în considerare a tipului religiei
 - 3.3.5. Efectul religiozității în timpul crizei financiare globale (2007-2009)

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

3.3.6. Efectul religiei asupra foreign bias – analiză pe subeșantioane

3.4. Teste de robustețe privind impactul religiei asupra foreign bias

3.4.1. Tratarea endogeneității potențiale

3.4.2. Teste de robustețe cu măsuri alternative ale religiozității

3.4.3. Metode alternative de estimare

3.5. Concluzii ale Capitolului 3

CAPITOLUL 4 – FACTORI MODERATORI AI RELAȚIEI DINTRE RELIGIOZITATE ȘI FOREIGN BIAS

4.1. Fundamentare teoretică și formulare ipoteze

4.1.1. Factori amplificatori ai relației religiozitate-foreign bias: identitatea națională, susținerea religiei de către stat și criza financiară globală

4.1.2. Rolul educației financiare în diminuarea efectului religiozității asupra foreign bias

4.2. Descrierea variabilelor de interes

4.3. Rezultate de bază

4.3.1. Religiozitate, identitate națională, sprijinul statului, criza globală și foreign bias

4.3.2. Efectul moderator al educației financiare

4.4. Teste de robustețe

4.4.1. Instrumente alternative pentru modele IVTobit

4.4.2. Măsuri alternative pentru religiozitate în contextul factorilor moderatori între religiozitate și foreign bias

4.4.3. Metode alternative de estimare

4.5. Concluzii ale Capitolului 4

CONCLUZII ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

INTRODUCERE

Contrar argumentelor de diversificare străină a portofoliilor, literatura financiară subliniază că există preferință a investitorilor pentru activele financiare locale, în detrimentul celor străine (French și Poterba, 1991). Astfel, se ridică întrebarea că de ce investitorii preferă să aloce o pondere disproporționată de resurse pe piețele domestice, în timp ce au tendința de a sub-diversifica la nivel internațional?

Pe baza teoriei instituționale, studiul identifică un alt determinant al investițiilor străine de portofoliu: factorul religios. Religia constituie un element central al instituțiilor informale, influențând credințele, valorile, altitudinile și comportamentele indivizilor.

Motivația studiului provine din modul de a înțelege cum religiozitatea ca și instituție informală influențează investițiile străine de portofoliu. În primul rând, luând în considerare barierele informaționale și cele legate de nonfamiliaritate, demonstrăm că religiozitatea poate influența foreign bias-ul prin aversiunea la risc. Mai mult, decizia investitorilor de a sub-investi în străinătate este influențată de factorul irațional prin explicațiile comportamentale legate de nonfamiliaritate. În al doilea rând, asocierea între religiozitate și foreign bias este mai pronunțată în țările unde religiozitatea și identitatea națională se întăresc reciproc.

Scopul cercetării este de a introduce un nou factor determinant pentru investițiile străine portofoliu, care a fost neglijat până acum în literatura de specialitate. Efectul marginal al religiozității este comparabil cu unul dintre cei mai importanți determinanți al foreign bias-ului, cum ar fi cel al distanței geografice.

Originalitatea studiului poate fi asimilată cu o „balanță” prin factorii care amplifică respectiv diminuează impactul religiozității asupra diversificării străine a portofoliului. Atunci când religia joacă un rol important în manifestarea identității naționale, acesta tinde să modeleze atitudinile și acțiunile indivizilor în conformitate cu convingerile religioase dominante (Abdelsalam și colab., 2021). Dar de ce ar fi relevant acest efect de interacțiune asupra foreign bias? Răspunsul se găsește în contextul internațional, unde interacțiunea dintre religie și identitate națională conduce la manifestări crescute ale naționalismului religios. Naționalismul creștin în SUA și Europa, naționalismul ortodox în Rusia și naționalismul islamic cu manifestări supranaționale sunt doar câteva exemple. Prin urmare, efectul izomorfic între religiozitate și identitate națională este mult mai accentuat în țările unde statul suportă religia. În al doilea rând, impactul religiozității, a naționalismului religios și a crizei

financiare globale asupra foreign bias poate fi diminuată prin niveluri ridicate de educație financiară.

SINTEZA CAPITOLULUI 1 – RELIGIA ȘI ACTIVITATEA ECONOMICĂ

Capitolul 1 pornește de la multidimensionalitatea religiei și analizează modul în care acesta, ca instituție informală, modelează comportamentul social și economic. Religia este interpretată în diferite domenii precum teologia, sociologia, istoria, antropologia, psihologia, și medicina. Deși am putea crede că definiția religiei și a religiozității este simplă datorită aplicării ei în diferite contexte, în realitate situația este exact opusă. Religia este un concept multilateral, complex, vag și controversat. Conform literaturii religia este un termen multidimensional. Ideea de multidimensionalitate a religiei a fost menționată pentru prima dată în studiul lui Durkheim (1915) prin conturarea practicilor și a credinței religioase în comunități. Având în vedere complexitatea religiei, Glock (1962) consideră că manifestările religioase ale diferitelor culte pot fi clasificate în cinci dimensiuni teoretice: credința, cunoașterea, sentimentul, ritualurile și comportamentul. Prima dimensiune a religiei numită și cea ideologică se manifestă prin *credință*, și reflectă nivelul de angajament și credință într-o divinitate sau forțe supranaturale. Aspectul de credință conturează răspunsurile la problematica sensului vieții. A doua dimensiune, cea a *cunoașterii* este legată de dimensiunea credinței și explorează nivelul de înțelegere a credinței, a textelor și a principiilor religioase. În acest context, se pune accent pe importanța cunoștințelor religioase și pe studierea critică a textelor religioase. Glock (1962) susține că această dimensiune influențează nivelul de deschidere și intelectualitate a persoanelor religioase. A treia dimensiune cuprinde *sentimentul* religios și se asociază cu formele extreme a religiei precum: cazuri de convertire, trăiri legate de glosolalie¹, efectele Duhului Sfânt sau incidente de vindecare. Această dimensiune a religiei este mai greu de studiat datorită lipsei datelor. Însă, Glock (1962) propune analiza acestor sentimente religioase prin nivelul de încrederea în divinitate. A patra dimensiune, care se referă la *ritualurile* și practicile religioase, include participarea la slujbe, ceremonii și activități religioase, studierea și explicarea textului religios, rugăciunea, respectarea principiilor morale și etice ale altor religii. Ultima dimensiune cea a *comportamentului* religios este rezultatul celor patru dimensiuni definite anterior, care se referă la practicarea valorilor și a responsabilităților religioase.

¹ Conform definiției Dex, acest termen este specific teologiei și se referă la harul pe care apostolii l-au primit de la Duhul Sfânt pentru a vorbi în alte limbi.

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

Cu toate acestea, se pune întrebarea de ce anumite persoane, grupuri sau societăți au nivele mai ridicate de religiozitate comparativ cu altele? Răspunsul la această întrebare poate fi analizat dintr-o perspectivă microeconomică (Iannaccone, 1998). Indivizii își alocă timpul și resursele între „bunurile” religioase și seculare pentru a maximiza utilitatea în această viață, sau în viața de după moarte. Din partea ofertei religiozitatea se definește prin extinderea accesului la serviciile și slujbele religioase. Astfel, instituțiile religioase sunt văzute ca „producători” ai religiei. Din perspectiva cererii, fenomenul religiozității poate fi interpretat prin prisma teoriei secularizării. Fundamentată pe lucrările lui Marx, Weber și Freud această teorie susține că dezvoltarea economică va conduce treptat la diminuarea și la eventuala dispariție a religiei. Educația, expansiunea accesului la informații și progresul tehnologic au favorizat dezvoltarea gândirii raționale și a cunoștințelor științifice. În trecut aceste avantaje și resurse erau disponibile doar celor din clasa de elită (preoți și lideri politici). În prezent, acestea sunt accesibile unei populații largi, care a devenit un concurent al elitei în domeniul cunoașterii. Contrar previziunilor teoriei secularizării, creșterile economice nu au determinat scăderea influenței religiei la nivelul societăților. Berger (1999), afirmă că „astăzi o mare parte din societăți sunt mai degrabă profund religioase, decât seculare”.

Studiile afirmă că influența religiei poate fi explicată prin intermediul teoriei instituționale și a normelor sociale. *Teoria instituțională* subliniază modul în care organizațiile sunt influențate de norme, valori, simboluri, și convingeri. Interacțiunea dintre instituțiile formale și cele informale influențează atitudinea indivizilor față de incertitudine, prin crearea unor structuri care facilitează cooperarea la nivel social, politic și economic (North, 1990). *Teoria normelor sociale* este într-o strânsă legătură cu teoria instituțională, deoarece acesta influențează fiecare aspect al comportamentului uman, stabilind clar ce acțiuni sunt permise și ce acțiuni sunt interzise (Sunstein, 1996). Principala contribuție teoretică a cercetărilor privind normele sociale constă în folosirea comportamentelor și atitudinilor altora ca mijloc de înțelegere pentru comportamentul uman.

Studiul subliniază cum religia afectează comportamentul social și economic. În primul rând, religia favorizează cultivarea trăsăturilor prosociale prin crearea unor comunități stabile și cooperative, formată din indivizi care nu sunt înrudiți genetic. O trăsătură prosocială esențială promovată de religie este încrederea socială, care, la rândul său, poate fi considerat o caracteristică fundamentală ce stimulează alte trăsături prosociale, cum ar fi: altruismul, cooperarea și optimismul. Încrederea socială se referă la gradul de încredere într-un membru necunoscut al societății. Literatura privind relația între religie-încrederea socială este

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

controversată. Conform Dingemans, și Van Ingen (2015) rezultatele contradictorii se datorează caracterului de multidimensionalitate a religiei. Uslaner (2002) argumentează că această relație este complexă, în timp ce Putnam și colab. (2012) afirmă că indivizii religioși, prezintă în general, nivele superioare de încredere comparativ cu grupul secular. Fox și colab. (2024) argumentează că relația religiozitate-încredere este influențată de suportul religiei din partea statului. Studiul demonstrează pe un eșantion internațional că susținerea de către stat a unei religii dominante favorizează formarea unei societăți omogene, caracterizate de niveluri ridicate de încredere socială (efect de tip „top down”). Într-o strânsă legătură cu încrederea se află cooperarea. Ritualurile religioase și participarea la slujbele religioase promovează cooperarea în cadrul unui grup. Apartenența la un grup determină sentimente de solidaritate, coeziune și încredere în cadrul comunităților religioase (Sosis și Ruffle, 2003). Indivizii sunt frecvent motivați să colaboreze cu membrii unui grup, fie pentru a obține beneficii directe sau indirecte, fie pentru a păstra o reputație pozitivă în societate (Bennett și Einolf, 2017). Există dezbateri ample în psihologie despre influența valorilor religioase asupra altruismului. Pe de o parte, adesea oameni oferă ajutor din motive egoiste, dorind să fie văzuți ca persoane generoase în societate, pentru a preveni sentimentele de vinovăție asociate cu refuzul de a ajuta, sau pentru a evita sentimentele de disconfort cauzate de suferința altora. O întrebare relevantă în acest sens este dacă persoanele religioase oferă ajutor în afara comunităților religioase, ceea ce este considerat un adevărat gest de altruism. Rezultatele studiului la nivel internațional realizate de Bennett și Einolf (2017) demonstrează că persoanele religioase sunt mult mai înclinate de a oferi ajutor față de necunoscuți. Un alt comportament pozitiv promovat de religie este optimismul, care reprezintă înclinația de a adopta o perspectivă pozitivă asupra așteptărilor în viitor. În religie optimismul este asociat cu încrederea în divinitate și în viața veșnică (Bennett, 2011). Chiar dacă termenul "optimism" nu este prezent în Biblie, conceptul similar de "încredere" este evidențiat de 142 de ori în Vechiul Testament (Ciarrocchi, 2008). Religia contribuie la dezvoltarea unui sistem de convingeri pentru a asigura credincioșilor capabilități, viziune și îndrumare în fața adversităților în viață.

Pe lângă valorile prosociale prezentate anterior, religiozitatea diminuează comportamentele legate de oportunism și influențează sentimentele de nesiguranță și anxietate. Comportamentul în sine conține mijloace neoneste de minciună și nerespectarea promisiunilor și a obligațiilor. În acest context există o relație negativă între oportunism și valorile morale promovate de religie. De exemplu, în țările religioase indivizii vor avea constrângeri morale legate de comportamente neoneste, datorită convingerilor că divinitatea va judeca toate

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

acțiunile lor. Pe de altă parte, religiozitatea reduce sentimentele de nesiguranță, stres și anxietate. Relația între religiozitate și nesiguranță este ilustrată prin ipoteza nesiguranței, concept introdus pentru prima dată de Norris și Inglehart (2004). Conform acestei ipoteze, persoanele care se confruntă cu situații adverse și riscante tind să valorizeze mai mult religia, și să participe regulat la slujbele religioase. De asemenea, pe măsură ce nivelul de anxietate al unei persoane crește, acesta va percepe viitorul ca fiind mult mai imprevizibil. În astfel de momente de incertitudine, soluția este adesea căutată în credință, care oferă promisiunea unui viitor caracterizat de speranță (Immerzeel și colab. 2013).

Religia promovează două trăsături esențiale: aversiunea la risc și comportamentul etic. Ideea că religia influențează gestionarea riscurilor își are originea în secolul 17, când filozoful Blaise Pascal a argumentat că adoptarea creștinismului implică costuri minime, în timp ce beneficiile potențiale sunt considerabile (Miller, 2000). Credințele religioase sunt pozitiv corelate cu *aversiunea la risc*, având în vedere că persoanele religioase tind să gestioneze pericolul prin participarea la slujbele religioase și rugăciune (Malinowski 1925; Miller și Hoffmann 1995). Similar, Hilary și Hui (2009) susțin că persoanele credincioase preferă să trăiască în zone sigure și tind să evite experimentarea de activități noi în viață. Frecvent, indivizii religioși încearcă să își reducă sentimentele de frică prin luarea deciziilor mai puțin riscante în viață. Diaz (2000) demonstrează empiric că religiozitatea are un impact negativ asupra jocurilor de noroc în Las Vegas. În literatura financiară primul studiu care leagă religiozitatea de aversiunea la risc la nivelul companiilor este realizat de Hilary și Hui (2009). Studiul a demonstrat printr-un experiment că studenții care au primit să citească un text religios și/sau participau la slujbele religioase aveau o probabilitate mai scăzută de a accepta plăți mai riscante.

Religia transformă sentimentele de vinovăție și rușine într-un simț al responsabilității și a devotamentului, influențând astfel luarea deciziilor etice. Weaver și Agle (2002) afirmă că deciziile etice sunt influențate atât de valorile individuale cât și de cele organizaționale. La nivel individual, credințele și valorile religioase sunt internalizate și determină identitatea de sine. Această identitate religioasă poate ocupa un rol central sau marginal în viața unui individ și, prin urmare, va avea efecte diferite asupra comportamentului etic. În cazul persoanelor sau a comunităților unde religia are un rol central, acestea adoptă valorile religioase ca principii fundamentale și urmează cu strictețe normele sociale religioase. În contrast, persoanele motivate de valori extrinseci, folosesc religia pentru a obține avantaje sociale (exemplu: formarea de relații sau atragerea de noi credincioși). Organizațiile care își desfășoară

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

activitatea într-un mediu religios sunt influențate de valorile religioase ale mediului, conform teoriei normelor sociale (Elster, 1989; Sustein 1996). Devierea comportamentului de la normele sociale acceptate atrage după sine măsuri de pedeapsă sau discriminare din partea membrilor grupului. Literatura oferă numeroase exemple care arată că normele etice influențează deciziile managementului companiilor. Aceste valori au devenit și mai importante după criza financiară globală din 2007-2009. De exemplu, managementul companiilor care își desfășoară activitatea într-un mediu religios evită manipularea informațiilor din rapoartele financiare (McGuire și colab. 2012).

Aceste două caracteristici apar cu preponderență în literatură care analizează efectul religiei asupra deciziilor economice. Longenecker și colab. (2004) susține că învățăturile religioase oferă orientări morale care pot fi aplicate în relațiile de afaceri. McGuire și colab. (2012) arată că nivelul de religiozitate reduce conflictele de interes între management și investitori, prin limitarea informațiilor eronate în rapoartele financiare ale companiilor din Statele Unite. Dyreng și colab. (2012) argumentează că rapoartele financiare ale companiilor din mediile religioase sunt mai puțin influențate de strategiile de reducere a taxelor, și raportează frecvent rezultate negative. Kanagaretnam și colab. (2015) evidențiază într-un eșantion internațional de instituții financiare, că în țările cu un grad crescut de religiozitate, conducerea băncilor este mai puțin înclinată de a manipula veniturile și de a avea niveluri înalte de risc în portofoliile de credite. Abdelsalam și colab. (2021) au arătat că religiozitatea este corelată pozitiv cu calitatea veniturilor măsurat printr-un indice agregat care ia în considerare evoluția datoriilor, fluxurile de numerar, volumul activelor, veniturile operaționale. Această relație între religiozitate și calitatea veniturilor bancare este mult mai accentuată în cadrul țărilor care au religia integrată în identitatea națională. Existența unei religii de stat sau a unei religii dominante este asociată cu adoptarea valorilor promovate de această religie, la nivelul companiilor cât și al indivizilor. De asemenea, acest impact al religiozității asupra veniturilor bancare este mult mai pronunțat în țările care au o protecție legislativă slabă. Hsieh și colab. (2022) sunt primii care analizează impactul religiozității asupra ratingurilor și a primelor creditelor suverane. Conform „ipotezei trăsăturilor bune”, menționat și în studiile anterioare, s-a arătat că religiozitatea la nivelul corporațiilor îmbunătățește ratingurile creditelor suverane prin promovarea valorilor etice. Callen și Fang (2015) investighează impactul religiozității în companiile din Statele Unite asupra riscului de crash a prețurilor acțiunilor în viitor. Modul în care religiozitatea influențează riscul de crash se fundamentează pe teoria normelor sociale care încurajează comportamentul etic. Prin internalizarea valorilor religioase managementul

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

companiei va fi mai puțin motivat să manipuleze informațiile financiare. În schimb, dacă conducerea companiei se abate de la aceste așteptări etice specifice mediilor religioase, poate risca reputația prin stigmatizarea socială. Blau (2018) abordează aspectul etic al religiei prin examinarea lichidității certificatelor de depozite americane (numite și „cross-listed stocks”). Studiul subliniază că religiozitatea promovează transparența informațională pe piețele de capital între companii și investitori, care va determina intensificarea activității de tranzacționare și creșterea lichidității certificatelor de depozite.

Studiul realizat de Hilary și Hui (2009) este primul care asociază religiozitatea cu aversiunea la risc în cadrul deciziilor corporatiste. Autorii sugerează că această relație este influențată de sentimentele de anxietate și frică asociate cu incertitudinea. Adhikari și Agrawal (2016) subliniază că religiozitatea locală influențează aversiunea la risc a instituțiilor financiare. Băncile care își desfășoară activitatea în regiunile religioase înregistrează creșteri robuste a portofoliului de active, au o pondere mai mare de active mai puțin riscante în portofoliul lor, și se bazează pe utilizarea metodelor tradiționale de generare a veniturilor (limitând tranzacționarea derivatelor). Abdelsalam și colab. (2021) arată că băncile din țările religioase au o probabilitate scăzută de a utiliza metoda de securitizare a portofoliului de active pentru a transfera riscurile. Această practică de securitizare este folosită de către bănci pentru a reduce riscul de credit și de dobândă, costurile și pentru a diversifica portofoliul de active. Blau (2015), investighează influența religiozității asupra piețelor de capital la nivel internațional. Folosind legătura dintre religiozitate și aversiunea la risc al investitorilor, studiul arată că religiozitatea este corelată negativ cu volatilitatea certificatelor de depozite americane (ADR). Maung și colab. (2021) demonstrează că o creștere a nivelului de religiozitate în țara de origine conduce la o scădere a fuziunilor și a achizițiilor între companii (măsurată atât prin suma totală investită cât și prin numărul de fuziuni și achiziții). În momentul fuziunilor și a achizițiilor, investitorii din țările religioase au tendința de a efectua plata în acțiuni, având scopul principal de a reduce riscurile de expunere asociate cumpărătorului. Astfel, după realizarea investițiilor și compania din țara de destinație este parte din „skin in the game” (participând la riscul total de expunere al companiei).

Mai multe studii din domeniul financiar sugerează că atât comportamentul etic, cât și aversiunea la risc influențată de religie are un impact asupra deciziilor corporatiste. De exemplu, Dyreng și colab. (2012) arată că informațiile din raportările financiare ale companiilor din mediile religioase sunt mult mai exacte și prezintă o probabilitate redusă de a fi ajustate ulterior. Aceste aspecte sunt influențate de valorile de onestitate și aversiunea la

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

risc a managementului companiilor. Adhikari și Agrawal (2016) demonstrează că băncile din țările religioase vor avea un portofoliu de active cu risc redus datorită influențelor culturale care promovează transparența informațională și valorile etice. Maung și colab. (2021) demonstrează că, pe lângă trăsătura principală de aversiune la risc, religiozitatea va influența caracterul de onestitate a managementului din țara investitoare care va plăti premii de achiziții mai scăzute. În acest sens, religiozitatea reduce încrederea excesivă a managementului generat de supra-evaluarea capacității proprii de a crea sinergii cu companiile străine. Contreras și colab. (2023) asociază absența comportamentului oportunist al investitorilor cu normele etice și aversiunea la risc promovată de religie. Ei observă că în regiunile cu religiozitate crescută scade probabilitatea investitorilor care tranzacționează pe baza informațiilor private, în detrimentul investitorilor de pe piețele secundare.

Ultima parte din acest capitol se focusează pe analizarea religiozității în contextul actual folosind informațiile de pe Pew Research Center, arătând că religiozitatea la nivel global este variată fiind mult mai accentuată în țările slab dezvoltate și scăzută în țările dezvoltate (ipoteza secularizării). Una dintre aspectele originale ale lucrării și o contribuție importantă la cunoaștere este măsura construită a religiozității. Pentru a evalua nivelul religiozității am ținut cont de argumentele multidimensionalității menționate în literatură (Cornwall 1989, Parboteeah și colab., 2008, Chen și colab., 2016, și Hsieh și colab. 2022). Datele pentru măsura dimensiunilor religioase au fost obținute de pe World Values Survey (WVS).

SINTEZA CAPITOLULUI 2 – INVESTIȚIILE DE PORTFOLIU ÎNTRE PIAȚA DOMESTICĂ ȘI CELE STRĂINE

Capitolul 2 pornește de la sintetizarea celor mai importante puzzle-uri în finanțe, printre care se numără: equity premium puzzle, excess volatility puzzle, specific volatility puzzle, aggregate return predictability puzzle, closed-end fund puzzle, new issue puzzle, Feldstein-Horioka puzzle. Obstfeld și Rogoff (2000) susțin că home bias-ul este unul dintre principalele puzzle-uri în finanțe. Conform teoriei clasice a portofoliului, investitorii ar trebui să-și diversifice portofoliul alocând o parte din resurse într-un portofoliu de piață global și o parte în activul fără risc pe baza Modelului Internațional de Evaluare la Echilibru a Activelor (ICAPM). Însă, în realitate investitorii nu își diversifică portofoliile la nivel internațional, având o preferință sporită pentru activele financiare domestice. Acest fenomen este numit "*home bias*" (French și Poterba, 1991). Tendința de a investi în active financiare domestice sugerează că per ansamblu piețele străine au o pondere mai mică în portofoliile

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

investitorilor. Această abatere de la alocarea optimă într-o piață străină este cunoscută sub numele de ”*foreign bias*” (Chan și colab. 2005).

Studiile în domeniul financiar au analizat pe parcursul mai multor decenii cauzele legate în special de fenomenul de home bias. Însă atât home- cât și foreign bias-ul sunt considerate fenomene complexe, influențate de o varietate de factori, care favorizează preferința investitorilor asupra activelor pe piețele domestice sau străine. Astfel, printre motivele legate de home bias se regăsesc următoarele: acoperirea riscului specific al țărilor, barierele informaționale, familiaritatea, și factori comportamentali. Literatura financiară subliniază că investitorii supra-investesc pe piețele domestice pentru a acoperi riscul specific al țărilor asociate cu: riscul de inflație, riscul cursului de schimb și riscul bunurilor non-comerciale. Pentru a se proteja împotriva riscului de paritate a puterii de cumpărare (PPP), investitorii care consumă în special bunuri și servicii locale se orientează către investiții denominate în moneda națională. Această abordare atenuază riscul fluctuațiilor cursului de schimb (Gehrig, 1993). Strategia de acoperire împotriva inflației cu active domestice este eficientă numai în cazul în care investitorii au o aversiune la risc ridicată, iar rentabilitățile acțiunilor sunt negativ corelate cu ratele inflației interne (Cooper și Kaplanis, 1994). Baxter și colab. (1998) afirmă că existența nivelului de home bias într-o țară depinde de substituirea bunurilor comerciale și non-comerciale. Prin urmare, investițiile domestice accentuate într-o țară se datorează bunurilor comerciale care nu sunt tranzacționate pe piețele internaționale.

Fenomenul de home bias poate fi explicat și prin prisma barierelor informaționale (raționale). Printre aceste bariere se numără: controalele de capital, costurile de tranzacționare, avantajele pe piața domestică. Restricțiile controalelor de capital împiedică investițiile în activele străine, determinând într-un mod direct nivele ridicate de home bias. Aceste controale de capital transfrontaliere sunt greu de cuantificat fiindcă nu există măsuri universale în literatura financiară (Ahearne și colab. 2004). Costurile de tranzacționare se împart în două categorii mari: explicite și implicite. În momentul diversificării la nivel internațional investitorii sunt expuși la costuri de tranzacționare, și comisioane care sunt incluse în categoria explicită a costurilor. Categoria implicită a costurilor este greu de cuantificat și ține de lichiditate și alte fricțiuni de pe piețe cum ar fi obținerea informațiilor. Studiul seminal al lui French și Poterba (1991) sugerează că aceste costuri de tranzacționare nu determină niveluri mai ridicate de home bias. Mai mult, Levy și Levy (2014) arată că aceste costuri de tranzacționare ale investițiilor străine s-au diminuat semnificativ în ultimii douăzeci de ani. Cauza principală de home bias legată de avantajele informaționale determină preferința

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

instrumentelor locale în detrimentul celor străine. De exemplu, investitorii pot obține aceste avantaje prin efectele rețelelor sociale reprezentată de legăturile personale (Coval și Moskowitz, 1999). În acest sens, asimetria informațională poate fi explicată prin faptul că investitorii locali obțin mai multe informații despre activele de pe piața domestică în comparație cu investitorii străini. În contextul globalizării, marcat de fluxul crescut al informațiilor, apare întrebarea privind persistența acestor bariere informaționale. Van Nieuwerburgh și Veldkamp (2009) afirmă că aceste asimetrii informaționale depind nu numai de factori exogeni (prezența anterior) ci și de cel uman (factorul de învățare). În modelul construit de ei este încorporat avantajul informațional al investitorilor locali. Investitori au posibilitatea de a alege între informațiile domestice și cele străine, obținând un avantaj mai mare atunci când dețin informații specifice (informații inaccesibile altora de pe piețe despre acțiuni domestice). În momentul în care investitorii locali aleg să dobândească informații despre instrumentele străine ei renunță la un avantaj: rentabilitățile interne în exces.

Distanța geografică este considerată unul dintre cele mai puternici indicatori ai asimetriei informaționale. Coval și Moskowitz (1999) evidențiază legătura dintre asimetriile informaționale și proximitatea geografică în contextul fondurilor mutuale din Statele Unite. Autorii susțin că investitorii manifestă o predispoziție semnificativă să aloce aceste fonduri către piețele locale (care se află aproximativ la 100 de km față de locația companiei), datorită accesibilității sporite a informației în aceste regiuni. Ei arată că măsura distanței geografice explică o treime din măsura de home bias.

Diversitatea standardelor contabile și de raportare impune costuri adiționale de prelucrare a informației pentru investitorii străini care sunt interesați să investească pe o anumită piață. Din acest motiv, standardele contabile sunt frecvent considerate ca factori esențiali în literatura de home bias. Analizând investițiile străine a fondurilor mutuale din mai multe țări Covrig și colab. (2007) au arătat că adoptarea standardelor IAS, în comparație cu cele locale are un efect pozitiv asupra diminuării de home bias.

La Porta și colab. (1998) sunt primii care asociază guvernanta corporatistă cu fenomenul de home bias puzzle, analizând legislația în 49 de țări. Din perspectivă legală, ei evidențiază că țările care adoptă sistemul dreptului comun (legislația engleză) oferă o protecție mai bună a investitorilor comparativ cu cele care se bazează pe dreptul civil (legislația franceză). Giannetti și colab. (2010) arată că investitorii minoritari preferă țările care oferă o protecție superioară a investitorilor, deoarece acesta prezintă un risc redus de expropriere din partea acționarilor majoritari. Acțiunile domestice incluse în această categorie

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

de protecție crescută vor fi preferate atât de investitorii străini, cât și de cei locali, ceea ce va conduce la o tendință crescută de a investiții pe piața locală.

Literatura financiară a evidențiat că investitorii sunt afectați de „bias”-uri comportamentale care nu pot fi explicate de teoria portofoliului (Ardalan ,2019). Aceste explicații bazate pe devierile comportamentale influențează percepția și personalitatea investitorilor. Numeroase cercetări au identificat factori comportamentali și culturali care afectează deciziile investitorilor în ceea ce privește alegerea între activele domestice și cele străine. Printre aceste explicații se numără: familiaritatea, optimismul, competența, regretul, patriotismul (naționalismul), loialitatea, cultura, religia.

Familiaritatea se manifestă prin preferința investitorilor pentru instrumentele financiare locale, fără ca acesta să fie susținută de avantajele informaționale. Conform cercetării, investitorii optează pentru aceste instrumente locale deoarece ei consideră că aceste investiții contribuie la starea lor de fericire prin legătura cu locul natal. Într-o strânsă legătură cu familiaritatea se află și etnocentrismul, care afectează atât consumul bunurilor cât și preferințele investitorilor. Analizând un eșantion de 53 de țări Morse și colab. (2011) au demonstrat că sentimentul de patriotism determină nivele ridicate de home bias.

Conform ipotezei competenței propuse de Heath și colab. (1991), un investitor competent se bazează pe propria sa evaluare atunci când ia deciziile financiare de investiții. Examinând studenții absolvenți în domeniul finanțelor din Germania și Statele Unite, Kilka și Weber (2000) susțin că indivizii se consideră mult mai calificați în evaluarea activelor locale. Această competență influențează modul în care investitorii își formează așteptările privind distribuția probabilităților subiective legate de rentabilitățile acțiunilor, conducând la o dispersie mai redusă a deviației standard pentru rentabilitățile acțiunilor locale comparativ cu cele străine.

O altă explicație comportamentală specifică pentru home bias este faptul că în general investitorii sunt mai optimiști față de piața locală. Strong și colab. (2003) investighează convingerile investitorilor privind preferințele pentru investițiile locale în piețele din Europa, Statele Unite, Regatul Unit și Japonia. În analiza sentimentului investitorilor ei fac diferența între optimismul absolut și cel relativ. Concluzia studiului este că ambele tipuri de optimism influențează preferința pentru investițiile locale. Studiile experimentale indică că oameni sunt sceptici în privința alternativelor care se abat de la punctul lor familiar/cunoscut.

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

În contextul aversiunii la ambiguitate s-au dezvoltat modele care integrează acest factor de incertitudine în deciziile de diversificare internațională a portofoliului. Cao și colab. (2011) elaborează o măsură teoretică a ambiguității în care deciziile de investiții sunt influențate de abaterea de la o poziție implicit familiară, cunoscută și sub numele de „status-quo”. În prezența incertitudinilor, indivizii tind să fie pesimiști față de alternativele noi, conducând astfel la o predispoziție către opțiunile deja cunoscute, reprezentată prin home bias.

În cadrul valorilor culturale, Anderson și colab. (2011) arată că „evitarea incertitudinii” este corelată direct cu supra investirea pe piețele interne. Țările care au niveluri ridicate de evitare a incertitudinii tind să favorizeze investiții sigure și cunoscute. Totodată, investitorii din țările cu o distanță culturală semnificativă au obiceiul să investească în activele interne și să-și reducă expunerea față de activele din țările caracterizate de o distanță culturală mai mare.

Foreign bias-ul este influențat de atractivitatea piețelor de destinație (Portes și Ray 2005; Chan și colab. 2005; Bekaert și Wang 2009), asimetriile informaționale și factorii legați de nonfamiliaritate (Kang și Stulz 1997; Chan 2005; Choi și Skiba 2015; Karolyi 2020), protecția investitorilor (La Porta, 1998), fiind completați de aspecte ale finanțelor comportamentale legate de valori culturale (Beugelsdijk și Frijns, 2010; Anderson și colab. 2011; Siegel și colab. 2011; Aggarwal și colab. 2012), naționalism (Pradkhan, 2016), trăsături de personalitate (Niszczoła, 2014), competențe (Graham și colab. 2009; Abreu și colab. 2011) încrederea socială (Drobotz și colab. 2023), și normele sociale (Todea și Harin, 2023).

Anumite piețe de destinație prezintă nivele mai mari de atracție pentru investitori decât altele. Literatura referitoare la foreign bias subliniază că investitorii preferă să investească în acele piețe care sunt dezvoltate din punct de vedere economic măsurat prin PIB/capita (Chan și colab. 2005). În acest context, investitorii străini sunt atrași de piețele de capital dezvoltate (capitalizare bursieră/PIB, volumul total al activelor tranzacționate), deoarece acestea oferă nivele ridicate de lichiditate (Beugelsdijk și Frijns, 2010). De asemenea, piețele bursiere mai mari beneficiază de vizibilitate și recunoaștere sporită la nivel internațional (Chan și colab. 2005).

Deși nivelul taxelor a avut o tendință de scădere în ultimele două decenii, taxele pe dividende și costurile de tranzacționare pot determina sub-investirea pe anumite piețe străine. După cum a arătat Levy și Levy (2014) nivelul taxelor devine semnificativ atunci când piețele sunt strâns corelate. Chan și colab. (2005) evidențiază că investitorii străini preferă țările dezvoltate caracterizate de costuri de tranzacționare reduse.

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

Costurile asociate asimetriei informaționale devin vizibile atunci când investitorii străini decid să plaseze capital în companii ce se caracterizează prin deficiențe în guvernanta corporativă, protecție limitată pentru investitori, lipsa transparenței informațiilor, și provocări în relația de agent între conducere și acționariatul companiei. Aceste costuri informaționale creează bariere informaționale, determinând investitorii să aloce o pondere mai mare din portofoliu pe piețele locale, descurajând în același timp diversificarea la nivel internațional.

Mai multe studii empirice au evidențiat că investitorii străini preferă companiile cu activitate internațională. În urma analizei investițiilor străine pe piața japoneză pe un interval de 16 ani, Kang și Stulz (1997) evidențiază că firmele mari, și cele cu activitate de export, respectiv firmele care oferă depozite americane (în engleză: American Depository Rights) sunt atractive pentru investitorii străini. De obicei, aceste companii sunt mult mai cunoscute la nivel internațional. Chan și colab. (2005) demonstrează că investitorii tind să acorde o încredere sporită acțiunilor companiilor din țările cu care există legături comerciale bilaterale. Ipoteza informațională sugerează că investitorii utilizează informațiile acumulate din comerț atunci când iau decizii de investiții (Károlyi și colab. 2020).

Studiul realizat de La Porta și colab. (1998) arată că valorile ridicate pentru indicele protecției investitorilor, indică o protecție legislativă superioară a investitorilor, care determină diversificarea internațională a portofoliului. Analizând investițiile străine în acțiuni realizate de investitori americani în 164 de țări, Dahlquist și colab. (2003) au evidențiat că aceștia preferă să investească mai puțin în țările care oferă o protecție slabă a investitorilor și/sau care prezintă riscuri mari de expropriere în cazul în care există o concentrare ridicată a acționariatului

Grinblatt și Keloharju (2001) sunt primii care introduc conceptul de familiaritate în contextul diversificării portofoliului. Ei examinează modul în care investitorii din Finlanda iau deciziile de investiții prin prisma factorilor de familiaritate, cum ar fi: distanța geografică, diferențele culturale și lingvistice. Prin analiza companiilor finlandeze s-a demonstrat că investitorii manifestă o preferință pentru rapoartele anuale prezentate în limba maternă și optează în același timp să investească în acțiunile companiilor care au sediul în apropiere.

Graham și colab. (2009) demonstrează că investitorii competenți tind să tranzacționeze mai frecvent și să dețină portofolii diversificate la nivel internațional. Rezultatele rămân robuste chiar și atunci când se ia în considerare nivelul de optimism în piața locală, investitorii experimentați având o tendință redusă de a deține active locale. Conform Graham

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

și colab. (2009) competența are un impact psihologic, deoarece un investitor competent va fi mult mai încrezător în estimările sale privind volatilitatea și media rentabilităților așteptate în viitor. Acești investitori ar putea să fie caracterizați de un foreign bias mai ridicat datorită competențelor reflectate în performanța portofoliilor străine. Abreu și colab. (2011) arată că procesul decizional al investitorilor este divizat în două etape distincte numită și „efectul ciclului de viață”: inițial investitorul alocă capitalul în activele locale, urmând ca apoi să se orienteze către piețele străine.

Numeroase studii în literatură au subliniat impactul valorilor culturale ale lui Hofstede (2001) asupra preferinței pentru investițiile străine. Rezultatele obținute referitoare la influența acestor valori culturale sunt frecvent contradictorii. Beugelsdijk și Frijns (2010) demonstrează că dimensiunea culturală a evitării incertitudinii are un impact negativ asupra investițiilor într-o piață străină. Evitarea incertitudinii se asociază cu o aversiune de risc mai mare, astfel indivizii anxioși percep investițiile străine ca fiind mult mai riscante. Totodată, ei arată că nivele ridicate de individualism determină o supra-investire în piețele străine. Acest lucru se datorează faptului că investitorii individualiști tind să fie caracterizați de un exces de încredere și optimism, ceea ce conduce la o percepție mai redusă a riscului asociat investițiilor străine. Aceste rezultate sunt doar parțial validate de studiul lui Anderson și colab. (2011), obținând rezultate similare cu Beugelsdijk și Frijns (2010) doar pentru dimensiunea culturală a evitării incertitudinii. La fel ca și în cazul anterior, investitorii din aceste țări preferă să se orienteze către siguranță și familiaritate. Legat de dimensiunea culturală a individualismului Anderson și colab. (2011) nu obțin rezultate robuste. Ei adăugă în modelul lor și alte dimensiuni ale culturii cum ar fi: masculinitatea și orientarea pe termen lung. Astfel societățile caracterizate de masculinitate și orientare pe termen lung tind să investească mai mult pe piețele străine. Contrar cu studiile anterioare, Aggarwal și colab. (2012) completează variabilele gravitaționale și instituționale din modele, cu factorii culturali specifici atât țării investitoare cât și celei de destinație. Similar cu Anderson și colab. (2011) ei arată că nivelurile ridicate pentru dimensiunea culturală a masculinității în țara investitoare și în cea de destinație are un impact pozitiv asupra investițiilor străine de portofoliu. De asemenea, ei validează ipoteza lui Beugelsdijk și Frijns (2010) legat de individualism la nivelul țărilor pereche, concluzionând că acesta influențează creșterea nivelurilor de investiții străine, atât în acțiuni cât și în obligațiuni.

Todea și Harin (2023) în loc de dimensiunile culturale analizează efectul normelor sociale asupra diversificării străine a portofoliului. În studiul lor normele sociale sunt

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

analizate prin prisma adaptării indivizilor la strictețe-flexibilitate culturală (în engleză: cultural tightness-looseness CTL). Rezultatele lor arată că investitorii care aparțin societăților rigide (stricte) au un grad scăzut de portofolii diversificate la nivel internațional comparativ cu investitorii din societăți cu norme flexibile. Drobetz și colab. (2023) analizează diversificarea portofoliilor la nivel internațional din punct de vedere al capitalului social. Într-un eșantion format de 33 de țări investitoare având investiții în 84 de piețe de destinație, rezultatele lor arată că investitorii care aparțin țărilor cu nivele ridicate de încredere socială prezintă o tendință scăzută de sub-investiții pe piețele străine.

SINTEZA CAPITOLULUI 3 – IMPCATUL RELIGIOZITĂȚII ASUPRA INVESTIȚIILOR STRĂINE DE PORTFOLIU

După cum a fost evidențiat în Capitolul anterior, literatura de specialitate explorează o varietate de factori pentru a identifica cauzele sub-diversificării la nivel internațional. Obstfeld și Rogoff (2000) subliniază că preferința pentru investițiile locale este una dintre cele mai semnificative puzzle-uri în domeniul financiar. Fenomenul de „globalizare financiară”, stimulat de deschiderea piețelor de capital, standardizarea metodelor de raportări financiare la nivel internațional, scăderea costurilor de tranzacționare, facilitarea schimbului de informații a contribuit la o creștere semnificativă a investițiilor de portofoliu în străinătate. Cu toate acestea, datele recente referitoare la structura portofoliilor investitorilor sugerează o reticență din partea acestora în a exploata avantajele oferite de diversificarea la nivel internațional, arătând o înclinație spre a deține active locale în portofoliile lor (Coerdacier și colab., 2013).

Este evident că această preferință pentru activele listate pe burse locale nu este singurul factor care explică nivelul și diferențele sub-diversificării pe piețele străine. Aspectele raționale care influențează supra- sau sub-investirea pe anumite piețe sunt legate de atractivitatea pieței (dezvoltarea financiară, deschiderea pieței de capital), oportunitățile de diversificare (profilul de risc-rentabilitate), intensitatea legăturilor economice și de comerț între țări, și de barierele informaționale (Bekaert și Wang, 2009). Capacitatea limitată a factorilor raționali de a explica fenomenul de sub diversificare internațională a portofoliului a determinat orientarea literaturii de specialitate către identificarea unor factori care provin din sfera finanțelor comportamentale.

Rezultatele empirice arată că investitorii sunt mai puțin înclinați de a investi pe piețele străine dacă provin din culturi care evită mai mult incertitudinea sau comportamentul

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

colectivist (Beugelsdijk și Frijns 2010; Anderson și colab., 2011). Totodată, distanța culturală ca și manifestare a nonfamiliarității este de asemenea o barieră în fața investițiilor străine de portofoliu. Aceste discrepante culturale, conduc la diferențe instituționale legate de sisteme juridice și a măsurii de protecție a investitorilor între țări, care determină o majorare a costurilor informaționale (Giannetti și Yafeh, 2012).

Religia, ca fundament al normelor sociale, formează și modelează comportamentele individuale și convingerile spirituale. Investitorii religioși care sunt caracterizați de aversiune la risc (Hilary și Hui, 2009), tind să sub-investească în țările față de care experimentează un sentiment de necunoscut. Această „teamă/frică de necunoscut” sau incertitudine constituie factorul principal care conectează religiozitatea cu preferința pentru investițiile interne în detrimentul celor străine. Frica de necunoscut poate fi intensificată de factori raționali, precum obstacolele informaționale cât și de cei iraționali, cum ar fi nonfamiliaritatea aceasta fiind asociată cu domeniul finanțelor comportamentale. Cao și colab. (2011) au dezvoltat un model teoretic prin care demonstrează că teama generată de necunoscut, cauzată de lipsa familiarității, explică sub-diversificarea portofoliului pe plan internațional. În special, modelul arată tendința indivizilor de a se concentra pe scenarii pesimiste sau nefavorabile atunci când se confruntă cu incertitudini, aceasta fiind definită prin abaterea de la un punct focal (familiar, cunoscut). Indivizii nu consideră incertitudinea deciziilor ca un aspect negativ atunci când optează să păstreze statu-quo-ul (status-quo bias) sau situația actuală. Există o corelație pozitivă între gradul înalt de religiozitate și tendințele superstițioase (Torgler, 2007). Indivizii cu convingeri superstițioase sunt predispuși de a lua decizii economice iraționale (Block și colab. 2009). Trăsătura de superstiții afectează și investițiile și aversiunea la risc a investitorilor. Pe baza tuturor argumentelor prezentate, se poate formula următoarea ipoteză: *Investitorii din țările mai religioase au tendința de a investi mai puțin pe piețele străine, din cauza lipsei informațiilor și a nonfamiliarității. (H₁).*

Eșantionul este format din 36 de țări având dețineri străine în 35 de țări de destinație pe perioada 2004-2021 având într-un final 22680 de observații (36×35×18). Eșantionul de bază includea toate piețele dezvoltate, cât și cele emergente, conform clasificării de către MSCI. Am obținut acest eşantion final aplicând mai multe filtre.

Variabila dependentă de foreign bias ($FBIAS_{i,j}$) este construit pe baza studiului Bekaert și Wang (2009) astfel încât să ilustreze măsura în care investitorii supra- sau sub-alocă în portofoliu lor piețele străine comparat cu un portofoliu teoretic optim, având ca

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

principal scop obținerea unui portofoliu caracterizat de nivele ridicat de diversificare. Pentru a măsura nivelul *religiozității* în cadrul țărilor investitoare din eșantion am utilizat cele trei dimensiuni ale religiei: (i) cognitiv, (ii) afectiv, și (iii) comportamental. Am calculat procentul respondenților care se încadrează în aceste trei categorii pentru toate cele patru valuri de pe WVS. O altă variabilă utilizată în această lucrare este gradul de diversitate religioasă, preluat din studiul lui Alesina și colab. (2003). Variabila diversității religioase este calculată ca un indice de tip Herfindahl, arătând probabilitatea ca doi indivizi selectați să aparțină unor grupuri religioase diferite. Printre variabilele de control se numără: (i) Transparență corporativă; (ii) Acces la informații; (iii) Transparență macroeconomică; (iv) Comerț bilateral. Cel de al doilea set de variabile corespunde factorilor de nonfamiliaritate (*unfamiliarity barriers*), care influențează investițiile străine de portofoliu prin factori precum: distanța lingvistică și geografică (Chan și colab. 2005), distanța culturală între țările pereche (Beugelsdijk și Frijns, 2010), sistem juridic diferit, valută diferită. În grupul variabilelor de control sunt considerate de asemenea variabilele legate de atractivitatea pieței de destinație.

Utilizând modelele Tobit precum și cele instrumentale, am demonstrat că religiozitatea are un impact pozitiv și semnificativ asupra *foreign bias*, indicând că religiozitatea influențează sub-allocarea investițiilor pe piețele străine prin aversiunea la risc generată de frica de necunoscut (validarea parțială a ipotezei H_1). Modelele instrumentale subliniază că acest efect este explicat mai ales de factorii legați de nonfamiliaritate, decât de barierele informaționale (validarea integrală a ipotezei H_1). Mai mult, am arătat că religiozitatea investitorilor este unul dintre cei mai importanți factori al măsurii de *foreign bias*, efectul economic fiind comparabil cu cel al distanței geografice sau al comerțului bilateral.

Este interesant că efectul religiozității rămâne semnificativ chiar și dacă se ia în considerare diversitatea religioasă în țara investitoare. Însă, diversitatea religioasă diminuează impactul religiei asupra măsurii de *foreign bias*. Indivizii din țările caracterizate de diversitate religioasă sunt mai toleranți, deschiși față de idei noi și au o înțelegere mai bună asupra nuanțelor legate de religiozitate care influențează comportamentul uman. În plus, în aceste țări diversitatea religioasă poate crește concurența pe piața serviciilor religioase, îmbunătățind astfel calitatea acestora și stimulând participarea activă la activitățile religioase (Iannaccone, 1998). Acest aspect poate conduce la nivele ridicate de încredere și cooperare în cadrul societăților.

Rezultatele arată că religiozitatea diminuează investițiile străine de portofolii, însă luând în considerare tipurile religiei putem observa un efect diferențiat al confesiunilor

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

religioase asupra măsurii de foreign bias. De exemplu, investitorii aparținând religiei protestante au tendința de a diversifica portofoliul la nivel internațional. În general, protestanții manifestă nivele înalte de încredere și o aversiune scăzută la risc. Efecte similare asupra foreign bias sunt obținute și în cazul religiei iudaice și a celor orientale, însă impactul lor este mult mai scăzut comparativ cu religia protestantă. Contrar, indivizii care aparțin religiei musulmane și ortodoxe au tendința să sub-investească pe piețele străine. Aceste religii, având o structură ierarhică, sunt caracterizate de niveluri reduse de cooperare și încredere între credincioși.

Relația între religiozitate-foreign bias este determinată în primul rând de diferențele religioase de tip „cross-section” între țări. Însă luând în considerare efectele crizei financiare globale din 2007-2009, observăm că această relație se amplifică în perioadele de incertitudine de pe piețe. În general, indivizii sunt mai religioși în momentele de crize, iar religia este folosită ca și un mecanism de adaptare în situațiile neprevăzute.

De asemenea, am împărțit țările investitoare în două sub-eșantioane: grupul țărilor dezvoltate și emergente. Rezultatele au arătat că efectul religiozității asupra foreign bias este semnificativ numai în cazul sub-eșantionului pe țările emergente. Prin urmare, relația dintre religiozitate și diversificarea internațională a portofoliului este predominant influențată de țările emergente (ipoteza secularizării).

SINTEZA CAPITOLULUI 4 – FACTORI MODERATORI AI RELAȚIEI DINTRE RELIGIOZITATE ȘI FOREIGN BIAS

În acest capitol sunt identificate o serie de factori moderatori ai relației dintre religiozitate și foreign bias. Identificarea acestora ar oferi autorităților instrumente prin care să diminueze efectul negativ al religiozității asupra diversificării internaționale a portofoliului.

Studiile anterioare arată că sentimentul patriotic al investitorilor contribuie la tendința de „bias de selecție” (în engleză: selection bias). Astfel, investitorii cu un puternic simț patriotic sunt predispuși să aloce capital în activele financiare locale în detrimentul diversificării eficiente a portofoliului. Acest sentiment de patriotism devine mai pronunțat în timpul conflictelor și al războaielor. De exemplu, de-a lungul istoriei, Statele Unite a emis „obligațiuni de libertate” în Primul Război Mondial, „obligațiuni de război” pe parcursul celui de Al Doilea Război Mondial și „obligațiuni patriotice” pentru finanțarea luptei împotriva

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

terrorismului (Benos și Johec, 2013). Luând în considerare aceste aspecte literatura de specialitate subliniază că sentimentul de patriotism, ca parte integrată a identității naționale, afectează deciziile financiare și comportamentul investitorilor. Acest sentiment este corelat pozitiv cu supra-investiții pe piețele interne (Morse și Shive, 2011) și corelată invers cu supra-investirea pe piețele internaționale (Pradkhan, 2016).

Conceptul de naționalism este diferit de patriotism. Naționalismul accentuează ideea de superioritate națională și promovează interesul națiunii proprii în detrimentul cooperării internaționale, având ca obiectiv principal stabilirea unei națiuni distincte și independente. Acesta se fundamentează pe structuri politice pentru a garanta funcționarea domeniilor culturale, sociale și economice. Studiul realizat de Kosterman și Fesbach (1989) oferă o definiție a naționalismului, prin care se accentuează caracteristicile de superioritate și tendința spre dominanță la nivel național.

Atât religiozitatea cât și naționalismul sunt concepte multidimensionale, iar legătura dintre ele poate fi interpretată din diverse perspective. Studiul de referință realizat de Brubaker (2012) oferă o fundamentare teoretică a conexiunii dintre religiozitate și naționalism, evidențiind în același timp evoluția acestei relații. Într-o abordare simplistă Grzymala-Busse (2019) pornește de la clasificarea realizată de Brubaker (2012) și sintetizează trei tipuri de relații principale. Într-o primă relație, naționalismul este parte din modernism și înlocuiește religiozitatea. Acesta este similar cu teoria secularismului evidențiată de Durkheim (1915). Într-o a doua posibilă relație, religiozitatea este percepută ca un element complementar al naționalismului, unde identitatea națională se bazează pe valori religioase. De exemplu, naționalismul american se bazează pe valori protestante. Într-un final, există relația bi-direcțională, în care religiozitatea modelează naționalismul, iar naționalismul, la rândul său, consolidează religiozitatea. Această formă de relație fiind specifică naționalismului religios.

Efectul naționalismului religios asupra economiei este încă puțin investigat în literatura de specialitate. Naționalismul religios modelează distribuția resurselor prin susținerea unor politici și practici care avantajează sectoare sau activități economice aliniate cu ideologia religioasă predominantă. Statul favorizează existența unei religii prin subvenții și reducerea obligațiilor fiscale sau prin predarea doctrinelor religioase a religiei dominante în școli. Este foarte probabil ca efectul sub-diversificării internaționale a portofoliului este mai accentuată pentru investitorii din țări marcate de naționalism religios, comparativ cu țările unde naționalismul și religia nu sunt strâns interconectate. În anumite contexte, naționalismul religios poate determina formarea regimurilor autocratice prin discriminarea religiilor

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

minoritare (Rebe, 2012). Aceste regimuri autocratice sunt caracterizate de restricționarea fluxului de capital (Ghosh și colab. 2020). Kemme și colab. (2021) demonstrează empiric că țările caracterizate de regimuri autocratice au investiții de portofolii străine mai reduse în țările care aparțin Organizației pentru Cooperare și Dezvoltare Economică (OECD). În aceste situații, naționalismul religios este perceput ca o reacție la efectele negative ale globalizării (Kinnvall, 2004). În contradicție cu această teorie a efectului globalizării, se propune următoarea ipoteză: *Legătura dintre gradul de religiozitate și foreign bias, este mult mai accentuată (mai atenuată) în țările unde religia consolidează (diminuează) sentimentele naționaliste (H₂).*

Susținerea religiei din partea statului conduce la crearea unor credințe predominante și omogene în cadrul unei societăți (Fox și colab. 2024). Această susținere a religiei reduce diversitatea religioasă într-o țară. Scopul principal al statului în sprijinirea unei anumite religii este de a cultiva un sentiment de coeziune la nivel național. Statul poate opta pentru sprijinirea unei religii și din considerente politice, principalul scop al politicianilor fiind acela de a se menține cât mai mult timp în funcții de conducere (Gill, 2008). În plus, alegerea statului de a susține o anumită religie este legată de diminuarea legitimității și a încrederii în autoritățile guvernamentale și parlamentare (Fox și colab. 2024). Având în vedere variația de tip cross-section al sprijinului guvernamental pentru religie se poate formula următoarea ipoteză: *Legătura între naționalism religios și foreign bias este mult mai accentuată în țările în care statul susține religia (H₃).*

Criza financiară globală din 2007-2009 este un eveniment exogen care ar putea modera relația religiozitate-foreign bias. În această perioadă fluxurile de capital s-au diminuat la nivel internațional, având efecte negative în mod special asupra piețelor emergente (Milesi-Ferretti și Tille, 2011). Bentzen (2021) demonstrează că în perioade de crize financiare asociate cu niveluri ridicate de risc, indivizii tind să fie mai religioși. Pe baza acestor considerente, se poate formula următoarea ipoteză: *Relația dintre foreign bias și religiozitate este mult mai accentuată în perioada crizei financiare globale (H₄).*

Consecințele crizei financiare globale din 2007-2009 a motivat politicienii și specialiștii din domeniul finanțelor să reevalueze importanța educației financiare în cadrul integrării piețelor. În literatură, s-a evidențiat că educația financiară este corelată pozitiv cu calitatea deciziilor financiare, deoarece persoanele educate din punct de vedere financiar iau decizii financiare mai bune atât în viața personală, cât și în mediul corporativ, manifestând un interes sporit față de instrumentele financiare complexe (Grohmann și colab. 2018). Studiile

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

empirice arată că nivelurile ridicate de educație financiară sunt direct asociate cu participarea pe piețele de capital și deținerea portofoliilor de acțiuni (Van Rooij și colab. 2011; Thomas și Spataro 2018). Investitorii cu nivele superioare de cunoștințe financiare au o diversificare mai eficientă a portofoliului (Abreu și Mendes, 2010). Pe baza acestor argumente formulăm următoarele ipoteze: *Educația financiară atenuează relația religiozitate-foreign bias (H₅)*, *Educația financiară diminuează impactul naționalismului religios asupra foreign bias (H₆)*, *Educația financiară diminuează impactul religiozității asupra foreign bias în perioada crizei financiare globale (H₇)*.

Rezultatele arată că identitatea națională, susținerea religiei de către stat, criza financiară globală amplifică impactul religiozității asupra foreign bias. Per ansamblu, sentimentele naționaliste și nu cele patriotice influențează investițiile străine de portofoliu. Efectul izomorfic dintre identitate națională și religiozitate asupra foreign bias este mult mai accentuat în cazul țărilor unde statul susține religia și în perioada crizei financiare globale. Astfel, sprijinul statului pentru o religie conduce la o credință dominantă și omogenă în cadrul populației, cu efecte adverse asupra deciziilor de investiții.

Pe de altă parte, nivelul educației financiare în țara investitoare diminuează impactul negativ al religiei asupra diversificării internaționale a portofoliului. Educația financiară este considerată un instrument pentru autorități, deoarece îmbunătățirea acestuia conduce la decizii financiare mai bune, determină planificarea pensiilor și a diversificării eficiente a portofoliilor.

CONCLUZII ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

Pornind de la literatura existentă care analizează determinanții sub-diversificării străine ai portofoliului de investiții, respectiv foreign bias, acest studiu se concentrează pe influența religiozității, ca instituție informală, în modelarea comportamentului uman. Utilizând o gamă largă de modele econometrice, am demonstrat că religiozitatea are un impact pozitiv asupra foreign bias, prin aversiunea la risc generată de frica de necunoscut. În acest sens, luând în considerare barierele informaționale și cele legate de nonfamiliaritate, demonstrăm că argumentele comportamentale (factori iraționali) influențează relația dintre religiozitate și foreign bias.

În ceea ce privește diversitatea religioasă în țara investitoare, arătăm că aceasta diminuează efectul religiozității asupra foreign bias, deoarece indivizii din aceste țări sunt mult mai toleranți și deschiși față de idei noi. Totodată, în cadrul studiului, observăm un efect

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

diferențiat al confesiunilor religioase asupra foreign bias. Arătăm că investitorii care aparțin religiei protestante au tendința de a investi pe piețele străine, fiind caracterizați de nivele crescute de încredere și toleranță la risc. Un comportament asemănător se poate observa și în cazul aderenților religiei catolice, având în vedere că această credință are o toleranță mai mare față de riscul speculativ. Aderenții religiei iudaice și orientale prezintă tendințe asemănătoare de investiții, însă impactul religiei este mai puțin pronunțat comparativ cu cel al confesiunii protestante. În schimb, indivizii care aparțin religiei musulmane și ortodoxe au portofolii sub-diversificate la nivel internațional. Acesta este explicat prin faptul că aceste două religii au o structură ierarhică caracterizată de niveluri scăzute de încredere și cooperare în societate.

Relația de religiozitate-foreign bias este determinată în primul rând de diferențele de tip „cross-section”, acesta fiind semnificativ statistic mai ales în cadrul țărilor emergente. Cu toate acestea, observăm că efectul religiozității asupra investițiilor străine de portofoliu este mult mai pronunțat în perioada crizei financiare globale. În acest sens, religia este considerată un mecanism de adaptare împotriva dificultăților financiare.

Totodată, efectul religiozității asupra diversificării internaționale a portofoliului devine mai pronunțat în țările unde religiozitatea și identitatea națională se întăresc reciproc. Spre deosebire de studiile anterioare, demonstrăm că sentimentele naționaliste ale investitorilor, și nu cele patriotice, influențează foreign bias-ul. Impactul naționalismului religios este mai puternic în contextele unde statul sprijină religia.

Creșterea naționalismului religios în ultimele decenii a afectat negativ investițiile internaționale de portofoliu și stabilitatea financiară internațională. Astfel, autoritățile de reglementare ar trebui să ia în considerare religiozitatea țării și nivelul de interacțiune al acesteia cu identitatea națională atunci când decid liberalizarea financiară. De asemenea, devierea mai puternică de la portofoliul global de către investitorii religioși sau naționaliști religioși este un alt aspect de luat în considerare. Prin urmare, autoritățile ar trebui să întărească instituțiile formale care permit reducerea asimetriei informaționale și a nonfamiliarității cu țara de destinație. Îmbunătățirea educației financiare poate fi considerată un instrument în acest sens.

Această lucrare prezintă câteva limitări în ceea ce privește rezultatele empirice obținute. În primul rând, analiza relației dintre religiozitate și foreign bias se realizează la nivelul țărilor. Însă, în cadrul diferitelor regiuni din același țări, există variații semnificative referitoare la religiozitate. Prin urmare, o abordare mai granulată, aplicată la nivelul locației companiilor, ar putea oferi o reprezentare mai precisă a modului în care religiozitatea influențează comportamentele legate de aversiunea la risc. În plus, nivelul de religiozitate al

RELIGIOZITATEA ȘI DIVERSIFICAREA STRĂINĂ A PORTOFOLIILOR

investitorilor de portofoliu poate să difere de cel al populației generale. Limitările de date ne împiedică să cuantificăm religiozitatea la nivelul companiilor sau să analizăm caracteristicile personale ale investitorilor. În al doilea rând, variabilitatea în timp a nivelului de religiozitate este limitată, iar religiozitatea unui individ tinde să rămână relativ constantă de-a lungul vieții, ceea ce împiedică utilizarea efectelor fixe la nivelul țărilor. În al treilea rând, deținerile străine de portofolii sunt determinate între țări și nu la nivelul investitorilor, datele fiind disponibile la frecvență anuală. De asemenea, există cazul în care țările nu au investiții străine într-o altă țară de destinație, ceea ce determină utilizarea modelelor cenzurate. Relația dintre religiozitate și foreign bias se bazează mai mult pe argumente teoretice din literatura de specialitate, și mai puțin pe aplicarea unor modele matematice.

În ceea ce privește direcțiile viitoare de cercetare ar exista mai multe idei de explorat. Prin urmare, ar fi interesant de luat în considerare cum xenofobia sau rasismul influențează investițiile străine de portofoliu. Abubakar și colab. (2022) afirmă că există nivele ridicate de sentimente xenofobe la nivel global, aceasta fiind influențată de religie, etnie, rasă, culoarea pielii, statutul de emigrant, contextul politic și recent de pandemia COVID-19. Deși, atitudinile discriminatorii pot viza indivizii care aparțin anumitor grupuri religioase, conceptele de religiozitate și xenofobie sunt distincte.

În aceeași timp, am putea studia în cadrul religiozității efectul discriminării minorităților religioase (Fox, 2020) asupra investițiilor străine. Nerespectarea libertății religioase determină încălcarea valorilor democratice și frecvent conduce la conflict și violență într-o societate. Un astfel de studiu ar contribui la literatura existentă prin analizarea efectului libertății religioase și a regimurilor politice (Grim 2008; Rebe 2012).

O altă posibilă extindere a studiului ar putea implica analiza impactului religiozității la nivelul țării de destinație. Promovarea valorilor etice și implicit creșterea transparenței informaționale și a guvernantei corporatiste în țara de destinație favorizează atragerea investițiilor de portofoliu.

În concluzie, religiozitatea a fost mult timp un subiect ignorat în economie și finanțe datorită teoriei secularizării, însă aceasta este un factor crucial, omis în studiile care analizează investițiile străine de portofoliu. Foreign bias-ul nu poate fi exclusiv interpretat doar din punct de vedere al religiozității, ci factori raționali împreună cu aspecte legate din finanțele comportamentale explică diversificarea internațională a portofoliului. Înțelegerea mecanismelor prin care religiozitatea influențează investițiile străine poate servi un instrument pentru autoritățile de reglementare.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

-SELECȚIE-

- [1] Abdelsalam, O., Chantziaras, A., Ibrahim, M., Omoteso, K., 2021. The impact of religiosity on earnings quality: International evidence from the banking sector. *The British Accounting Review*, 53 (6), 100957.
- [2] Abdelsalam, O., Elnahass, M., Batten, J. A., Mollah, S., 2021. New insights into bank asset securitization: The impact of religiosity. *Journal of Financial Stability*, 54, 100854.
- [3] Abdelsalam, O., Elnahass, M., Batten, J. A., Mollah, S., 2021. New insights into bank asset securitization: The impact of religiosity. *Journal of Financial Stability*, 54, 100854.
- [4] Abreu, M., Mendes, V., 2010. Financial literacy and portfolio diversification. *Quantitative Finance*, 10 (5), 515-528.
- [5] Abreu, M., Mendes, V., Santos, J. A., 2011. Home country bias: Does domestic experience help investors enter foreign markets?. *Journal of Banking & Finance*, 35 (9), 2330-2340.
- [6] Abreu, M., Mendes, V., Santos, J. A., 2011. Home country bias: Does domestic experience help investors enter foreign markets?. *Journal of Banking & Finance*, 35 (9), 2330-2340.
- [7] Adhikari, B. K., Agrawal, A., 2016. Does local religiosity matter for bank risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 38, 272-293.
- [8] Ahearne, A. G., Grier, W. L., Warnock, F. E., 2004. Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of International Economics*, 62 (2), 313-336.
- [9] Alesina, A., Devleeschauwer, A., Easterly, W., Kurlat, S., Wacziarg, R., 2003. Fractionalization. *Journal of Economic Growth*, 8, 155-194.
- [10] 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), 916-934.
- [11] Ardalán, K., 2019. Equity home bias: A review essay. *Journal of Economic Surveys*, 33 (3), 949-967.
- [12] Baxter, M., Jermann, U. J., King, R. G., 1998. Nontraded goods, nontraded factors, and international non-diversification. *Journal of International Economics*, 44 (2), 211-229.
- [13] Bekaert, G., Wang, X. S., 2009. Home bias revisited. Available at SSRN 1344880.
- [14] Bennett, M. R., Einolf, C. J., 2017. Religion, altruism, and helping strangers: A multilevel analysis of 126 countries. *Journal for the Scientific Study of Religion*, 56 (2), 323-341.
- [15] Bennett, O., 2011. The manufacture of hope: Religion, eschatology and the culture of optimism. *International Journal of Cultural Policy*, 17 (2), 115-130.
- [16] Benos, E., Johec, M., 2013. Patriotic name bias and stock returns. *Journal of Financial Markets*, 16 (3), 550-570.
- [17] Berger, P. L. (Ed.), 1999. The desecularization of the world: Resurgent religion and world politics. Wm. B. Eerdmans Publishing.
- [18] Beugelsdijk, S., Frijns, B., 2010. A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation. *Journal of Banking & Finance*, 34 (9), 2121-2131.

- [19] Blau, B. M., 2015. Religiosity and the volatility of stock prices: A cross-country analysis. *Journal of Business Ethics*, 144, 609-621.
- [20] Blau, B. M., 2018. Does religiosity affect liquidity in financial markets?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 19, 72-83.
- [21] Blau, B. M., 2018. Does religiosity affect liquidity in financial markets?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 19, 72-83.
- [22] Block, L., Kramer, T., 2009. The effect of superstitious beliefs on performance expectations. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 37, 161-169.
- [23] Brubaker, R., 2012. Religion and nationalism: Four approaches. *Nations and Nationalism*, 18 (1), 2-20.
- [24] Callen, J. L., Fang, X., 2015. Religion and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (1-2), 169-195.
- [25] Cao, H. H., Han, B., Hirshleifer, D., Zhang, H. H., 2011. Fear of the unknown: Familiarity and economic decisions. *Review of Finance*, 15 (1), 173-206.
- [26] Cao, H. H., Han, B., Hirshleifer, D., Zhang, H. H., 2011. Fear of the unknown: Familiarity and economic decisions. *Review of Finance*, 15 (1), 173-206.
- [27] 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), 1495-1534.,
- [28] Choi, N., Skiba, H., 2015. Institutional herding in international markets. *Journal of Banking & Finance*, 55, 246-259.
- [29] Ciarrocchi, J. W., Dy-Liacco, G. S., Deneke, E., 2008. Gods or rituals? Relational faith, spiritual discontent, and religious practices as predictors of hope and optimism. *The Journal of Positive Psychology*, 3 (2), 120-136.
- [30] Coeurdacier, N., Guibaud, S., 2011. International portfolio diversification is better than you think. *Journal of International Money and Finance*, 30 (2), 289-308.
- [31] Contreras, H., Korczak, A., Korczak, P., 2023. Religion and insider trading profits. *Journal of Banking & Finance*, 149, 106778.
- [32] Cooper, I., Kaplanis, E., 1994. Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. *The Review of Financial Studies*, 7 (1), 45-60.
- [33] Cornwall, M., 1989. The determinants of religious behavior: A theoretical model and empirical test. *Social Forces*, 68 (2), 572-592.
- [34] Coval, J. D., Moskowitz, T. J., 1999. Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios. *The Journal of Finance*, 54 (6), 2045-2073.
- [35] Covrig, V. M., Defond, M. L., Hung, M., 2007. Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards. *Journal of Accounting Research*, 45 (1), 41-70.
- [36] Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., Williamson, R., 2003. Corporate governance and the home bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 87-110.
- [37] Diaz, J. D., 2000. Religion and gambling in sin-city: A statistical analysis of the relationship between religion and gambling patterns in Las Vegas residents. *The Social Science Journal*, 37 (3), 453-458.
- [38] Dingemans, E., Van Ingen, E., 2015. Does religion breed trust? A cross-national study of the effects of religious involvement, religious faith, and religious context on social trust. *Journal for the Scientific Study of Religion*, 54 (4), 739-755.
- [39] 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, 233-269.

- [40] Durkheim, E., 1915. *The Elementary Forms of the Religious Life: A Study in Religious Sociology*. Macmillan.
- [41] Dyreng, S. D., Mayew, W. J., Williams, C. D., 2012. Religious social norms and corporate financial reporting. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (7-8), 845-875.
- [42] Elster, J., 1989. Social norms and economic theory. *Journal of Economic Perspectives*, 3 (4), 99-117.
- [43] Fox, J., Eisenstein, M., Breslawski, J., 2024. State support for religion and social trust. *Political Studies*, 72 (1), 322-342.
- [44] Fox, J., Eisenstein, M., Breslawski, J., 2024. State support for religion and social trust. *Political Studies*, 72 (1), 322-342.
- [45] French, K. R., Poterba, J. M., 1991. Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81, 222–226.
- [46] Gehrig, T., 1993. An information based explanation of the domestic bias in international equity investment. *The Scandinavian Journal of Economics*, 97-109.
- [47] Ghosh, A. R., Kim, J. I., Qureshi, M. S., 2020. What’s in a name? That which we call capital controls. *Economic Policy*, 35 (101), 147-208.
- [48] Giannetti, M., Koskinen, Y., 2010. Investor protection, equity returns, and financial globalization. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45 (1), 135-168.
- [49] Giannetti, M., Yafeh, Y., 2012. Do cultural differences between contracting parties matter? Evidence from syndicated bank loans. *Management Science*, 58 (2), 365-383.
- [50] Gill, B. S., 2020. In God We Trust: Religiosity, Religions, and Capital Structure Choice. Fox School of Business Research Paper Forthcoming.
- [51] Glock, C. Y., 1962. On the study of religious commitment.
- [52] Graham, J. R., Harvey, C. R., Huang, H., 2009. Investor competence, trading frequency, and home bias. *Management Science*, 55 (7), 1094-1106.
- [53] Graham, J. R., Harvey, C. R., Huang, H., 2009. Investor competence, trading frequency, and home bias. *Management Science*, 55 (7), 1094-1106.
- [54] Grim, B. J., 2008. Religious freedom: Good for what ails us? *The Review of Faith & International Affairs*, 6 (2), 3-7.
- [55] Grinblatt, M., Keloharju, M., Linnainmaa, J., 2011. IQ and stock market participation. *The Journal of Finance*, 66 (6), 2121-2164.
- [56] Grohmann, A., Klühs, T., & Menkhoff, L., 2018. Does financial literacy improve financial inclusion? Cross-country evidence. *World Development*, 111, 84-96.
- [57] Grzymala-Busse, A. M., 2015. Nations under God: How Churches Use Moral Authority to Influence Policy.
- [58] Grzymala-Busse, A., 2019. Religious nationalism and religious influence. In *Oxford Research Encyclopedia of Politics*.
- [59] Heath, C., Tversky, A., 1991. Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4 (1), 5-28.
- [60] Hilary, G., Hui, K. W., 2009. Does religion matter in corporate decision making in America?. *Journal of Financial Economics*, 93 (3), 455-473.
- [61] Hofstede, G., 2001. *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations*. Sage Publications.
- [62] Hsieh, W. L. G., Wu, W. S., Tu, A. H., 2022. Religiosity and sovereign credit quality. *Journal of Empirical Finance*, 68, 84-103.
- [63] Iannaccone, L. R., 1998. Introduction to the Economics of Religion. *Journal of Economic Literature*, 36 (3), 1465-1495.

- [64] Iannaccone, L. R., 1998. Introduction to the Economics of Religion. *Journal of Economic Literature*, 36 (3), 1465-1495.
- [65] Immerzeel, T., Van Tubergen, F., 2013. Religion as reassurance? Testing the insecurity theory in 26 European countries. *European Sociological Review*, 29 (2), 359-372.
- [66] Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., Wang, C., 2015. Religiosity and earnings management: International evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 132, 277-296.
- [67] Kang, J. K., Stulz, R. M., 1997. Is bank-centered corporate governance worth it? A cross-sectional analysis of the performance of Japanese firms during the asset price deflation. *Journal of Financial Economics*.
- [68] Karolyi, G. A., Ng, D. T., Prasad, E. S., 2020. The coming wave: where do emerging market investors put their money? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55 (4), 1369-1414.
- [69] Kemme, D. M., Parikh, B., Steigner, T., 2021. Inequality, autocracy, and sovereign funds as determinants of foreign portfolio equity flows. *Journal of Financial Research*, 44 (2), 249-278.
- [70] Kilka, M., Weber, M., 2000. Home bias in international stock return expectations. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1 (3-4), 176-192.
- [71] Kinnvall, C., 2004. Globalization and religious nationalism: Self, identity, and the search for ontological security. *Political Psychology*, 25 (5), 741-767.
- [72] Kosterman, R., Feshbach, S., 1989. Toward a measure of patriotic and nationalistic attitudes. *Political Psychology*, 10, 257-274.
- [73] La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.
- [74] Levy, H., Levy, M., 2014. The home bias is here to stay. *Journal of Banking & Finance*, 47, 29-40.
- [75] Longenecker, J. G., McKinney, J. A., Moore, C. W., 2004. Religious intensity, evangelical Christianity, and business ethics: An empirical study. *Journal of Business Ethics*, 55, 371-384.
- [76] Malinowski, B., 1925. Magic, science, and religion. In *Science, Religion and Reality*, edited by Joseph Needham, 18-94. New York: Macmillan.
- [77] Maung, M., Tang, Z., Wilson, C., Xu, X., 2021. Religion, risk aversion, and cross border mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101262.
- [78] McGuire, S. T., Omer, T. C., Sharp, N. Y., 2012. The impact of religion on financial reporting irregularities. *The Accounting Review*, 87 (2), 645-673.
- [79] Milesi-Ferretti, G. M., Tille, C., 2011. The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic Policy*, 26 (66), 289-346.
- [80] Miller, A. S., 2000. Going to hell in Asia: The relationship between risk and religion in a cross-cultural setting. *Review of Religious Research*, 5-18.
- [81] Miller, A. S., Hoffmann, J. P., 1995. Risk and religion: An explanation of gender differences in religiosity. *Journal for the Scientific Study of Religion*, 63-75.
- [82] Morse, A., Shive, S., 2011. Patriotism in your portfolio. *Journal of Financial Markets*, 14 (2), 411-440.
- [83] Morse, A., Shive, S., 2011. Patriotism in your portfolio. *Journal of Financial Markets*, 14 (2), 411-440.
- [84] Niszczoła, P., 2014. Cross-country differences in personality and the foreign bias in international equity portfolios. *The European Journal of Finance*, 20 (10), 934-956.

- [85] Norris, P., Inglehart, R., 2004. Sacred and secular: religion and politics worldwide. New York: Cambridge University Press.
- [86] North, D. C., 1990. Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge University Press.
- [87] Obstfeld, M., Rogoff, K., 2000. The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?. *NBER Macroeconomics Annual*, 15, 339-390.
- [88] Parboteeah, K. P., Hoegl, M., & Cullen, J. B., 2008. Ethics and religion: An empirical test of a multidimensional model. *Journal of Business Ethics*, 80, 387-398.
- [89] Pool, V. K., Stoffman, N., Yonker, S. E., 2012. No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice. *The Review of Financial Studies*, 25 (8), 2563-2599.
- [90] Portes, R., Rey, H., 2005. The determinants of cross-border equity flows. *Journal of International Economics*, 65 (2), 269-296.
- [91] Pradkhan, E., 2016. Impact of culture and patriotism on home bias in bond portfolios. *Review of Managerial Science*, 10, 265-301.
- [92] Pradkhan, E., 2016. Impact of culture and patriotism on home bias in bond portfolios. *Review of Managerial Science*, 10, 265-301.
- [93] Putnam, R. D., Campbell, D. E., 2012. American grace: How religion divides and unites us. Simon and Schuster.
- [94] Rebe, R. J., 2012. Re-examining the Wall of Separation: A Cross-National Study of Religious Pluralism and Democracy. *Politics and Religion*, 5 (3), 655-670.
- [95] Siegel, J. I., Licht, A. N., & Schwartz, S. H., 2011. Egalitarianism and international investment. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 621-642.
- [96] Sosis, R., Bressler, E. R., 2003. Cooperation and commune longevity: A test of the costly signaling theory of religion. *Cross-cultural Research*, 37 (2), 211-239.
- [97] Strong, N., Xu, X., 2003. Understanding the equity home bias: Evidence from survey data. *Review of Economics and Statistics*, 85 (2), 307-312.
- [98] Sunstein, C. R., 1996. Social norms and social roles. *Columbia Law Review*, 96, 903.
- [99] Sunstein, C. R., 1996. Social norms and social roles. *Columbia Law Review*, 96, 903.
- [100] Thomas, A., Spataro, L., 2018. Financial literacy, human capital and stock market participation in Europe. *Journal of Family and Economic Issues*, 39 (4), 532-550.
- [101] Todea, A., Harin, C., 2023. The influence of cultural norms on international equity allocation. *The European Journal of Finance*, 1-24.
- [102] Torgler, B., 2007. Determinants of superstition. *The Journal of Socio-Economics*, 36 (5), 713-733.
- [103] Uslaner, E. M., 2002. The moral foundations of trust. Available at SSRN 824504.
- [104] Van Nieuwerburgh, S., Veldkamp, L., 2009. Information immobility and the home bias puzzle. *The Journal of Finance*, 64 (3), 1187-1215.
- [105] Van Rooij, M., Lusardi, A., Alessie, R., 2011. Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101 (2), 449-472.
- [106] Weaver, G. R., Agle, B. R., 2002. Religiosity and ethical behavior in organizations: A symbolic interactionist perspective. *Academy of Management Review*, 27 (1), 77-97.