

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

REZUMAT TEZĂ DE DOCTORAT

Determinanții culturali ai lichidității titlurilor de pe piețele de capital

Conducător științific:

Prof. Univ. Dr. TODEA Alexandru

Doctorand:

DIMCEA Andrei

Cluj-Napoca

2023

CUPRINS

LISTA FIGURILOR	i
LISTA TABELELOR	iii
INTRODUCERE	1
CAPITOLUL I. CONCEPTUL DE LICHIDITATE, MĂSURI ALE LICHIDITĂȚII ȘI IMPORTANȚA ACESTEIA ÎN EVALUAREA ACȚIUNILOR	7
1.1. DEFINIȚII ALE LICHIDITĂȚII	7
1.2. DIMENSIUNILE LICHIDITĂȚII	9
1.3. MĂSURI ALE LICHIDITĂȚII	16
1.3.1. Măsuri cu frecvență ridicată	17
1.3.1.1. Măsurile de tip spread benchmark	17
1.3.1.2. Măsurile de tip price impact benchmark	19
1.3.2. Măsuri cu frecvență redusă	20
1.3.2.1. Măsuri bazate pe costul de tranzacționare	20
1.3.2.2. Măsuri bazate pe volumul de tranzacționare	25
1.3.2.3. Măsuri bazate pe impactul asupra prețului	27
1.3.2.4. Măsuri multidimensionale	30
1.3.2.5. Alte tipuri de măsuri ale lichidității	31
1.3.3. Analiza comparativă a măsurilor existente ale lichidității	34
1.4. LUAREA ÎN CONSIDERARE A LICHIDITĂȚII ÎN EVALUAREA ACTIVELORE FINANCIARE	39
1.4.1. Prima de ilichiditate	39
1.4.2. Riscul de lichiditate	42
1.4.3. Modelul de evaluare a activelor ajustat cu lichiditatea	43
1.4.4. Componenta sistematică în lichiditate (Commonality in liquidity)	46
CAPITOLUL II. DETERMINANȚII LICHIDITĂȚII	53
2.1. CARACTERISTICILE INDIVIDUALE ALE UNEI COMPANII	54
2.1.1. Impactul indicatorilor financiari ale companiei asupra lichidității titlului	54
2.1.2. Nivelul de concentrare și structura acționariatului	56
2.1.3. Calitatea guvernării corporative	59
2.1.4. Transparența	61
2.1.5. Politica de dividende	64
2.2. CARACTERISTICI ALE PIETEII DE CAPITAL	67
2.2.1. Tipul și structura pieței de capital	69
2.2.1.1. Order driven market vs quote driven market	69
2.2.1.2. Floor vs screen-based trading system	75
2.2.1.3. Piețe de tip continuu vs piețe de tip call auction	75
2.2.2. Politicile de reglementare ale piețelor de capital	76
2.2.2.1. Tick size	77
2.2.2.2. Short selling constraint	78
2.2.2.3. Protecția investitorilor	80
2.2.2.4. Transparența	80
2.2.3. Tranzacționarea algoritmică și tranzacționarea cu frecvență ridicată	81
2.3. CARACTERISTICI DE LA NIVEL DE ȚARĂ	83
2.3.1. Variabile macroeconomice	83
2.3.1.1. Produsul Intern Brut	84
2.3.1.2. Inflația	84

2.3.1.3. Cursul de schimb valutar	84
2.3.1.4. Politica monetară	85
2.3.1.5. Politica fiscală	86
2.3.2. Nivelul general de dezvoltare al sistemului financiar	87
2.3.2.1. Sectorul bancar.....	87
2.3.2.2. Financial Openness	87
2.3.2.3. Investitorii instituționali	88
2.3.3. Statul de drept și protecția investitorului.....	90
2.3.3.1. Cadrul legal	90
2.3.3.2. Calitatea instituțiilor statului (Law enforcement) și domnia legii (Rule of law)	91
CAPITOLUL III. IMPACTUL NORMELOR SOCIALE ASUPRA LICHIDITĂȚII PIETEI DE CAPITAL	93
3.1. BIAS-URILE COGNITIVE ȘI ROLUL CULTURII ÎN FINANȚELE COMPORTAMENTALE	93
3.2. VALORI CULTURALE VERSUS NORME SOCIALE.....	98
3.2.1. Dimensiunile culturii	99
3.2.1.1. Hofstede	99
3.2.1.2. Schwartz	101
3.2.1.3. GLOBE	103
3.2.1.4. World Values Survey	104
3.2.2. Cultura societății - Cultural Tightness – Looseness (CTL)	106
3.2.2.1. Gelfand	107
3.2.2.2. Uz	111
3.3. REVIZUIREA LITERATURII ȘI IPOTEZELE DE LUCRU	114
3.4. METODOLOGIE ȘI DATELE UTILIZATE	122
3.4.1. Descrierea sursei datelor utilizate și a filtrelor aplicate	122
3.4.2. Lichiditatea	123
3.4.3. Măsura Cultural Tightness – Looseness (CTL)	123
3.4.4. Variabile de control	124
3.4.5. Modelul teoretic	125
3.5. REZULTATE EMPIRICE	126
3.5.1. Rezultatele principale	126
3.5.2. Teste de robustețe	130
3.5.3. Efectul moderator al educației financiare	133
3.6. CONCLUZII	138
CAPITOLUL IV. IMPACTUL DISTANȚEI PSIHICE ASUPRA LICHIDITĂȚII PIETEI DE CAPITAL	141
4.1. DIFERENȚELE CULTURALE ȘI EFICIENȚA COMUNICĂRII	141
4.2. CONCEPTUL DE DISTANȚĂ PSIHICĂ	145
4.3. STIMULII DISTANȚEI PSIHICE	147
4.3.1. Cultura	147
4.3.2. Limba	147
4.3.3. Educația	149
4.3.4. Nivelul de dezvoltare industrială	149
4.3.5. Sistemul politic	150
4.3.6. Religia	151
4.3.7. Fusurile orare	153
4.3.8. Legăturile coloniale	153

4.4. REVIZUIREA LITERATURII ȘI IPOTEZELE DE LUCRU	154
4.5. METODOLOGIA ȘI VARIABILELE UTILIZATE	163
4.5.1. Lichiditatea	163
4.5.2. Distanța psihică	164
4.5.3. Distanța culturală	166
4.5.4. Variabilele de control	167
4.5.5. Modelul teoretic	167
4.6. REZULTATELE EMPIRICE OBTINUTE	169
4.6.1. Rezultatele de bază	169
4.6.2. Țări dezvoltate vs țări emergente	172
4.6.3. Impactul distanței psihice asupra lichidității pieței controlând cu alte distanțe	173
4.6.4. Instrumentarea distanței psihice prin intermediul distanței geografice	176
4.6.5. Metode alternative de estimare	177
4.6.6. Măsura alternativă a distanței psihice	178
4.7. CONCLUZII	183
CONCLUZII ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE	187
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE	189
ANEXA 1. Distanța psihică și stimulii aferenți (Dow și Karunaratna, 2006)	217
ANEXA 2. Componentele distanței psihice (Berry și alții 2010)	219

Cuvinte cheie:

lichiditate, cultura, norme sociale, distanța psihică, educație financiară,

INTRODUCERE

Rolul piețelor de capital în economia globală, a crescut constant începând cu 1602, când a fost înființată prima piață de capital din istoria modernă – Amsterdam Stock Exchange. Scopul inițial al cărei era să faciliteze tranzacționarea acțiunilor companiei Dutch East India (VOC). Fondată de către Statele Generale în 1602 pentru a finanța expedițiile sale în Asia, compania a oferit posibilitatea oricărui rezident din Principatele Unite să „participe la succesul acesteia” devenind acționar, ceea ce este considerat astăzi ca fiind prima ofertă publică inițială oficială. Eveniment care a marcat începutul unei noi ere, în care capitalul poate fi acumulat și tranzacționat într-o manieră transparentă și eficientă. Odată cu apariția și dezvoltarea altor piețe de capital în Europa și America de Nord, acestea au devenit principalul instrument de finanțare a războaielor, extindere a imperiilor și înființarea a noi industrii.

Astăzi, în centrul oricărei economii dezvoltate stă piața de capital, un instrument vital în alocarea eficientă a capitalului și gestiunea riscului. Piețele de capital au devenit alături de sistemul bancar, unul din pilonii dezvoltării economice, contribuind semnificativ la integrarea economiei globale. Ultima criză financiară ne-a arătat însă cât de sensibilă este economia globală la fluctuațiile acestora și cât de importantă poate fi lichiditatea într-un asemenea context.

În literatura de specialitate pe parcursul ultimilor ani s-au conturat patru perspective diferite asupra lichidității: a) lichiditatea din punct de vedere al finanțelor corporative; b) lichiditatea în contextul evaluării activelor financiare și a gestionării portofoliilor; c) lichiditatea în contextul microstructurii pieței d) lichiditatea la nivel macro;

Finanțele corporative plasează lichiditatea într-un context restrâns, la nivelul unei companii individuale, a intereselor din cadrul acesteia și a modului în care lichiditatea titlului poate influența deciziile managementului și invers. Principalele direcții pe care se focusează studiile din aceasta ramură sunt:

- *teoria agentului*, care se referă la impactul lichidității asupra calității guvernării, determinată de prezența și ponderea diversilor tipuri de acționari, prin prisma eficienței monitorizării de către investitori a deciziilor managementului și posibilele discrepante existente între interesele managementului și interesele acționarilor minoritari (Coffee, 1991; Bhidé, 1993; Maug, 1998; Admati și Pfleiderer, 2009; Kang și Kim, 2013 și alții);

- *efectul de feedback al pieței* se referă la faptul că un nivel mai mare al lichidității titlurilor asigură un grad mai mare de încorporare a informațiilor în preț (inclusiv cele cu privire la performanța managementului), ceea ce la rândul său determina apariția unui efect de feedback din partea pieței, datorită cărui managerii companiilor cu performanțe bune sunt mai bine recompensați (Fang și alții, 2009; Jayaraman și Milbourn, 2012; Kang și Liu, 2008; Fereira și alții, 2011 și alții);
- *efectul de discount* se referă la modul în care lichiditatea titlului determină costul capitalului și deciziile cu privire la structura capitalului companiei, care la rândul lor sunt influențate de asimetria informațională existentă între insideri (management și acționarii majoritari) și ceilalți investitori (Butler și alții 2005; Bharath și alții, 2009; Lipson și Mortal, 2009; Gao și Ritter, 2010; Stulz și alții, 2013);
- *fricțiunile pieței* care se referă la modul în care deciziile corporative (transparența financiară, politica de dividend, răscumpărarea acțiunilor, acțiunile de divizare sau de consolidare a valorii nominale a acțiunilor) influențează lichiditatea (Miller și Modigliani, 1961; Diamond și Verrecchia, 1991; Brockman și Chung, 2001; Brav și alții, 2005; Eleswarapu și Venkataraman, 2006; Brockman și alții, 2008; Amihud și Mendelson, 2008; Chung și alții, 2010; Lang și alții, 2012);

Astfel, studiile din domeniul finanțelor corporative analizând lichiditatea titlului companiei au identificat numeroase beneficii pe care aceasta le aduce prin intermediul creșterii calității guvernantei corporative, facilitarea încorporării informației în preț, creșterea eficienței politicilor și sistemelor de recompensare a managementului, reducerea costurilor de finanțare a companiei prin intermediul pieței de capital, și nu în ultimul rând reducerea fricțiunilor pieței prin distribuirea de dividende, reducerea costului de tranzacționare și altele.

Rolul lichidității în evaluarea activelor este intuitiv deoarece un investitor rațional va lua întotdeauna în calcul riscurile și costurile pe care le implica deținerea unui activ ilichid. Există o vastă literatură de specialitate care arată că :

- titlurile ilichide și titlurile cu un cost de tranzacționare asociat mai mare, vor fi întotdeauna evaluate la un preț mai mic decât valoarea lor intrinsecă (Amihud și Mendelson, 1986; Brennan și Subrahmanyam, 1996; Datar și alții, 1998; Chordia și alții 2001; și alții);
- șocurile în lichiditate sunt pozitiv corelate cu șocurile în rentabilitatea titlurilor (Amihud, 2002; Jones, 2002),

- iar componenta sistematică în lichiditate și riscul aferent acesteia au un impact semnificativ asupra deciziei investitorului de a achiziționa sau nu acel activ (Pastor și Stambaugh, 2003; Acharya și Pedersen, 2005; Sadka, 2006; Korajczyk și Sadka, 2008; Lee, 2011).

Cu alte cuvinte, atât nivelul de lichiditate (ca și caracteristică a titlului individual), cât și variațiile acesteia în timp (ca și o caracteristică a pieței) reprezintă factori importanți în stabilirea prețului activului și în estimarea rentabilităților viitoare ale acestuia.

Microstructura pieței pe de altă parte, ne oferă o perspectivă importantă asupra modului în care structura piețelor de capital și mecanismele de tranzacționare aferente impactează lichiditatea și procesul de formare a prețurilor. Mai exact, studiile din această ramură au analizat:

- diferențele dintre tipurile de piețe existente (Jain, 2003), și factorii care determină comportamentul investitorilor pe piață în funcție de tipul acesteia (Wuyts, 2007);
- impactul tranzacționării algoritmice asupra lichidității și eficienței informaționale a titlului (Gai și alții, 2013; Chung și Chuwonganant, 2014; Brogaard și alții, 2014) și asupra modului în care tranzacționarea algoritmică contribuie la răspândirea și amplificarea șocurilor de lichiditate (Kirilenko și alții, 2011);
- modul în care lichiditatea este impactată de politicile și reglementările pieței cu privire la: valoarea minimă a pasului de preț (tick size) (Lau și McInish, 1995; Hsieh și alții, 2008; Pan și alții, 2012), restricțiile cu privire la vânzarea în lipsă (Biais și alții, 1999; Charoenrook și Daouk, 2005; Lin, 2008; Chuang și Lee, 2010; Lecce și alții, 2012).

Astfel, studiile care s-au focusat pe microstructura pieței contribuie semnificativ la înțelegerea pieței în profunzime, oferindu-le administratorilor piețelor de capital o imagine mai clară asupra instrumentelor pe care aceștia le pot utiliza pentru a crește lichiditatea pieței.

Din perspectiva macro, lichiditatea sau mai exact componenta sistematică a acesteia este considerată unul din principalele mecanisme de răspândire a crizelor financiare. Studii precum Brunnermeier și Pedersen (2009) arată că o scădere temporară a prețurilor poate genera pierderi semnificative care duc la reducerea finanțării disponibile, care la rândul ei crește nivelul componentei sistematice și duce în final la o „evaporare” a lichidității de pe piață. Acest fenomen de cele mai multe ori este explicat prin prisma efectului de „flight to liquidity” (Rosch și Kaserer, 2013), conform cărui o parte semnificativă din investitorii de pe piață își lichidează pozițiile deținute în activele ilichide pentru a achiziționa active cu un nivel de lichiditate crescut. Iar studii precum Naes și alții (2011) arată că există o relație puternică între lichiditatea pieței și ciclurile

economice, și că compoziția portofoliilor investitorilor variază în funcție de faza ciclului în care se află economia în acel moment.

Într-adevăr atunci când analizăm lichiditatea la nivel de piață nu putem ignora impactul pe care asupra ei îl are economia reală, pentru că la un nivel agregat investitorii de pe o piață sunt expuși aceluiași mediu, tranzacționează în aceleași condiții economice, fie că vorbim de variabile macroeconomice cum ar fi inflația, cursul valutar, rata dobânzii, fie ne referim la nivelul general de dezvoltare a sistemului financiar sau nivelul de protecție a investitorilor și calitatea instituțiilor care o asigură. Împreună, toți acești factori determină într-un mod direct sau indirect componenta sistematică a lichidității și evoluția acesteia în timp. Astfel, din punct de vedere macro, lichiditatea pieței poate fi considerată un indicator al stării generale al economiei, dar în același timp este un important determinant al performanței acesteia. Așadar, lichiditatea titlurilor este vitală atât pentru piața de capital cât și pentru întreaga economie, cu toate acestea, până în prezent, ea rămâne una din cele mai impredictibile caracteristici ale pieței de capital.

Motivația cercetării vine din nevoia de a înțelege mai bine „spiritele animale”¹ care influențează lichiditatea piețelor de capital și care, cel mai probabil vor determina sau amplifica următoarea criză financiară. Cultura reprezintă o dimensiune fundamentală a societății, motiv din care impactul ei asupra comportamentului indivizilor este inevitabil, fie că vorbim despre viața de zi cu zi, fie despre deciziile individului cu privire la acumularea și investirea capitalului.

Scopul cercetării rezidă în identificarea unor dimensiuni ale culturii care să ne permită să surprindem acele caracteristici individuale ale investitorului care influențează decizia acestuia de a intra și tranzacționa pe o piață de capital.

Metodologia de cercetare utilizată de noi în această lucrare constă pe de o parte din stadiul actual al cunoașterii în domeniu, iar pe de altă parte din cele doua studii empirice bazate pe analiza panel. În prima parte a lucrării, a fost efectuată o revizuire exhaustivă a literaturii de specialitate cu privire la dimensiunile și determinanții lichidității, iar în cea de a doua parte a fost analizat empiric modul în care cultura poate afecta lichiditatea piețelor de capital.

¹ Cu referire la cartea lui Akerloff și Schiller (2001) “Spirite animale”

Originalitatea lucrării de față rezultă din analiza impactului culturii investitorului asupra lichidității pieței de capital dintr-o nouă perspectivă, cea a normelor sociale din propria țară și a distanței percepute de către investitor față de piețele de capital din alte țări.

În primul capitol al acestei lucrări au fost prezentate succint definiția și dimensiunile lichidității, alături de principalele măsuri utilizate în finanțele empirice pentru estimarea acesteia. După care a fost făcută o scurtă revizuire a avantajelor și dezavantajelor măsurilor existente și propunerea popularizării unei măsuri relativ noi a lichidității care ar putea să surprindă mai bine lichiditatea pieței.

În capitolul doi a fost făcută o revizuire a literaturii existente din punct de vedere al principalilor determinanți ai lichidității. Aceștia fiind grupați în determinanți de la nivel de companie, piață și de la nivel macroeconomic. În plus, a fost făcută o scurtă prezentare a principalelor tipuri de piețe de capital existente, din punct de vedere al mecanismelor de tranzacționare și al caracteristicilor specifice, precum și o analiză comparativă a modurilor în care lichiditatea este furnizată pe o piață quote driven vs order driven.

În capitolul trei am încercat să ieșim în afara contextului propus de teoriile finanțelor clasice și să privim piața de capital prin prisma noii abordări propuse de finanțele comportamentale. În acest sens, a fost făcută o scurtă introducere în direcția bias-urilor cognitive și a influenței pe care cultura o poate avea asupra acestora. Ulterior, utilizând măsura de cultural tightness-loosenes propus de Gelfand și alții (2011) a fost efectuată analiza impactului normelor sociale și a stricteții acestora asupra lichidității titlurilor, arătând că în general țările cu un nivel moderat al stricteții normelor au un nivel mai ridicat al lichidității piețelor de capital.

În ultimul capitol, impactul culturii asupra lichidității a fost analizat prin prisma fenomenului de “foreign bias” determinat de distanța percepută de investitor față de piața țintă. Distanța percepută fiind estimată prin intermediul distanței psihice - concept relativ nou, împrumutat din domeniul Managementului și Afacerilor Internaționale, care se referă la totalitatea factorilor care îngreunează fluxul de informații dintre două țări.

Astfel, în această lucrare de doctorat ne am propus să investigăm mai în detaliu impactul percepției subiective a investitorilor asupra deciziilor investiționale, surprinse de lichiditatea pieței.

SINTEZA CAPITOLUL I

Lichiditatea este unul din cele mai larg discutate și dezbătute subiecte în literatura de specialitate din ultimele doua decenii, fiind considerată de Amihud și Mendelson (1991) „*un atribut cheie al pieței de capital*”. Totuși, conceptul de lichiditate nu are încă o definiție general acceptată, devenind astfel un concept pe cât de simplu de înțeles, pe atât de complicat de redus la o definiție simplă și conchisă.

În literatura de specialitate regăsim numeroase încercări de a defini acest concept evaziv, începând cu definiții scurte și clare care se referă la lichiditatea unui activ, cum ar fi cea dată de Keynes (1930): „*Un activ este lichid dacă poate fi tranzacționat imediat, fără nici o pierdere*”, sau cea oferită de Ficher (1959): „*abilitatea unui activ de a fi negociat rapid fără o pierdere semnificativă a valorii acestuia*” sau cea prezentată de Biais și alții (1997): „*un activ este lichid dacă poate fi cumpărat sau vândut rapid, cu un cost de tranzacționare scăzut și la un preț rezonabil*” și continuând cu definiții mai complexe ale lichidității pieței, precum cea prezentată de Brennan și alții (2012) : „*Lichiditatea pieței de capital se referă la abilitatea pieței de a absorbe un volum semnificativ al activului financiar, la un preț scăzut de execuție, într-o perioadă scurtă de timp, fără a avea un efect semnificativ asupra prețului activului*”, sau definiții mai generale precum cea oferită de Makower și Marschak (1938) care argumentează că lichiditatea este „*un set de proprietăți măsurabile ale pieței*”.

Parcurgând numeroasele definiții existente în literatură, în încercarea de a identifica o definiție cât mai corectă și cuprinzătoare, se poate observa cu ușurință existența unor elemente comune în fiecare definiție întâlnită, și anume, majoritatea definițiilor conțin trei elemente: *volumul* sau cantitatea semnificativă a activului care se dorește a fi tranzacționat; *prețul* și continuitatea acestuia, referindu-se la impactul tranzacției asupra prețului de echilibru; și *timpul* sau durata de timp necesară executării tranzacției .

Dimensiunile lichidității

Printre primele lucrări care au surprins caracterul multidimensional al lichidității sunt Black (1971), Grossman și Miller (1988) și Harris (1990) care au evidențiat 4 dimensiuni : *tightness*, *depth*, *resilience* și *immediacy*. Alți autori, precum Garbade (1982), Kyle (1985) și Holden (1990) au prezentat doar trei dimensiuni : *tightness*, *depth*, și *resilience*, iar autori precum Bernstein (1987) evidențiază doar : *breadth*, *depth* și *resilience*. Aceștia din urmă, conform lui Schwartz (1988) considerând că *immediacy* nu este neapărat o dimensiune, ci mai degrabă o

caracteristică implicită a piețelor automatizate. În studiile relativ mai recente, precum cele ale lui Bervas (2006) sau Sarr și Lybek (2002) prind contur cinci dimensiuni ale lichidității:

- *Depth* (adâncimea pieței) - numărul de potențiali cumpărători/vânzători, respectiv ordine de vânzare/cumpărare în apropierea prețului de referință, și se referă de fapt la adâncimea registrului de ordine³;
- *Breadth* (lățimea pieței) - volumul activului care poate fi cumpărat/vândut la un anumit preț, sau cu alte cuvinte, mărimea efectivă a ordinelor din registru;
- *Tightness* (ecartul /etanșeitate) – referindu-se la distanța dintre cel mai bun preț de vânzare și cel mai bun preț de cumpărare, care reprezintă un estimat al costului de tranzacționare;
- *Immediacy* (viteza de tranzacționare) - reprezintă durata de timp necesară unui ordin pentru a fi executat, și este asociat de cele mai multe ori cu eficiența sistemelor de tranzacționare și decontare;
- *Resilience* (reziliența pieței) – capacitatea pieței de a își reveni după apariția unui eveniment neașteptat;

Cele 5 dimensiuni ale lichidității sunt în esență 3 caracteristici ale registrului de ordine: *tightness* (bid ask spread), *depth* (numărul de ordine, apropiate de prețul de referință) și *breadth* (mărimea sau volumul ordinelor aferente fiecărui preț), și două caracteristici care țin de evoluția în timp a evenimentelor, și anume cum va arăta registrul după efectuarea tranzacției (*resilience*) și cât va dura executarea ordinului (*immediacy*).

Marea provocarea pe care au întâmpinat-o și o întâmpina în continuare studiile în domeniul lichidității, este faptul că nu există nici o măsură capabilă să încorporeze toate aceste dimensiuni. Majoritatea măsurilor construite surprind o singură dimensiune, cu câteva excepții care reușesc să surprindă între două și trei dimensiuni.

În principiu, măsurile care surprind lățimea pieței sunt măsurile bazate pe volumul de tranzacționare și studiază impactul pe care îl are volumul asupra modificării prețurilor. Măsurile bazate pe frecvența tranzacționării împreună cu măsurile bazate pe volum sunt utilizate de cele mai multe ori pentru analiza adâncimii pieței. Acestea din urma urmăresc volumul de tranzacționare al activului, și sunt printre cele mai ușor de calculat.

Măsuri ale lichidității

Multidimensionalitatea lichidității este cauza inexistenței unei definiții universal acceptate în finanțele empirice, și tot ea este cea care a împiedicat construirea unei măsuri adecvate pentru

surprinderea tuturor particularităților unei piețe lichide. Totuși, pe parcursul ultimilor doua decenii în literatura de specialitate se poate observa o creștere exponențială a numărului de studii care fie propun o modalitate nouă de estimare, fie vin cu o îmbunătățire a unei măsuri existente, sau mai nou, unele studii cum ar fi Goyenko, Holden și Trzcinka (2009), Marshall și alții (2013), Fong și alții (2017) lansează așa numitele „horse race” între măsurile existente, făcând o comparație între cele mai utilizate măsuri și venind cu recomandări cu privire la utilizarea unei anumite măsuri în funcție de scopul și natura cercetării.

Pentru o mai ușoară „navigare” prin multitudinea de măsuri apărute unii autori cum ar fi Saar și Lybek (2002), Le și Gregoriou (2020) sau Diaz și Escibano (2020) au încercat să clasifice măsurile în funcție de:

- a) frecvența datelor utilizate
 - măsuri cu frecvență ridicată (în cadrul cărora se folosesc date intra-day) și
 - măsuri cu frecvență redusă (în cadrul cărora se folosesc date zilnice);
- b) dimensiunea sau caracteristica pieței pe care o surprind:
 - măsuri care surprind costul de tranzacționare (tightness);
 - măsuri bazate pe volumul de tranzacționare (breadth și depth);
 - măsuri care surprind impactul asupra prețului (resilience);
 - măsuri care surprind mai multe dimensiuni;
- c) Informațiile necesare pentru calculul măsurii:
 - măsuri bazate pe volum;
 - măsuri bazate pe preț;
 - măsuri bazate pe bid-ask spread;
 - măsuri bazate pe frecvența de tranzacționare;

Eficiența măsurilor existente ale lichidității a fost întotdeauna un subiect de dezbatere, dilema principală fiind: ce măsura trebuie utilizată pentru a surprinde lichiditatea pieței, în funcție de tipul pieței, disponibilitatea datelor, fenomenul studiat, dimensiunile lichidității care se consideră a avea un impact semnificativ asupra aceluși fenomen și multe alte criterii.

SINTEZA CAPITOLUL II

Din perspectiva micro lichiditatea se referă la ușurința cu care investitorul, în calitatea lui de vânzător sau de cumpărător, își poate atinge obiectivul principal, cel de a vinde sau cumpăra o anumită cantitate a activului, într-un termen scurt și la un preț cât mai bun. Din perspectiva macro lichiditatea este abilitatea pieței de a absoarbe un volum considerabil al activului fără a avea un impact semnificativ asupra prețului. Astfel, lichiditatea poate fi privită ca fiind măsura în care cele două condiții sunt îndeplinite

Tabel 1. Determinanții lichidității titlurilor

Factori la nivel de companie		Factori la nivel de piață		Factori la nivel de țară	
<i>ROA, ROE</i>	Frieder și Martel, 2006; Banerjee și alții 2007; Gopalan și alții 2009; Lipson și Mortal, 2009;	<i>Tipul pieței</i>	Jain (2003)	<i>Variabile macroeconomice (PIB, inflația, curs de schimb, rata dobânzii)</i>	Goyenko și Ukhov (2009), Naes și alții (2011), Busch și Lehnert (2014)
<i>Levierul financiar</i>	Beaupain și Joliet (2013), Norvaišienė și Stankevičienė (2014),	<i>Politici de reglementare</i>	Bessembinder (2000), Chung și Chuwonganant (2004), Jain și alții (2005), Anand și Venkataraman (2016)	<i>Nivelul de dezvoltare a sectorului financiar</i>	Lee și Chou (2018), Carvajal și Bebhuk (2019)
<i>Mărimea companiei</i>	Chordia, Shivakumar și Subrahmanyam (2004),	<i>Tick size</i>	Bourghelle și Declerck (2004), Ahn și alții (2007), Pan și alții (2012), Holden și alții (2014)	<i>Deschiderea financiară</i>	Levine și Zervos (1996), Baldwin și Forslid (2000)
<i>Structura acționariatului</i>	Chung (2007), Agarwal (2009), He și alții (2013) și Ng și alții (2016)	<i>Short seling constraint</i>	Lamont și Thaler (2003), Chanroenrook și Daouk (2005), Bai și Qin (2014)	<i>Investitorii instituționali</i>	Aragon și Strahan (2011), Ding și alții (2017), Dang și alții (2018)
<i>Calitatea guvernării corporative</i>	Bacidore și Sofianos (2002), Brockman și Chung (2003), Chen și alții (2007), Ali și alții (2017)	<i>Tranzacționarea algoritmică</i>	Hasbrouck și Saar (2013), Brogaard și alții (2014), Chaboud și alții (2014), Conrad și alții, (2015), Weller (2018)	<i>Cadrul legal</i>	Bhattacharya și Daouk (2002), Lesmond (2005), Chung (2006)
<i>Politica de dividende</i>	Brennan și Tamarowski (2000), Banerjee și alții (2007), Hu și alții (2019),	<i>Transparența</i>	Madhavan (2000), Boehmer și alții (2005)	<i>Calitatea instituțiilor și domnia legii</i>	Bhattacharya (2006), Eleswarapu și Venkataraman (2006).

În literatura de specialitate, această măsură este determinată de o paletă vastă de factori, a căror natură și importanță variază de la un studiu la altul, pornind de la determinanții clasici ai lichidității prezentați de Chordia și alții (2001) : prețul activului, volumul de tranzacționare și volatilitatea rentabilităților, și terminând cu partidul din care face parte președintele țării (Marshall și alții, 2018), deținerea de către CEO-ul companiei a unor studii în drept (Pham, 2020) sau șocurile

în cererea de pe piața internațională a petrolului (Zhang și Wong, 2022). În acest capitol ne vom focusa pe factorii a căror importanță a fost evidențiată și confirmată într-un număr mai mare de studii, și care țin pe de o parte de *caracteristici ale companiei*, cum ar fi mărimea, profitabilitatea, predictibilitatea, oportunitățile de creștere, calitatea guvernantei corporative și altele; *caracteristici ale pieței de capital* cum ar fi mărimea, tipul, structura și mecanismele pieței de capital, reglementările aplicabile și altele; *caracteristici de la nivel de țară* cum ar fi nivelul de deschidere financiară, creșterea economică, inflația, riscul politic, calitatea instituțiilor, nivelul protecției drepturilor investitorilor, volumul investițiilor străine și altele.

Principalele canale prin care acești factori influențează lichiditatea sunt riscul deținerii (inventory risk), asimetria informațională și finanțarea lichidității.

Toți acești factori însă țin de perspectiva finanțelor clasice care se referă fie la oportunitatea de câștig, fie la riscul asociat. De cele mai multe ori însă decizia investițională este afectată de percepția personală a investitorului, care până recent nu a fost inclusă în nici un model teoretic din finanțele empirice.

Finanțele comportamentale renunță la o parte din prezumțiile teoriilor clasice și încearcă să schimbe focusul studiilor empirice de pe piață pe investitor. Până la urmă, indiferent de profitabilitatea companiei, contextul economic sau oportunitățile existente pe piață investitorul este cel care decide Ce? Cum? și Când? cumpără sau vinde. Aceste decizii nu sunt întotdeauna raționale, iar când sunt, de cele mai multe ori vin la pachet cu o sub- sau supraestimare a pieței, a companiei, sau a informațiilor deținute

SINTEZA CAPITOLUL III

Finanțele comportamentale încearcă să explice deciziile iraționale pe care le i-au deseori investitorii prin prisma bias-urilor psihologice (de ex: heuristics, overconfidence, mental accounting, narrow framing, disposition effect, representativeness, conservatism, și altele). Aceste bias-uri sunt deseori privite ca niște erori cognitive și sunt preluate din domeniul psihologiei.

De exemplu, prin *euristica* (heuristics) studiile din domeniul psihologiei se referă la tendința umană de a folosi în procesul de luare a deciziilor așa numitele „scurtături” (eng. “shortcuts” sau „rule of thumb”). Conceptul de *mental accounting* este definit pentru prima dată de către Thaler (1985) și se referă la „setul de operațiuni cognitive folosite de indivizi sau de gospodării pentru a organiza, evalua și ține contul activităților financiare”

Conform lui Bailey și alții (2009) *narrow framing* este propensitatea investitorilor de a selecta investițiile individual, fără a lua în calcul perspectiva generală asupra portofoliului deținut.

Disposition effect propus pentru prima dată de Shefrin și Statman (1985) se referă la faptul că investitorii tind să vândă prea devreme titlurile „câștigătoare” (a căror preț este în creștere) și să vândă prea târziu titlurile „pierzătoare” (a căror preț este în scădere). Această anomalie este explicată de autori prin faptul că investitorii displac pierderile mult mai mult decât se bucură de câștiguri.

Reprezentativitatea se referă la faptul că investitorii tind să le acorde o importanță mai mare experiențelor recente, uitând sau ignorând evenimentele din istoric.

Toate aceste bias-uri sunt concepte psihologice complexe, al căror determinanți sunt de cele mai multe ori investigați la nivel de individ. Totuși, odată cu aprofundarea acestui subiect de către diverse studii din domeniul psihologiei și antropologiei, s-a observat existența unor caracteristici comune la nivel de societate. Aceste caracteristici comune sunt deseori asociate cu cultura unei societăți, descrisă prin intermediul obiceiurilor, credințelor și valorilor acesteia, și definită de Hofstede ca fiind “programarea colectivă a minții”.

Au fost întreprinse numeroase încercări de a formaliza și măsura acele caracteristici comune (dimensiuni) care se află la baza unei culturi. Printre cele mai cunoscute sunt dimensiunile lui Hofstede, Schwartz, Globe sau WVS (World Value Survey). Majoritatea acestor abordări s-au concentrat pe valorile individuale ale societății, ignorând sau subestimând rolul normelor sociale care stau în spatele acestor valori.

Tabel 2. Dimensiunile culturii

Hofstede	Schwarz	Globe	WVS
1. Individualism	1. Autonomia vs	1. Orientare spre performanță	1. Valorile tradiționale
2. Distanța față de putere	apartenența	2. Asertivitatea	2. Valorile secular- raționale
3. Masculinitatea	2. Egalitate vs	3. Orientarea spre viitor	3. Valorile de supraviețuire
4. Evitarea incertitudinii	ierarhie	4. Orientarea spre umanitate	4. Valorile cu privire la libera exprimare
5. Orientarea pe termen lung	3. Armonie vs	5. Colectivismul instituțional	
6. Indulgența	măiestrie	6. Colectivismul intra-grup	
		7. Egalitatea sexelor	
		8. Distanța față de putere	
		9. Evitarea incertitudinii	

Normele sociale sunt *regulile nescrise cu privire la comportamentul membrilor societății* care asigură o mai bună coordonare și predictabilitate și care în esență reprezintă unul din elementele cheie care țin membrii unei societăți împreună.

Conceptul de cultural tightness-loosenes, deși este corelat cu dimensiunea de individualism-colectivism, reprezintă o construcție distinctă, deoarece încearcă să măsoare strictețea normelor sociale și toleranța membrilor societății față de devierile de la acestea.

Termenul de Cultural Tightness Loosenes (CTL) a fost utilizat pentru prima dată în antropologie de Pelto Pertti în lucrarea “The differences between “tight” and “loose” societies” (1968). Autorul descrie societățile tight ca fiind societăți cu norme stricte și pedepse aspre pentru încălcarea acestora, pe când societățile loose ca societăți cu norme relaxate și permissive.

În general societățile tight sunt caracterizate ca fiind mai ordonate și mai stricte, cu o încredere mai mare în instituții dar și o distanță mai mare față de putere, un nivel mai pronunțat de cenzura și discriminare. În același timp societățile loose sunt mai relaxate și mai creative, cu un grad mai mare de diversitate, mai multe drepturi și libertăți, dar în același timp cu instituții slabe, toleranța mare față de comportamentul deviant, nivel ridicat de criminalitate și slabă coordonare. Duse la extremă societățile tight sunt caracterizate de represiuni, dictatură, discriminare și inegalitate, pe când societățile loose sunt caracterizate de dezordine, vicii și nivel ridicat de criminalitate .

Conform lui Gelfand (2006) aceste trăsături, sau mai exact strictețea normelor sociale este determinată pe de o parte de factori ecologici și istorici îndepărtați, adică amploarea și frecvența

amenințărilor pe care le-a întâmpinat acea societate de-a lungul istoriei (epidemii, dezastre naturale, războaie și altele), iar pe de altă parte de procese contemporane, adică modul actual de viață și organizare al acelei societăți. Practic autorul sugerează că cu cât o societate a avut de înfruntat mai multe amenințări cu atât a devenit mai tight, în situații de criză fiind necesare reguli stricte și clare, orice deviere de la acestea putând reprezenta o amenințare existențială. În lipsa unor astfel de amenințări, o societate își permite să renunțe sau să ignore regulile existente, accentul fiind pus pe libertate și creativitate.

În 2011, pornind de la acest modelul teoretic, Gelfand împreună cu colaboratorii săi dezvoltă prima măsură a dimensiunii de cultural tightness looseness. În acest sens autorii au construit un chestionar format din 6 întrebări, cu privire la normele sociale existente, așteptările societății cu privire la un anumit comportament în anumite situații, toleranța la un comportament deviant, și măsura în care membrii societății respecta normele sociale. La fiecare din cele 6 întrebări cei aproape 7 mii de respondenți din 33 de țări au fost rugați să răspundă utilizând scara Likert de acord-dezacord.

O măsură alternativă a dimensiunii de Cultural Tightness Looseness este propusă de Uz. Măsura reprezintă defapt un indicator al dispersiei răspunsurilor obținute în anul 2000 de World Values Survey la anumite întrebări cu privire la divorț, avort, suicid, eutanasiere și altele. Autorul practic consideră că cu cât este mai mare dispersia răspunsurilor, cu atât este mai mare diversitatea în acea țară și respectiv cu atât acea țară este mai loose.

În literatura financiară există numeroase studii care au analizat influența culturii asupra deciziilor financiare. Printre cele mai importante pot fi considerate următoarele:

- *Grinblat și Keloharju (2001)* arată că investitorii sunt mai predispuși să dețină, cumpere și să vândă acțiuni ale companiilor finlandeze a căror locație este mai apropiată, care comunică în limba natală al investitorului și a cărui CEO are un background cultural mai apropiat.
- *Guiso, Sapienza și Zingales (2008)* arată că cu cât nivelul de încredere al investitorilor dintr-o anumită țară este mai mare cu atât este mai mare nivelul de participare pe piața de capital. Autorii sugerează că percepția riscului este o funcție a caracteristicilor obiective ale titlurilor și subiective ale investitorului.
- *Chui și alții (2010)* arată că diferențele culturale (surprinse cu ajutorul indicelui de individualism) au un impact semnificativ asupra volumului de tranzacționare și

volatilității titlurilor. Autorii asociază individualismul cu overconfidence și self-attribution bias.

- *Anderson și alții (2011)* investigând determinanții diversificării internaționale de către investitorii instituționali din 60 de țări au arătat că efectul de home bias este mai puternic în cazul fondurilor de investiții din țările caracterizate de un grad mai mare de evitare a incertitudinii, și mai slab în cazul fondurilor de investiții din țările cu nivel ridicat de masculinitate și orientare pe termen lung.
- *Eun și alții (2015)* extinde analiza impactului culturii asupra prețurilor titlurilor de pe piața de capital prin includerea în model pe lângă dimensiunile culturale ale lui Hofstede, a dimensiunii de Cultural Tightness Looseness, arătând că efectul de comișcare a titlurilor este mai puternic în țările cu culturi colectiviste și tight.
- *Zadeh (2022)* utilizând în calitate de proxy al încrederii sociale indicele „Social Capital” pentru fiecare din statele americane, arată că nivelul de încredere impactează mediul informațional al companiei, crescând credibilitatea acesteia și respectiv nivelul de lichiditate al titlului

În acest studiu, luând pe de o parte rezultatele obținute de studiile amintite anterior și pe de altă parte modelul teoretic dezvoltat de Gelfand și alții (2011) presupunem că nivelul de tightness looseness influențează lichiditatea pieței/titlurilor prin intermediul a patru canale: aversiunea față de risc, asimetria informațională, stilul de luare a deciziilor și nivelul de încredere.

Aversiunea față de risc considerăm că este determinată de tipul de focus predominant în societățile tight vs loose. Prevention focus – se referă la prevenția eșecului (*kiasu* – este mai important să nu pierzi decât să câștigi); Promotion focus – se referă la atingerea rezultatelor dorite; *Asimetria informațională* este determinată de tipul de comunicare caracteristic fiecărui tip de societate. Narrow socialization – se referă la comunicare rigidă și cu multe reguli, pe când Broad socialization – se referă la comunicarea deschisă și non formală; *Stilul de luare a deciziilor* – în esență se referă la tipul de gândire, membrii unei societăți tight (de frica eșecului) preferă să adapteze o idee existentă decât să vină cu o idee nouă, pe când membrii unei societăți loose sunt mai creativi, și mai lenoși preferând să exploreze idei noi care să le reducă volumul de muncă. Instituțiile slabe din societățile loose au determinat creșterea *nivelului de încredere* interpersonală, pe când instituțiile puternice din societățile tight au determinat creșterii nivelului de încredere în instituții.

Așadar, la prima vedere dacă analizăm cele patru canale am presupune că între CTL și lichiditate există o relație liniară, cu cât o societate este mai loose cu atât propensitatea către investiții pe piața de capital este mai mare. După cum precizăm însă în secțiunea anterioară, fiecare din cele două tipuri de societăți vine cu avantajele și dezavantajele sale, dusă la extremă însă, nici una din cele două abordări nu este corectă și eficientă. Un studiu recent efectuat de Gelfand împreună cu Harrington și Boski analizând 32 de națiuni arată că comparativ cu societățile moderate, societățile tight (foarte constrânse) și loose (foarte permissive) tind să fie caracterizate de un nivel mai scăzut de fericire, sănătate și dezvoltare economică. Din acest motiv, considerăm că relația dintre CTL și lichiditate este una curb-liniară, nivel maxim de lichiditate corespunzând țărilor cu un nivel moderat al CTL-ului. Astfel, ipotezele noastre de lucru sunt următoarele:

H1: Între tightness-looseness și lichiditate există o relație curb-liniară (sub formă de parabolă cu ramurile în jos) conform căreia un nivel ridicat de lichiditate îi corespunde unui nivel mediu al CTL;

H2: Modalitatea prin care strictețea normelor sociale influențează lichiditatea titlurilor este modelată de nivelul de educație financiară a societății.

Cele două ipoteze în această lucrare am decis să le testăm pe un eșantion de 45 de țări (26 de țări dezvoltate și 19 țări emergente), cuprinzând perioada 2000-2022. Urmând metodologia propusă de Griffin și alții (2010) titlurile din fiecare țară au fost filtrate manual pentru a exclude: closed-end fund, preference shares, depository receipts, mexican ordinary participation certificates, peruvian investment shares, cumulative preference shares, stapled securities, rights, units și alte titluri cu caracteristici speciale. Ulterior, urmând abordarea propusă de Karolyi și alții (2012) au fost excluse zilele în care mai mult de 90% din titluri listate pe o anumită piață de capital au rentabilități zero. În plus, conform atenționării Ince și Porter (2006) cu privire la frecvența erorilor în datele furnizate de Datastream, au fost eliminate rentabilitățile care depășesc 200%, sau rentabilitățile care au fost inversate în ziua următoare.

Din multitudinea de măsuri ale lichidității existente, în această lucrare am decis să utilizăm măsura lui Amihud. Aceasta fiind considerată de numeroase studii ca fiind unul din cele mai bune proxy-uri pentru analiza piețelor internaționale. Pentru reducerea impactului valorilor extreme și o mai ușoară interpretare, Karolyi a propus logaritmare și inversare valorilor obținute. Principalele surse a datelor sunt platforma Datastream și site-ul Worldbank. Iar pentru a măsura

Cultural Tightness Loosenes am folosit măsura propusă de Gelfand și alții, deoarece considerăm că surprinde mai bine percepția membrilor societății asupra normelor sociale.

Studiul nostru empiric poate fi împărțit în trei etape, confirmarea existenței și semnificativității relației dintre CTL și lichiditatea, validarea rezultatelor obținute cu ajutorul testelor de robustețe efectuate și analiza modalității prin care factorul decizional poate influența relația dintre cele două variabile.

În prima etapă utilizând regresii de tip Pooled OLS cu efecte fixe de timp și regresii de tip Tobit a fost confirmată relația sub formă de U inversat existentă între CTL și lichiditate. Coeficienții rămânând semnificativi la un prag de 1%, indiferent de construcția utilizată a modelului.

În cea de a doua etapă eșantionul de titluri a fost împărțit în funcție de nivelul de dezvoltare a țării, mărimea companiei și sectorul de activitate. Rezultatele obținute pentru toate sub-eșantioanele (mai puțin pentru companiile din sectorul asigurărilor) confirmă existența unei relații semnificative între CTL și nivelul de lichiditate a titlurilor. Ulterior, modelele rulate în prima etapă au fost rerulate utilizând regresii cu efecte aleatoare și regresii Tobit cu efecte aleatoare, rezultatele obținute confirmând încă odată robustețea modelului teoretic definit de noi.

În cea de a treia etapă, în modelul nostru a fost adăugată măsura educației financiare, cu scopul de a investiga impactul educației financiare asupra relației dintre CTL și lichiditatea titlurilor. În literatura de specialitate există numeroase studii care au analizat efectul educației financiare asupra diverselor decizii economice, arătând că majoritatea oamenilor au un nivel scăzut al educației financiare, care poate fi asociat cu sub-diversificarea portofoliilor, un nivel scăzut al investițiilor pe piața de capital, lipsa economiilor pentru bătrânețe, modificări frecvente cu privire la alocarea capitalului acumulat pentru pensionare, decizii financiare îndoielnice, comportament financiar iresponsabil (utilizarea exagerată a cardurilor de credit, supra-îndatorarea și altele).

Motiv din care în ultima parte a acestui studiu noi am decis să investigăm dacă nu cumva factorul decizional ar putea influența relația dintre cultură și lichiditatea pieței de capital, prin intermediul politicilor orientate spre creșterea nivelului de educație.

Rezultatele obținute confirmă aceasta ipoteză, mai mult de atât, acestea arată că un nivel ridicat al educației financiare poate inversa relația dintre CTL și lichiditatea titlurilor, adică cu cât

nivelul de educație financiară al investitorului este mai mare cu atât, acesta va trece mai ușor peste bias-ul cognitiv, luând decizia financiară corectă (rațională).

Efectul moderator al educației financiare asupra relației dintre CTL și lichiditate, are câteva implicații importante pentru decidenții politici și autoritățile de reglementare a piețelor financiare. În primul rând, după cum au arătat rezultatele obținute de noi în acest studiu, creșterea nivelului de educație financiară poate diminua efectul culturii asupra lichidității pieței, ceea ce înseamnă că autoritățile din țările cu un nivel scăzut al lichidității pieței de capital, pentru a crește nivelul de lichiditate ar trebui să i-a măsuri orientate spre creșterea nivelului de educație financiară. În al doilea rând, rezultatele obținute confirmă presupunerea noastră cu privire la faptul că nivelul de dezvoltare a unei piețe de capital este influențat de măsura în care societatea a reușit să găsească un echilibru între libertate și supunere. O piață de capital „sănătoasă” nu poate fi dezvoltată într-un mediu conservator și supra-reglementat, deoarece inovația este unul din principalele motoare ale dezvoltării, dar în același timp lipsa unor reguli clare și a unor mecanisme de control adecvate, duce la haos și lipsa încrederii populației în piața de capital.

SINTEZA CAPITOLUL IV

Dacă în capitolul trei al acestei lucrări ne am focusat pe normele sociale și diferențele existente între membrii aceleiași societăți, în cel de al patrulea capitol ne vom concentra pe impactul diferențelor dintre societăți diferite.

Diferențele reale și cele percepute între membrii unei societăți sau membrii unor societăți diferite au un impact semnificativ asupra deciziilor pe care le luăm. De fapt aceste diferențe duc la luarea unor decizii bias-ate. Deoarece, după cum arată numeroasele studii din domeniul psihologiei, noi tindem să îi plăcem mai mult pe oamenii care se aseamănă cu noi (vorbesc aceeași limbă, împărtășesc aceeași religie, au aceeași culoare a pielii, părului, ochilor s.a.). Acest bias unele studii îl explică prin faptul că majoritatea din noi preferă să rămână în zona de confort, să reducă probabilitatea apariției unor situații conflictuale. Adică îi plăcem mai mult pe oamenii care ni se aseamănă pentru că în subconștient asociem diferențele cu conflictul.

Întrebarea absolut naturală care apare în acest context este: “Care este legătura dintre lichiditatea pieței de capital, diferențele percepute și probabilitatea unui conflict?”. Aceasta este întrebarea la care ne propune să răspundem în acest studiu. Să începem de la faptul ca aceste diferențe în literatura de specialitate sunt de cele mai multe ori asociate cu conceptul de distanță (culturală, instituțională, economică, psihologică, geografică s.a), cu cât distanța este mai mare cu atât considerăm ca sunt mai multe diferențe.

Studiile din domeniul Managementului și Afacerilor Internaționale au pus întotdeauna un accent deosebit pe impactul distanței asupra deciziilor investiționale. Considerând că în procesul de internaționalizare o companie se confruntă cu o serie de decizii critice, cum ar fi unde și cât să investească, cum să organizeze și să controleze întreprinderile străine astfel încât să maximizeze beneficiile și să minimizeze riscurile și pierderile asociate. De fapt, conform lui Zaheer et al. 2012 “*Managementul internațional este managementul distanțelor*”. Distanța în acest context nu se referă doar la distanța geografică ci și la diferențele culturale, economice, administrative, instituționale, lingvistice, religioase și diverse combinații dintre acestea.

Citându-i pe Johanson și Vahlne (1977):

“Distanța reprezintă o barieră importantă în calea transferului informațional, crescând nivelul de incertitudine și ambiguitate pe care investitorii o întâlnesc atunci când doresc să intre pe o piață nouă”

Până în anul 1988 majoritatea studiilor din domeniul Afacerilor Internaționale erau concentrate pe impactul distanței geografice. Odată cu apariția lucrărilor lui Hofstede (1980) și Kogut și Singh (1988) focusul s-a mutat treptat către distanța culturală. În urma numeroaselor critici aduse distanței culturale la începutul anilor 2000 (în special de Shenkar), au început să apară tot mai multe studii care au încercat să îmbunătățească și să extindă conceptul, construind distanțele instituțională și psihică.

Conceptul de distanță culturală se referă în esență la diferențele culturale dintre două țări, din punct de vedere al dimensiunilor culturale (cele mai frecvent utilizate fiind dimensiunile lui Hofstede, 1980), agregate cu ajutorul unui indice compozit.

Cho și Padmanabham (2005) subliniază faptul că de la crearea de către Hofstede (1980) a renumitelor dimensiuni ale culturii și includerea acestora de către Kogut și Singh (1988) într-un indice compozit al distanței culturale, cercetătorii au folosit-o extensiv în explicarea diferențelor în performanța, strategia și impactul companiilor la nivel internațional, *„până în punctul în care nici un studiu din domeniul afacerilor internaționale nu poate fi considerat complet decât dacă include o variabilă de control explicită pentru distanța culturală”*.

Termenul de distanță psihică a fost utilizat pentru prima dată de Beckerman (1956) în cadrul lucrării sale cu privire la fluxurile comerciale europene. Deși autorul nu a oferit o definiție clară a conceptului, utilizând-l doar în notele de final al lucrării. Autorul evidențiază faptul că într-un context similar, cu aceleași costuri implicate, un antreprenor italian aproape întotdeauna va prefera să colaboreze cu un furnizor elvețian decât cu unul turc, considerându-l pe primul „mai apropiat” din punct de vedere psihologic. Mai târziu, în anii ‘70 conceptul este preluat de cercetătorii de la Universitatea Uppsala, care formalizează prima definiție, referindu-se în special la *„diferențele în limbile vorbite, cultură, sistemele politice și nivelul de dezvoltare industrială”*, mai târziu studii precum Boyacigiller (1990) au sugerat adăugarea la aceasta listă a *„diferențelor religioase, formei de guvernare, dezvoltarea economică și nivelele de emigrare”*.

În domeniul Afacerilor Internaționale există numeroase studii care au arătat impactul distanței asupra:

- **decizia de export** (Wierdesheim-Paul și alții 1978; Holzmuller și Kasper, 1990; Fletcher și Bohn, 1998);
- **selecția pieței** (atât pentru export – Johanson și Valhne, 1977; Dow, 2000; cât și pentru investiții directe – Green și Cunningham, 1975; Davidson, 1980; Terpstra și Yu, 1988;

Grosse și Trevino, 1996; Barkema, 1996; Dow, 2000; Habib și Zurawicki, 2002; Brewer, 2007; Buckley și alții 2008; Dow și Ferencikova, 2010; Palmero și alții, 2013);

- **decizia modului de intrare pe piață** (atât cu privire la gradul de deținere – Chang și Rosenweig, 2001; Brouthers și alții, 2001; Tihanyi și alții 2005; cât și cu privire la achiziție sau infuzie de capital - Shaver, 1998; Padmanabhan și Cho, 1999; Brouthers și Brouthers, 2000; Harzing, 2002; Dow și Larimo, 2009);
- **performanța internațională** (O’Grady și Lane, 1996; Evans și Mavondo, 2002; Pothukuchi și alții, 2002; Brouthers, 2002; Evans și alții, 2008; Dikova, 2009; Griffith și Dimitrova, 2014);
- **gradul de adaptare pe piețele străine** (Mueller, 1991; Dow, 2001; Sousa și Bradley, 2005);
- **transferul de know-how și relațiile inter-organizaționale** (Dinur și alții 2009; Reus și Rotting, 2009; Sarala și Vaara, 2010;)

Mai mult de atât, în domeniul Afacerilor Internaționale există și un instrument numit CAGE framework, creat de profesorul Pankaj Ghemawat (2004) cu scopul de a ajuta companiile în procesul de luare a deciziilor de internaționalizare.

Tabel 3. CAGE Framework

Perechea de țări	Distanța culturală (C)	Distanța administrativă (A)	Distanța geografică (G)	Distanța economică (E)
	Limbi diferite; Etnii diferite; Lipsa conexiunilor etnice sau a rețelelor sociale; Religii diferite; Lipsa încrederii; Valori și norme diferite;	Lipsa legăturilor colonial; Lipsa unor parteneriate regionale comune; Lipsa unei valute comune; Ostilitate politică;	distanța fizică; lipsa unor frontiere comune; diferențe între fusurile orare; diferențe climatice;	diferențe între nivelul veniturilor; diferențe din punct de vedere al costului și calității resurselor naturale, financiare și umane; diferențe din punct de vedere al mediului informațional și al nivelului de cunoștințe;
A – B
A – C

Practic pentru fiecare pereche de țări este calculată distanța din punct de vedere Cultural, Administrativ, Geografic și Economic, perechea de țări cu cea mai mică distanță între ele este considerată cea mai potrivită pentru a demara procesul de internaționalizare.

În acest studiu, noi ne am propus să utilizăm cadrul teoretic creat de studiile din domeniul Afacerilor Internaționale și să îl aplicăm în analiza activității de tranzacționare de pe piețele de

capital. Mai exact, am luat una din cele mai exhaustive metode existente de estimare a distanței psihice, propusă de Dow și Karunaratna (2006), cu ajutorul căreia am calculat distanța psihică dintre SUA și un eșantion de 44 de țări, și am investigat în ce măsură această distanță influențează nivelul de lichiditate al piețelor de capital din aceste țări.

Conform metodologiei utilizate, distanța psihică este o măsura agregată a șase stimuli : cultura, limba, religia, nivelul de educație, sistemul politic și nivelul de dezvoltare industrială. Fiecare dintre acești șase stimuli reprezintă o măsură a diferențelor percepute de investitor între țara de origine și țara gazdă. Adică, teoretic, am putea considera distanța psihică o măsură a „familiarității” percepute de investitorii americani asupra celor 44 de țări, iar după cum au arătat studii precum Grinblatt și Keloharju (2001), Chan și alții (2005) și Beugelsdijk și Frijns (2010) și numeroase alte studii din literatura financiară, gradul de familiaritate perceput de investitor are un impact semnificativ asupra deciziilor de alocare a capitalului pe piețele internaționale. Prin urmare, putem considera că acest studiu vine în completarea acestei ramuri din literatura financiară, prin utilizarea unei măsuri împrumutate din domeniul Afacerilor Internaționale pentru a analiza efectul „familiarității” țărilor asupra lichidității piețelor de capital .

În acest scop, a fost rulată o serie de regresii cu efecte fixe de timp, rezultatele cărora au arătat că, cu cât distanța psihică față de SUA este mai mare, cu atât nivelul de lichiditate al pieței este mai mic, fapt confirmat și de analiza individuală a fiecărei componente a distanței psihice. Aceasta relație este semnificativă atât pe piețele de capital din țările dezvoltate, cât și pe piețele de capital din țările emergente. Robustețea rezultatelor obținute a fost confirmată atât prin utilizarea unor măsuri alternative ale distanței psihice și distanței culturale, cât și prin instrumentarea distanței psihice cu ajutorul distanței geografice. Coeficienții au rămas negativi și semnificativi chiar și după includerea în model a unor variabile de control cu privire la nivelul de dezvoltare economică, stabilitatea macroeconomică, nivelul de dezvoltare a pieței de capital, gradul de protecție al investitorilor, libertatea presei și a gradelor de concentrare a pieței.

Din punctul nostru de vedere, distanța psihică are un impact semnificativ asupra lichidității pieței prin intermediul a trei canale: asimetria informațională, costul de tranzacționare și activitatea de tranzacționare, fiecare din cele trei canale afectând, pe de o parte prezența și activitatea de tranzacționare a investitorilor străini, iar pe de altă parte intensitatea de tranzacționare a investitorilor locali (atât pe piața locală cât și pe piața de capital din SUA).

Asimetria informațională apare natural în momentul în care discutăm despre o piață de capital aflată într-o țară depărtată, cu o cultură diferită, limbă proprie și o religie nu foarte răspândită (de ex: Japonia). Din acest punct de vedere, distanța psihică poate fi văzută ca o măsură a „frecțiunilor informaționale”, a căror efect asupra activității de tranzacționare a fost larg studiat în literatura financiară.

Un investitor străin va fi nevoit să investească timp și bani pentru a putea monitoriza eficient evoluțiile unei astfel de piețe și tot există posibilitatea ca acesta să fi interpretat eronat o anumită informație sau semnal de pe piață. În acest context, investitorii străini vor prefera să investească într-o piață de capital mai „apropiată”, sau dacă vor investi pe acea piață, vor avea întotdeauna suspiciunea că contrapartida (tranzacției) deține informații în plus, și vor fi reticenți în a efectua tranzacția, crescând semnificativ spread-ul între prețul de cumpărare și prețul de vânzare. Totodată, timpul și banii investiți pentru diminuarea discrepanțelor existente între investitorii locali și investitorii străini, vor crește semnificativ costul de tranzacționare, punând și mai multă presiune asupra rentabilităților înregistrate de investitorul străin, deci, implicit, și asupra numărului și a volumului tranzacțiilor efectuate de acesta. Astfel, cu cât asimetria informațională este mai mare, cu atât este mai mare și costul de tranzacționare, pe de o parte prin prisma costului obținerii și interpretării informațiilor, iar pe de altă parte prin prisma (bid-ask spread) diferenței dintre prețul de vânzare și prețul de cumpărare al activului, care va fi mult mai mare dacă una din părți consideră că cealaltă deține informații privilegiate.

Impactul distanței psihice asupra activității de tranzacționare poate fi analizat din mai multe perspective. Pe de o parte, prin prisma prezenței investitorilor străini (instituționali și retail) pe piața de capital, care, după cum spuneam mai devreme, este determinată de „familiaritatea” pieței de capital, și care, la rândul său, influențează calitatea guvernării firmelor locale și eficiența informațională a pieței.

Conform teoriei agentului investitorii instituționali străini îmbunătățesc calitatea guvernării prin prisma monitorizării „îndeaproape” a deciziilor managementului, iar eficiența informațională este crescută datorită încorporării rapide în preț a informațiilor obținute în procesul de monitorizare. În plus, prezența investitorilor instituționali străini pe piața de capital locală are un impact pozitiv asupra percepției pe care o au ceilalți investitori străini asupra pieței. Pe de altă parte, însăși activitatea de tranzacționare a investitorilor străini are un impact pozitiv asupra volumului de tranzacționare, prin prisma reducerii costului de tranzacționare. Adică, cu cât este

mai mare volumul de tranzacționare de pe piață, cu atât costul de tranzacționare este mai mic, iar cu cât costul de tranzacționare este mai mic, cu atât volumul de tranzacționare crește și mai mult.

Așadar, cu cât distanța psihică este mai mică, cu atât numărul și volumul de tranzacțiilor efectuate de investitorii străini este mai mare, iar cu cât volumul de tranzacționare al investitorilor străini este mai mare, cu atât scade costul de tranzacționare și crește eficiența informațională, iar cu cât scade costul de tranzacționare și crește eficiența informațională cu atât crește lichiditatea și performanța pieței de capital.

CONCLUZII ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

Asistăm în ultimele două decenii la o treptată schimbare a paradigmei economice. Această schimbare determinată de criza financiară din 2008 și intensificată de pandemia Covid-19 a afectat multiple ramuri ale științei economice, un impact deosebit însă l-a avut asupra finanțelor comportamentale.

Întemeiat la începutul anilor '80² ca și răspuns la multiplele critici adresate teoriilor clasice, domeniul Finanțelor Comportamentale se află la limita dintre finanțe, psihologie, sociologie și antropologie³. Noua abordare interdisciplinară, adusă de finanțele comportamentale, a permis analiza comportamentului investitorului dintr-o nouă perspectivă, cea a procesului subiectiv de luare a deciziilor financiare și a bias-urilor asociate cu acesta.

Unii autori precum Schleifer (2000), Gromb și Vayanos (2010) sau Baker (2009) s-au focusat pe analiza impactului bias-urilor psihologice asupra deciziilor investiționale, alții însă cum ar fi Grinblat și Keloharju (2001), Chan și alții (2005), Chui și alții (2010) sau Eun și alții (2015), au mers mai departe, investigând factorii care ar putea determina aceste bias-uri. Printre cei mai importanți factori în acest sens, autorii evidențiază cultura, analizată prin prisma valorilor/dimensiunilor culturale.

În această lucrare, noi ne am propus să extindem analiza impactului culturii asupra pieței de capital, investigând în special efectul acesteia asupra lichidității titlurilor. În acest sens, în prima parte a studiului empiric a fost analizat impactul stricteții normelor sociale asupra lichidității titlurilor din 26 de țări dezvoltate și 19 țări emergente. Strictețea normelor sociale și toleranța față de comportamentul deviant fiind estimate cu ajutorul măsurii de cultural tightness-looseness (CTL) construite de Gelfand și alții (2011). Rezultatele obținute sugerează ca există o relație non-liniară (sub forma de U inversat) între CTL și lichiditatea titlurilor, și că țările caracterizate de un nivel moderat al CTL-ului sunt în general țări cu piețe de capital mai lichide. În același timp, am arătat că unul din mecanismele prin care decidenții politici ar putea influența relația dintre cele două variabile este educația financiară. Astfel, țările cu un nivel ridicat/scăzut al CTL-ului își pot

² Pornind de la Teoria Perspectivei lansată de Kahneman și Tversky (1979), studii precum De Bondt și Thaler (1985) și Shefrin și Statman (1985) au pus bazele a ceea ce numim astăzi finanțe comportamentale.

³ Citându-l pe Statman (2014) „finanțele comportamentale sunt finanțele despre oameni normali, oameni ca mine și tine, pe când finanțele clasice sunt despre oameni raționali”. Autorul evidențiază faptul că oamenii normali nu sunt iraționali, doar că în unele cazuri aceștia se lasă influențați de bias-urile și erorile cognitive.

îmbunătăți lichiditatea piețelor de capital prin intermediul unor măsuri orientate spre creșterea nivelului de educație financiară. Înțelegerea conceptelor financiare și a mecanismelor pieței de capital facilitează depășirea de către investitor a bias-urilor cognitive, manifestate prin sub-/supra-estimarea riscurilor, sub-/supra-încrederea în abilitățile proprii, nonconformism, locus de control extern și altele.

În cea de a doua parte a studiului nostru empiric, împrumutând conceptul de distanță psihică din domeniul Afacerilor Internaționale, ne am focusat pe impactul diferențelor percepute de către investitori între țara de origine și țara de destinație a investițiilor. Mai exact utilizând măsura construită de Dow și Karunaratna (2006) am analizat impactul distanței psihice față de SUA asupra lichidității piețelor de capital din 45 de țări. Conform rezultatelor obținute cu cât distanța psihică față de SUA este mai mare cu atât lichiditatea pieței de capital din țara analizată este mai mică. În plus, am arătat că distanța psihică este o construcție diferită față de distanța culturală, și că impactul acesteia asupra lichidității pieței este mai pronunțat în cazul țărilor dezvoltate. Analizând pe de o parte impactul componentelor/stimulilor distanței psihice, iar pe de altă parte factorii care influențează percepția investitorilor asupra acestei distanțe, putem concluziona că unul din mecanismele prin care decidenții politici (din țările cu un nivel scăzut de lichiditate al piețelor de capital) ar putea influența nivelul lichidității este prin intermediul măsurilor orientate către reducerea discrepanțelor existente între nivelele de educație⁴. Dow (2009) arată că percepția investitorilor cu privire la distanța dintre țara de origine și țara de destinație este influențată de gradul de cunoaștere a limbii și religiei locale precum și experiența călătoriilor anterioare în acea țară.

În calitate de direcții viitoare de cercetare considerăm că ar fi interesantă extinderea studiului efectuat asupra distanței psihice prin construirea unei măsuri de tipul „distanța față de bogăție” (distance to wealth), cu ajutorul căreia, teoretic am surprinde mai bine potențialul țării de a atrage investitori străini din țările dezvoltate. În plus, luând în considerare discrepanțele mari între țările din eșantionul nostru din punct de vedere al numărului de titluri și volumului de tranzacționare, ar fi interesantă analiza impactului distanței psihologice asupra lichidității la nivel de titlu, controlând pentru factori specifici companiei, cum ar fi mărimea, profitabilitatea sau industria din care face parte.

⁴ Conform rezultatelor obținute în capitolul 4 al acestei lucrări, diferența între nivelele de educație din țara de origine și țara gazdă, este una din cele mai semnificative componente ale distanței psihice.

REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

- Abdi, F., Ranaldo, A., (2017). A simple estimation of bid-ask spreads from daily close, high, and low prices. *Review of Financial Studies*. 30 (12), 4437–4480
- Acharya, V.V., Pedersen, L.H., (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77 (2), 375–410
- Acker, D., Stalker, M. and Tonks, I. (2002) ‘Daily closing inside spreads and trading volumes around earnings announcements’, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, Nos. 9–10, pp.1149–1179
- Admati A. and P. Pfleiderer. The “wall street walk” and shareholder activism:Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22:2645–2085, 2009
- Ahmed, A., Ali, S., (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity:Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13 (2), 148–165.
- Agarwal P. (2009). Institutional ownership, liquidity and liquidity risk. Cornell University. PhD Thesis.
- Aggarwal, R., Goodell, J.W., (2010). Financial markets versus institutions in European countries: influence of culture and other national characteristics. *International Business Review* , 19 (5), 502–520.
- Aggarwal, R., Kearney, C., & Lucey, B. (2012). Gravity and culture in foreign portfolio investment. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 525–538
- Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1)
- Ahn, H-J., Bae, K-H. and Chan, K. (2001) ‘Limit orders, depth, and volatility: evidence from the stock exchange of Hong Kong’, *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, pp.767–787
- Ahn, H. J., Cai, J., and Hamao, Y. (2007). Tick size change and liquidity provision on the Tokyo Stock Exchange. *Journal of the Japanese and International Economics*, 21(2), 173–194
- Ahn, H. J., Cai, J., Hamao, Y., & Melvin, M. (2014). Little guys, liquidity, and the informational efficiency of price: Evidence from the Tokyo Stock Exchange on the effects of small investor participation. *Pacific Basin Finance Journal*, 29, 163–181.
- Ailon, G. (2008). Mirror, Mirror on the Wall: Culture’s Consequences in A Value Test of its Own Design. *Academy of Management Review*, 33(4), 885–904.
- Aitken, M., and Comerton-Forde, C. (2003). How should liquidity be measured? *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(1), 45–59

Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton University Press.

Alan, N.S., Hua, J., Peng, L. and Schwartz, R.A. (2015) Stock Resiliency and Expected Returns, *Working Paper*

Allen, F., Gale, D., (1999). Bubbles, crises, and policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), 9–18.

Aman H., Moriyasu H. (2022) , "Effect of corporate disclosure and press media on market liquidity: Evidence from Japan", *International Review of Financial Analysis*, Elsevier

Ambos, B. Leicht-Deobald, U. & Leinemann, A.(2019) Understanding the Formation of Psychic Distance Perceptions: Are Country-level or Individual-level Factors more Important? *International Business Review*, 28 660-671

Amihud, Y., (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *J. Financial Mark.* 5 (1), 31–56.

Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., Zhang, H., (2015). Stock liquidity and the cost of equity capital in global markets. *Journal of Applied Corporate Finance* , 27 (4), 68–74.

Amihud, Y., Mendelson, H., (1988). Liquidity and asset prices: Financial management implications. *Financial Management* 5–15.

Amihud, Y., Mendelson, H., (2000). The liquidity route to a lower cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (4), 8–25.

Amihud Y. and Mendelson H. (2008) Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20:32–45.

Amihud, Y. Hameed, A.,Kang, W., and Zhang, H. (2015) The Illiquidity Premium: International Evidence. *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 117, No. 2.

Anderson, H. D., and Peng, Y. (2014). From cents to half-cents and its liquidity impact. *Pacific Accounting Review*, 26(3), 160–176.

Anginer, D., (2009) Liquidity Clienteles: Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors . *World Bank Policy Research Working Paper* No. 5318.

Aren, S., & Aydemir, S. D. (2014). A literature review on financial literacy. *Journal of Financial Researches and Studies*, 5(11), 33-49.

Aren, S. and Aydemir S. (2015) The moderation of financial literacy on the relationship between individual factors and risky investment intention. *International Business Research*, Vol.8, No 6.

Asquith, O., Healy, P., Palepu, K., (1989). Earnings and stock splits. *Accounting Review* 64, 387–403

Atawnah, N., Balachandran, B., Duong, H.N., Podolski, E.J., (2018). Does exposure to foreign competition affect stock liquidity? Evidence from industry-level import data. *J. Financial Mark.* 39, 44–67.

Attig, A., Gadhomm, Y., & Lang, L. H. P. (2003). Bid-ask spread, asymmetric information and ultimate ownership. EFMA Conference in Helsinki.

Avloniti, A., Filippaios, F. (2014). Unbundling the differences between Psychic and Cultural Distance: An empirical examination of the existing measures. *International Business Review* 23 (3), 660-674

Bacidore, JM (1997). The impact of decimalization on market quality: An empirical investigation of the Toronto Stock Exchange. *Journal of Financial Intermediation*, 6, 92–120

Bacidore, J. M., and G. Sofianos. (2002) “Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-Listed NonU.S. Stocks.” *Journal of Financial Economics*, 63 133–158

Bagehot, W., (1971), The Only Game in Town, *Financial Analysts Journal*, 22, 12-14

Bai, M. and Qin, Y. (2014), “Short-sales constraints and liquidity change: cross-sectional evidence from the Hong Kong market”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 26, pp. 98-122

Baker, K. (1996). Trading Location and liquidity- An Analysis of US dealer and Agency Markets for Common Stocks. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 5(4)

Baker M.,(2009). Capital market-driven corporate finance. *Annu. Rev. Financ. Econ.* 1:181–205

Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271–299.

Barkema, H. G., Bell, J. H. J., & Pennings, J. M. (1996). Foreign entry, cultural barriers, and learning. *Strategic Management Journal*, 17(2), 151–166.

Balakrishnan, K., Billings, M.B., Kelly, B., Ljungqvist, A., (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *Journal of Finance*, 69 (5), 2237–2278.

Baldwin, R.E., Forslid, R., (2000). Trade liberalisation and endogenous growth: a q-theory approach. *J. Int. Econ.* 50 (2), 497–517.

Banerjee, S., Gatchev, V., & Spindt, P. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-397

Barber, B., Odean, T., (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics* 116, 261 – 292

Barberis, N., Thaler, R., (2003). A survey of behavioral finance. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. North-Holland, Amsterdam.

- Barclay, M.; Christie, W.; Harris, J.; Kandel, E. and Schultz, P., (1999), Effects of Market Reform on the Trading Costs and Depths of NASDAQ Stocks, *Journal of Finance*, 54,1-34.
- Barkema, H. G., Bell, J. H., & Pennings, J. M. (1996). Foreign entry, cultural barriers, and learning. *Strategic Management Journal*, 17(2), 151–166.
- BAYER, P., BERNHEIM, B.D, SCHOLZ, J.K. (1996). The effects of financial education inthe workplace: evidence from a survey of employers, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, *Working Paper* 5655, pp.1-29
- Bayer, C. Born, B. and Luetticke, R, (2020).The Liquidity Channel of Fiscal Policy CESifo *Working Paper* No. 8374
- Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell. (2008) “What Matters in Corporate Governance?” *Review of Financial Studies* 22 (2): 783–827
- Beber, A. and Pagano, M. (2013), “Short-selling bans around the world: evidence from the 2007-09 crisis”, *Journal of Finance*, Vol. 68 No. 1, pp. 343-381.
- Beber, A., Driessen, J., & Tuijp, P. (2011). Pricing Liquidity Risk with Heterogeneous Investment Horizons. SSRN Electronic Journal
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *Review of Financial Studies*, 20(6), 1783–1831.
- Ben-Raphael, A., Kadan, O., Wohl, A., (2015). The diminishing liquidity premium. *J. Financ. Quant. Anal.* 50 (1-2), 197–229.
- Benston, G. J., & Hagerman, R. (1974). Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1, 353–364.
- Bernstein, S., (2015). Does going public affect innovation? *Journal of Finance* 70 (4),1365–1403.
- Bernstein, P.L., (1987). Liquidity, stock markets, and market makers. *Financ. Manage.* 54–62.
- Berry, H., Guillén, M. & Zhou, N. (2010) An institutional approach to cross-national distance. *J Int Bus Stud* 41, 1460–1480
- Bervas, A., (2006). Market liquidity and its incorporation into risk management. *Financial Stability Review* 8 (May), 63–79.
- Bharath,S. Jayaraman,S., and Nager.V., (2013) Exit as governance: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 68:2515–2547
- Bhattacharya, U., Daouk, H., (2002). The world price of insider trading. *Journal of Finance* 57, 75–108

- Bhide, A. (1993), "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity." *Journal of Financial Economics*, 34, 31–51.
- Biais, B., Foucault, T., Hillion, P., (1997). *Microstructure Des Marchés Financiers: Institutions, Modèles Et Tests Empiriques*. Presses universitaires de France, Paris.
- Biasutti, R., (1954) *Le Razze e i Popoli Della Terra*, Vol. I (Turin: UTET)
- Black, F. (1971). Towards a Fully Automated Exchange. *Financial Analysts Journal*, 27, 28-35
- Blau, B.M., (2017). Social trust and the liquidity of cross-listed securities. *J. Bus. Res.* 78, 155–171.
- Blau, B., Van Ness, R., Warr, R., (2012). Short selling of ADRs and foreign market short-sale constraints. *Journal of Banking and Finance* 36, 886–897.
- Boehmer, Ekkehart, and Julie Wu, (2012), Short selling and the price discovery process, *Review of Financial Studies*
- Bollen, NPB and RE Whaley (1998). Are "teenies" better? *Journal of Portfolio Management*, 25, 10–24.
- Bolton, P., & Von Thadden, E. (1998). Block, liquidity, and corporate Control. *Journal of Finance*, 53, 1–25
- Bond, M. H. (1997). Adding value to the cross-cultural study of organizational behavior. In P. C. Earley & M. Erez (Eds.), *New perspectives in international industrial/organizational psychology* (pp. 256–275). San Francisco: New Lexington Press
- Booth, J., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41, 291–310.
- Bourghelle, D., and Declerck, F. (2004). Why markets should not necessarily reduce the tick size. *Journal of Banking and Finance*, 28(2), 373–398.
- Brav, A., Jiang W., and Kim H. (2010) Hedge fund activism: A review. *Foundations and Trends in Finance*, 4:185–246.
- Brennan, M.J., Copeland, T.E., (1988). Stock splits, stock prices, and transaction costs. *Journal of Financial Economics* 22, 83-101.
- Brennan, M.J., Hughes, P.J., (1991). Stock prices and the supply of information. *Journal of Finance* 46, 1665–1691
- Brennan, M., Huh, S.-W., & Subrahmanyam, A. (2013). An Analysis of the Amihud Illiquidity Premium. *Review of Asset Pricing Studies*, 3(1), 133–176.
- Brewer, P. (2007). Operationalizing psychic distance: A revised approach. *Journal of International Marketing*, 15(1), 44–66.

- Brock, J.K-U., Johnson, J.E., Zhou, J.Y., (2011) Does distance matter for internationally oriented small firms? *Industrial Marketing Management* 40 (3), 384-394
- Brockman P. and Chung D.,(2001) Managerial timing and corporate liquidity: Evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61:417–448
- Brockman, P., and D. Y. Chung.(2003) “Investor Protection and Firm Liquidity.” *Journal of Finance*, 58, 921–937
- Brockman, P., Chung, D.Y., & Perignon, C. (2009). Commonality in liquidity: a global perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 851-882
- Brockman, P., Chung, D.Y., Yan, X.S., (2009) Block ownership, trading activity, and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 44 (6), 1403–1426.
- Brockman, P., Howe, J. S., & Mortal, S. (2008). Stock market liquidity and the decision to repurchase. *Journal of Corporate Finance*, 15(70572065), 66–79.
- Brockman, P., and E. Unlu. (2009) “Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt.” *Journal of Financial Economics* 92 (2): 276–299
- Brogaard, J., D. Li, and Y. Xia (2017) “Stock Liquidity and Default Risk.” *Journal of Financial Economics* 124 (3):486–502.
- Brouthers, K. D. (2002) Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance. *Journal of International Business Studies*, 33(2): 203-21.
- Brouthers, K. D. & L. E. Brouthers (2000) Acquisition or Greenfield Startup? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences. *Strategic Management Journal*, 21(1): 89-97
- Brouthers, K. D. & L. E. Brouthers (2001) Explaining the National Cultural Distance Paradox. *Journal of International Business Studies*, 32(1): 177-92.
- Brunnermeier, M.K. and Pedersen, L.H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238
- Buckley, P. J., Clegg, L. J., Cross, A. R., Liu, X., Voss H., & Zheng, P. (2007). The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 38(4), 499–518
- Buckley, P., Devinney, T., Louviere, J., (2007) Do managers behave the way theory suggests? A choice-theoretic examination of foreign direct investment location decision-making. *Journal of International Business Studies* 38, 1069–1094
- Butler A., Grullon G., and Weston J, (2005), Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40:331–348
- Chalmers, J.M.R., Kadlec, G.B., (1998) An empirical examination of the amortized spread. *J. Financ. Econ.* 48 (2), 159–188

- Chan, K., Covrig, V., NG, L., (2005) What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *Journal of Finance* , 60 (3), 1495–1534
- Chang, Eric C., Joseph W. Cheng, and Yinghui Yu, (2007), Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong market, *Journal of Finance* 62, 2097–2121
- Chang, Y.Y., Faff, R., Hwang, C.-Y., (2010). Liquidity and stock returns in Japan: new evidence. *Pacific Basin Finance Journal*,. 18 (1), 90–115
- Chang, S-J. & P. M. Rosenzweig (2001) The Choice of Entry Mode in Sequential Foreign Direct Investment. *Strategic Management Journal*, 22(8): 747-76.
- Charoenrook, A., Daouk,H., (2009) A study of market wide short selling restrictions. *Unpublished working paper*, Cornell University
- Chen, W.-P., Chung, H., Lee, C. and Liao, W.-L. (2007), “Corporate governance and equity liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 No. 4, pp. 644-660.
- Chen, Y., Hu, G., Yu, D. B., & Zhao, J. (2019). Catastrophic risk and institutional investors: Evidence from institutional trading around 9/11. *Pacific Basin Finance Journal*, 56, 211–233.
- Cheng, F., Chiao, C., Wang, C., Fang, Z., Yao, S., (2021) Does retail investor attention improve stock liquidity? A dynamic perspective. *Econ. Model.* 94, 170–183.
- Child, J., Ng, S. H., & Wong, C. (2002). Psychic distance and internationalization. *International Studies of Management and Organizations*, 32(1), 36–56
- Child, J., Rodrigues, S.B., Frynas, J.G., (2009) Psychic Distance, its Impact and Coping Modes: Interpretations of SME Decision Makers. *Management International Review* 49,199-224.
- Cho, K. R., and P. Padmanabhan. (2005) Revisiting the role of cultural distance in MNCs foreign ownership mode choice: the moderating effect of experience attributes. *International Business Review* 307-324.
- Choi, W.G., Cook, D. (2005). Stock market liquidity and the macroeconomy: evidence from Japan. *IMF Working Paper*, 05/6
- Choi, J. J., Lam, K. C. K., Sami, H., Zhou, H., (2013), Foreign ownership and information asymmetry, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 42, 141-166
- Chordia, T., Shivakumar, L., & Subrahmanyam, A. (2004). Liquidity dynamics across small and large firms. *Economic Notes*, 33, 111-143.
- Chordia, T., Roll, R. and Subrahmanyam, A. (2000) Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics* 56: 3–28

Chordia, T., Sarkar, A. and Subrahmanyam, A. (2005). An empirical analysis of stock and bond market liquidity. *Review of Financial Studies*, 18(1), 85-129

Chordia, T., Subrahmanyam, A. and Anshuman, V. (2001) Trading activity and expected stock returns. *Journal of Financial Economics* 59: 3–32.

Chowdhury, A., Uddin, M., Anderson, K., (2017), Liquidity and Macroeconomic Management in Emerging Markets, *Emerging Markets Review*

Chuang, W.I. and Lee, H.C. (2010), “The impact of short-sales constraints on liquidity and the liquidity-return relations”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18 No. 5, pp. 521-535

Chui, Andy C.W., Alison Lloyd, and Chuck C. Y. Kwok, (2002), “The Determination of Capital Structure: Is National Culture a Missing Piece to the Puzzle?” *Journal of International Business Studies* 33,99-127.

Chui, Andy C. W., Sheridan Titman, and K. C. John Wei, (2010), “Individualism and Momentum around the World,” *Journal of Finance* 65, 1, 361-392

Chung, H. (2006) “Investor Protection and the Liquidity of Cross-Listed Securities: Evidence from the ADR Market.” *Journal of Banking and Finance*, 30, 1485–1505.

Chung K., Elder J., and Kim J. (2010) Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45:265–291

Chung, K. H., & Zhang, H. (2014). A simple approximation of intraday spreads using daily data. *Journal of Financial Markets*, 17, 94-120.

Coffee, J. C. (1991) “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor.” *Columbia Law Review*, 91 , 1277–1368.

Cohen L, Lou D. (2012). Complicated firms. *Journal of Financial Economics*, 104:383–400

Cooper, S. Kerry, Groth, John, Avera, William, (1985). Liquidity, exchange listing, and stock return performance. *J. Econ. Bus.* 37, 19–33

Cooper, I, and Kaplanis E, (1994), Home bias in equity portfolios, inflation hedging and international capital market equilibrium, *Review of Financial Studies* 7, 45-60.

Coppejans, M., Domowitz, I. and Madhavan, A. (2004) Resiliency in an Automated Auction, *Working Paper*

Corwin, S.A., Schultz, P., (2012). A simple way to estimate bid–ask spreads from daily high and low prices. *Journal of Finance* 67 (2), 719–760.

Coughenour, J.F., Saad, M.M., (2004). Common market makers and commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics* 73, 37–69.

- Cubillas, E., González, F.,(2014). Financial liberalization and bank risk-taking: international evidence. *J. Financ. Stabil.* 11, 32–48
- Dang, T. L., Moshirian, F., & Zhang, B. (2019). Liquidity shocks and institutional investors. *North American Journal of Economics and Finance*, 47, 184–209
- Datar, V.T., Naik, N.Y., Radcliffe, R., (1998). Liquidity and stock returns: an alternative test. *J. Financ. Mark.* 1 (2), 203–219
- Demsetz, H. (1968) The cost of transacting. *Quarterly Journal of Economics* 82: 33.
- DeBruine, L., M., (2002) "Facial Resemblance Enhances Trust," *Proceedings of the Royal Society of London B*, 269 , 1307-1312
- Dhar, R., Goetzmann, W.N., Shepherd, S., Zhu, N., (2003). The Impact of Clientele Changes: Evidence from Stock Splits, *Working Paper*. Yale University
- Diamond, D.W., Verrecchia, R.E., (1987). Constraints on short selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics* 18, 277–311
- Diamond, D. W., Verrecchia, R. E., (1991) Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46, 1325-1359.
- Dikova, D. (2009). Performance of foreign subsidiaries: Does psychic distance matter? *International Business Review*, 18(1): 38–49
- Ding, M. F., Nilsson, B., and Suardi, S. (2017). Foreign institutional investment, ownership, and liquidity: real and informational frictions. *Financ. Rev.* 52, 101–144.
- Dinur, A., Hamilton, R.D. and Inkpen, A.C. (2009). Critical context and international intrafirm best-practice transfers. *Journal of International Management*, 15, pp. 432–446
- Dong, J., Kempf, A. and Yadav, P.K. (2007) Resiliency, the Neglected Dimension of Market Liquidity: Empirical Evidence from the New York Stock Exchange, *Working Paper*.
- Dow, D. (2000) A note on psychic distance and export market selection. *Journal of International Marketing* 8 51-64.
- Dow, D. (2001). The adaptation of host market positioning strategies: Empirical evidence from Australia. *Journal of International Marketing*, 9(3), 41–62.
- Dow, D. (2009). Factors influencing perceptions of psychic distance. San Diego, CA: Academy of International Business.
- Dow, D. (2014). Distance in international business research: Are we really making any progress? In M. Laaksonen, A. Arslan, & M. Kontkanen (Eds.), *Contributions to international business: Essays in honour of Professor Jorma Larimo* (pp. 119–140). Vaasa: University of Vaasa
- Dow D. (2018), Are we at a Turning Point for Distance Research in International Business Studies?" In *Distance in International Business: Concept, Cost and Value*. Publicat online.

- Dow D. & Ferencikova, S., (2010) "More than just national cultural distance: Testing new distance scales on FDI in Slovakia," *International Business Review*, Elsevier, vol. 19(1), 46-58
- Dow, D., & Karunaratna, A. (2006). Developing a multidimensional instrument to measure psychic distance stimuli. *Journal of International Business Studies*, 37(5), 575–577
- Dow, D., Larimo, J. (2011) Disentangling the Roles of International Experience and Distance in Establishment Mode Choice. *Management International Review* 51 (3), 321-355.
- Drienko, J., Smith, T., von Reibnitz, A., (2018). A review of the return-illiquidity relationship. *Crit. Finance Rev.* 8 (1-2), 1
- Drogendijk, R., Martin, M.O. (2015) Relevant dimensions and contextual weights of distance in international business decisions: Evidence from Spanish and Chinese outward FDI. *International Business Review* 24 (1), 133-147
- Drogendijk, R., Zander, L., (2010) Walking the cultural distance: in search of direction beyond friction. In: Devinney, T.M., Pedersen, T., Tihanyi, L. (Eds.), *The Past, Present and Future of International Business and Management. Advances in International Management*, vol. 3–4. Emerald Group Publishing, pp.189–212
- Dunning, J. (2001). The key literature in IB activities. In: A. Rugman and T. Brewer (ed.), *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford
- DVORAK, T, HANLEY, H. (2010). Financial literacy and the design of retirement plans, *Journal of Socio-Economics*, Vol. 39, pp. 645-652.
- Earley, P. C., & Mosakowski, E. (2002). Linking culture and behavior in organizations: Suggestions for theory development and research methodology. In F. Dansereau & F. J. Yammarino (Eds.), *Research in multi-level issues: Vol. 1: The many faces of multi-level issues* (pp.279 –319). San Francisco: Elsevier Science
- Easley, D. and O'Hara, M. (1987) Price, trade size, and information in securities markets. *Journal of Financial Economics* 19: 69–90
- Easterbrook, F. H. (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review* 74 (4): 650–659
- Edmans, A., V. W. Fang, and E. Zur (2013) "The Effect of Liquidity on Governance." *Review of Financial Studies* 26 (6): 1443–1482
- Eisfeldt, A.L., (2004). Endogenous liquidity in asset markets. *Journal of Finance* 59 (1), 1–30.
- Eleswarapu, V.R., (1997) Cost of transacting and expected returns in the Nasdaq market. *Journal of Finance* 52 (5), 2113–2127.

- Eleswarapu, V.R., Reinganum, M.R., (1993) The seasonal behaviour of the liquidity premium in asset pricing. *J. Financ. Econ.* 34 (3), 373–386
- Eleswarapu, V., and K. Venkataraman. (2006), “The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis.” *Review of Financial Studies*, 19 1081–1111
- Ellis, P. D. (2008). Does psychic distance moderate the market size-entry sequence relationship? *Journal of International Business Studies*, 39(3), 351–369
- Engle, R. and Lange, J. (1997) Measuring, Forecasting and Explaining Time Varying Liquidity in the Stock Exchange, NBER *Working Paper*, No. 6129
- Eriksson, K., Strimling, P., Gelfand, M., Wu, J., Abernathy, J., Akotia, C. S., ... Anum, A. (2021). Perceptions of the appropriate response to norm violation in 57 societies. *Nature Communications*, 12(1).
- Errunza, Vihang, and Etienne Losq, (1985), International asset pricing and mild segmentation: Theory and test, *Journal of Finance* 40, 105–124
- Eun, C.S., Wang, L., Xiao, S.C., (2015) Culture and R 2. *J. Financ. Econ.* 115 (2), 283–303
- Evans, J. & F. T. Mavondo. (2002) Psychic Distance and Organizational Performance: An Empirical Examination of International Retailing Operations. *Journal of International Business Studies*, 33(3): 515-32.
- Evans, J., F. T. Mavondo, & K. Bridson. (2008) Psychic Distance: Antecedents, Retail Strategy Implications and Performance Outcomes. *Journal of International Marketing*, 16(2): 32-63
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value☆. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150–169
- Fang, V. W., X. Tian, and S. Tice. (2014) “Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?” *Journal of Finance* 69 (5): 2085–2125
- Ferreira D., Ferreira M., and C. Raposo. (2011) Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99:523–545
- Fernández-Amador, O., Gachter, M., Larch, M. and Peter, G. (2013). Does monetary policy determine stock market liquidity? New evidence from the euro zone. *Journal of Empirical Finance*, 21, 54-68
- Fernando, Ch. S., Herring, R. J. (2001). Liquidity shocks, systemic risk, and market collapse: theory and application to the market for perps. *Journal of Banking & Finance*, 32, 1625-1635.

Fisher, L., (1959). Determinants of risk premiums on corporate bonds. *J. Polit. Econ.* 67 (3), 217–237.

Florackis, C., Gregoriou, A. and Kostakis, A. (2011) Trading frequency and asset pricing on the London stock exchange: evidence from a new price impact ratio. *Journal of Banking and Finance* 35: 3335–3350

Fletcher, R., & Bohn, J. (1998). The impact of psychic distance on the internationalisation of the Australian firm. *Journal of Global Marketing*, 12(2), 47–68.

Foucault, T., (1999), Order Flow Composition and Trading Costs in a Dynamic Limit Order Market, *Journal of Financial Markets* 2, 99-134.

Foo, Y.-B., & Zain, M. M. (2010). Board independence, board diligence and liquidity in Malaysia: A research note. *Journal of Contemporary Accounting Economics*, 6(2),92–100.

Fong, K. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2017). What are the best liquidity proxies for global research?. *Review of Finance*, 21(4), 1355-1401.

French, K, and Poterba J, (1991), Investor diversification and international equitymarkets, *American Economic Review* 81, 222-226.

Frieder, L., Martell, R. (2006). On capital structure and the liquidity of a firm's stock. *Working Paper*, 401

Gabrenya, W. (1999). Psychological anthropology and the “levels of analysis” problem: We married the wrong cousins. In J. C. Lasry, J. Adair, & K. Dion (Eds.), *Latest contributions to cross-cultural psychology* (pp.333–351). Lisse, the Netherlands: Swets & Zeitlinger

Gabrielsen, A., Marzo, M. and Zagaglia, P. (2011) Measuring market liquidity: an introductory survey. *SSRN Electronic Journal*

Gao, P., Jiang, X., & Zhang, G. (2019). Firm value and market liquidity around the adoption of common accounting standards. *Journal of Accounting & Economics*,

Gao X. and Ritter. J. R., (2010) The marketing of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 97:33–52,

Garbade, K., (1982) *Securities Markets*. McGraw-Hill, New York

Garman, M., (1976), Market Microstructure, *Journal of Financial Economics* 3, 257-275.

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), 1225–1244.

Gelfand, M. J., Raver, J. L., Nishii, L., Leslie, L. M., Lun, J., Lim, B. C., Yamaguchi, S. (2011). Differences Between Tight and Loose Cultures: A 33-Nation Study. *Science*, 332(6033), 1100–1104.

Giannetti, M., & Yafeh, Y. (2012). Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans. *Management Science*, 58(2), 365–383.

Gleditsch, K. S. (2003) ‘Modified Polity P4 and P4D Data’

Goldstein, M. A., and Kavajecz, K. A. (2000). Eighths, sixteenths, and market depth: changes in tick size and liquidity provision on the NYSE. *Journal of Financial Economics*, 56(1), 125–149

Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2009). Investment decisions, asset liquidity, and stock liquidity. *Working Paper*.

Gorodnichenko Y., and Roland G., (2011) „Which dimensions of Culture matter for long-run growth?”. *American Economic Association Papers and Proceedings* 101, 492-498.

Gorodnichenko Y. and Roland G. (2017) „Culture, Institutions and the Wealth of Nations” *Review of Economics and Statistics* 99, 402-416

Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 153-181.

Goyenko, R.Y. and Ukhov, A.D. (2009). Stock and bond market liquidity: a long-run empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 189-212

Gravelle, T., (1999). Liquidity of the government of Canada securities market: stylized facts and some market microstructure comparisons to the United States treasury market. Bank of Canada. *Working Paper*. 11–99

Gregoriou, A. (2013) Earnings announcements and the components of the bid-ask spread: evidence from the London stock exchange. *Journal of Economic Studies* 40: 112–126.

Gregoriou, A. and Nguyen, N. (2010) Stock liquidity and investment opportunities: new evidence from FTSE 100 index deletions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 20: 267–274

Green, R. T. & W. H. Cunningham. (1975) The Determinants of US Foreign Direct Investment: An Empirical Investigation. *Management International Review*, 15(2-3):113-20.

Griffin D.,Guedhami O., Li K., Kwok C. and Shao L. (2018), "National Culture and the Value Implication of Corporate Governance", *Journal of Law, Finance, and Accounting*: Vol. 3: No. 2, pp 333-372

Griffin, J. M., Kelly, P. J., & Nardari, F. (2010). Do Market Efficiency Measures Yield Correct Inferences? A Comparison of Developed and Emerging Markets. *Review of Financial Studies*.

- Griffith, D.A. and Dimitrova, B.V. (2014). Business and Cultural Aspects of Psychic Distance and Complementarity of Capabilities in Export Relationships. *Journal of International Marketing*, 22(3): 50–67
- Grinblatt, M., Keloharju, M., (2001). What makes investors trade? *J. Finance* 56 (2), 589–616
- Gromb D, Vayanos D. (2010) Limits of arbitrage. *Annu. Rev. Financ. Econ.* 2:251–75
- Grosse, R. & L. G. Goldberg. (1991) Foreign Bank Activities in the United States: An Analysis by Country of Origin. *Journal of Banking and Finance*, 15(6): 1093-112.
- Grosse, R. & L. J. Trevino. (1996) Foreign Direct Investment in the United States: An Analysis by Country of Origin. *Journal of International Business Studies*, 27(1): 139-55.
- Grossman, S.J., Miller, M.H., (1988) Liquidity and market structure. *J. Finance* 43 (3), 617–633
- Gu, Y.(J.), Filatotchev I., Bell G., Rasheed A. (2017), Liability of foreignness in capital markets: Institutional distance and the cost of debt, *J.Corp. Finance*
- Guiso, L. and Jappelli, T. (2008). Financial literacy and portfolio diversification, European University Institute, Department of Economics, *Working Paper* ECO 2008/31, pp. 1-36
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The Role of Social Capital in Financial Development. *American Economic Review*, 94(3), 526–556.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., (2008) Does culture affect economic outcomes? *Res.Instit. Econ.* 20 (2), 23–48.
- Habib, M. & L. Zurawicki. (2002) Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 33(2): 291-307.
- Hachmeister, A., & Schiereck, D. (2007). Informed Traders as Liquidity Providers: Evidence from the German Equity Market.
- Hameed, A., Kang, W., Viswanathan, S., (2010) Stock market declines and liquidity. *Journal of Finance* 65, 257–293.
- Han, M. Li, Y., Wang N. & Zhang H., (2020): Cultural diversity in ownership and stock liquidity, *Applied Economics Letters*,
- Harrington JR, Boski P, Gelfand MJ (2015) Culture and National Well-Being: Should Societies Emphasize Freedom or Constraint? *PLoS ONE* 10(6):
- Harris, L. (1990). Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems. New York University Salomon Center Monograph Series in Finance, *Monograph* # 1990-4.
- Harzing, A. W. (2002) Acquisitions Versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes. *Strategic Management Journal*, 23(3): 211-27

- Harms, R., Groen, A., (2016) Loosen up? Cultural tightness and national entrepreneurial activity, *Technol. Forecast. Soc. Change*
- Hasbrouck, J. (2001). Common factors in prices, order flows, and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 59(3)
- Hasbrouck, J., (2004) Liquidity in the futures pits: inferring market dynamics from incomplete data. *J. Financ. Quant. Anal.* 39 (2), 305–326
- Hasbrouck, J., (2009) Trading costs and returns for US equities: estimating effective costs from daily data. *J. Financ.* 64 (3), 1445–1477
- Hasbrouck, J., Seppi, D.J., (2001) Common factors in prices, order flows, and liquidity. *Journal of Financial Economics* 59, 383–411
- Hasbrouck, J., Schwartz, R.A., (1988). Liquidity and execution costs in equity markets. *J. Portf. Manage.* 14 (3), 10–16.
- He, W., Li, D., Shen, J., Zhang, B., (2013), Large foreign ownership and stock price informativeness around the world, *Journal of International Money and Finance* 36, 211-230
- Heflin, F., & Shaw, K. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 621–633
- Heflin, F., Shaw, K. W., & Wild, J. J. (2000). Disclosure quality and market liquidity. *Working Paper*
- Henisz, W. J. (2000) ‘The Institutional environment for Economic Growth’, *Economics and Politics* 12(1): 1-31.
- Higgins, E. T. (1996). The “self digest”: Self-knowledge serving selfregulatory functions. *Journal of Personality and Social Psychology*, 71,1062–1083
- Hillert, A., Maug, E., & Obernberger, S. (2016). Stock repurchases and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 186–209.
- Hilary G, Hui KW. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America? *J. Financ. Econ.*93:455–73
- Hilghert, M. A., Hogarth, J. M., Beverly, S. G. (2003). Household financial management: The connection between knowledge and behavior, *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 89, pp. 309-322.
- Hirshleifer D. (2001) Investor psychology and asset pricing. *J. Finance* 64:1533–97
- Hmaied, D.M., Grar, A. and Sioud, O.B. (2006) ‘Dynamics of market liquidity of Tunisian stocks: an analysis of market resiliency’, *Electronic Markets*, Vol. 16, No. 2, pp.140–153.
- Hofstede, G. (1980). Cultural consequences: International differences in work related values. Beverly Hills, CA: Sage Publications

Hofstede, G. (2001), *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*, 2nd ed. Sage, Thousand Oaks, CA.

Holden, C.W., (1990) *Intertemporal Arbitrage Trading: Theory and Empirical Tests*, *Discussion Paper*. Indiana University.

Holden, C.W., (2009) New low-frequency spread measures. *J. Financ. Mark.* 12 (4), 778–813.

Holden, C.W. and Jacobsen, S. E. and Subrahmanyam, A., (2014). *The Empirical Analysis of Liquidity Foundations and Trends in Finance* 8, No 4, 263-365, 2015, Kelley School of Business *Research Paper* No. 2014-09.

Holzmueller, H.H., Kasper, H., (1991) On a theory of export performance: personal and organizational determinants of export trade activities observed in small and medium-sized firms. *Management International Review* 31, 45

Hong H, Kacperczyk M. (2009) The price of sin: the effects of social norms on markets. *J. Financ. Econ.* 93:15–36

Hong H, Kostovetsky L. (2012) Red and blue investing: values and finance. *J. Financ. Econ.* 103:1–19

Hong, G., Warga, A., (2000) An empirical study of bond market transactions. *Financ. Anal. J.* 56 (2), 32–46.

Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2018). Replicating Anomalies. *The Review of Financial Studies*. doi:10.1093/rfs/hhy131

House, R., Javidan, M., Hanges, P., & Dorfman, P. (2002). Understanding cultures and implicit leadership theories across the globe: an introduction to project GLOBE. *Journal of World Business*, 37(1), 3–10.

Hsieh, T. Y., Chuang, S. S., and Lin, C. C. (2008). Impact of tick size reduction on the market liquidity – evidence from the emerging order-driven market. *Review of Pacific-Basin Financial Markets and Policies*, 11(4), 591–616.

Hu Y., Huang W. and Chen Z. (2019): Stock liquidity, agency cost, and dividend payouts, *Applied Economics Letters*,

Huang, M. (2003). Liquidity shocks and equilibrium liquidity premia. *Journal of Economic Theory*, 109(1), 104–129.

Huang, G. C., Liano, K., & Pan, M. S. (2009). The information content of stock splits. *Journal of Empirical Finance*, 16(4), 557–567.

Huang, R.D., Stoll, H.R., (1996) Dealer versus auction markets: a paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE. *J. financ. econ.* 41 (3), 313–357

- Huang, R. and Stoll, H. (1997) The components of the bid-ask spread: a general approach. *Review of Financial Studies* 10: 995–1034
- Huberman, G., Halka, D., (2001) Systematic liquidity. *Journal of Financial Research* 24, 161–178.
- Hui, B., and B. Huebel, (1984), “Comparative Liquidity Advantages Among Major U.S. Stock Markets”, *DRI Financial Information Group Study Series*.
- Hutton I, JiangD,Kumar A.,(2014) Corporate policies of republican managers. *J. Financ.Quant. Anal.* 49:1279–310
- Hvozdyk, L., & Rustanov, S. (2016). The effect of financial transaction tax on market liquidity and volatility: An Italian perspective. *International Review of Financial Analysis*, 45, 62–78.
- Håkanson, L., Ambos, B. (2010) The antecedents of psychic distance. *Journal of International Management* 16 (3), 195-210.
- Ikenberry, D.L., Ramnath, S., (2002) Underreaction to self-selected news events: the case of stock split. *Review of Financial Studies* 15, 489–526
- Ince, O. S., & Porter, R. B. (2006). Individual equity return data from thomson datastream: handle with care! *Journal of Financial Research*, 29(4), 463–479.
- Inglehart, R. (1997). Modernization and Postmodernization: Cultural, Economic, and Political Change in 43 Societies. Princeton, NJ: *Princeton University Press*.
- Ip, G. W. M., & Bond, M. H. (1995). Culture, values, and the spontaneous self-concept. *Asian Journal of Psychology*, 1, 30 –36.
- Jain, P. K., (2003) Institutional Design and Liquidity at Stock Exchanges Around the World .
- Jain, P. K., Kim, J., & Rezaee, Z. (2005). Trends and determinants of market liquidity in the pre- and post- Sarbanes-Oxley act periods. 14 th Annual Conference on Financial Economics and Accounting
- Jahan-Parvar, M.R. and Zikes, F. (2019) When do low-frequency measures really measure transaction costs?*Finance and Economics Discussion Series* 2019.
- Jang, J., Kang, J., & Lee, Ch. (2012). Liquidity risk and expected stock returns in Korea: a new approach. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41, 704-738
- Jacoby, G., & Zheng, S. X. (2010). Ownership dispersion and market liquidity. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 81–88.
- Jayaraman S. and Milbourn T. (2012) The role of stock liquidity in executive compensation. *Accounting Review*, 87:537–563

Jiang, F., Y. Ma, and B. Shi. (2017) “Stock Liquidity and Dividend Payouts.” *Journal of Corporate Finance* 42:295–314.

Johanson, J., & Vahlne, J.-E. (1977). The internationalization process of the firm—a model of knowledge development and increasing foreign commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23–32.

Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm: Four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12(October), 305–322.

Kamara, A., Lou, X., Sadka, R., (2008) The divergence of liquidity commonality in the cross-section of stocks. *Journal of Financial Economics* 89, 444–466

Kang M. and Kim Y., (2013), Stock market liquidity and short-termism-driven CEO turnover. *Working paper*, Nanyang Technological University.

Kang Q. and Q. Liu. (2008), Stock market information production and CEO incentives. *Journal of Corporate Finance*, 14:484–498

Kang, W., Zhang, H., (2014). Measuring liquidity in emerging markets. *Pac. Basin Financ. J.* 27, 49–71

Kang, Jun-Koo, and Rene Stulz, (1997), Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 3-28.

Karmani, M., Ajina, A. (2012). Market stock liquidity and corporate governance. Paper presented at In Proceedings of the 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI)

Karolyi, G. A. (2016). The gravity of culture for finance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 610–625. doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.07.00

Karolyi, G. A., Lee, K.-H., & van Dijk, M. A. (2012). Understanding commonality in liquidity around the world. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 82–112.

Kavajecz, K. and Odders-White, E., (2001), An Examination of Changes in Specialists’ Posted Price Schedules, *Review of Financial Studies* 14, 681-704.

Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money*, Macmillan, London, First edition, Volume 2.

Kempf, A., Mayston, D. and Yadav, P.K. (2009) Resiliency in Limit Order Book Markets: A Dynamic View of Liquidity, *Working Paper*.

Kim, J. and Kim, Y. (2015) Transitory Price, Resiliency, and the Cross-section of Stock Returns, *Working Paper*.

Kim, O. and Verrecchia, R.E. (1994).Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 41–67.

- Kini, O., & Mian, S. (1995). Bid-ask spread and ownership structure. *Journal of Financial Research*, 18, 401–414.
- Khediri, K. B.; Daadaa, W. (2011). Stock trading and capital structure in Tunisian stock exchange. *Journal of Business Studies*, 2, 10-24
- Koch, A., Ruenzi, S., & Starks, L. (2016). Commonality in Liquidity: A Demand-Side Explanation. *Review of Financial Studies*, 29(8), 1943–1974.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411–432.
- Kumar A. (2009). Who gambles in the stock market? *J. Finance* 64:1889–933
- Kumar A, Page JK, Oliver G, Spalt OG. (2011) Religious beliefs, gambling attitudes and financial market outcomes. *J. Financ. Econ.* 102:671–708
- Kwok, C. C. Y., & Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227–247.
- Kyle, A.S., (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53, 1315-1335
- La Porta, P., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (1997) Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (1998) Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R., (2000) “Agency Problems and Dividend Policies around the World.” *Journal of Finance* 55 (1)1–33
- Labidi, M., & Gajewski, J. F. (2019). Does increased disclosure of intangible assets enhance liquidity around new equity offerings? *Research in International Business and Finance*, 48, 426–437.
- Lakonishok, J., Lev, B., (1987) Stock splits and stock dividends: why, who, and when. *Journal of Finance* 42, 913–932.
- Lam, K. S. K., & Tam, L. H. K. (2011). Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2217–2230.
- Lamont, Owen A., and Jeremy C. Stein, (2004), “Aggregate Short Interest and Market Valuations,” *American Economic Review*, 29-32.
- Lamont, Owen A., and Richard H. Thaler, (2003), “Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs,” *Journal of Political Economy*, 111, 227-268
- Lang M., Lins K., and Maffett M.. (2012) Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50:729–774

Lau, ST and TH McInish (1995). Reducing tick size on the Stock Exchange of Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(4), 485–496.

Le, H., & Gregoriou, A. (2020). How Do You Capture Liquidity? A Review of the Literature on Low-Frequency Stock Liquidity. *Journal of Economic Surveys*, 34, 1170-1186.

Lecce, S., Lepone, A., McKenzie, M.D. and Segara, R. (2012), “The impact of naked short selling on the securities lending and equity market”, *Journal of Financial Market*, Vol. 15 No. 1, pp. 81-107.

Lee, C. M.C., (1993). Market integration and price execution for NYSE-listed securities. *J. Finance* 48, 1009–1038.

Lee, C., & Chou, P., (2018). "Financial openness and market liquidity in emerging markets," *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 25(C), pages 124-130.

Lee, J., & Chung, K. H. (2018). Foreign ownership and stock market liquidity. *International Review of Economics & Finance*, 54, 311–325

Lee, C.M.C., Mucklow, B. and Ready, M.J. (1993) ‘Spreads, depths, and the impact of earnings information: an intraday analysis’, *Review of Financial Studies*, Vol. 6, No. 2, pp.345–374

Lei, Q., Lin, B. and Wei M., (2013) "Types of agency cost, corporate governance and liquidity." *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 3 : 147-172.

Levine, R., (2005). Finance and growth: theory and evidence. In: Aghion, P., Durlauf, S. (Eds.), *Handbook of Economic Growth. Amsterdam and San Diego*: Elsevier, North Holland, pp. 866–934

Levine, R., Zervos, S., (1996). Stock market development and long-run growth. *World Bank Econ. Rev.* 10 (2), 323–339

Levin, E.J. and Wright, R.E. (1999) ‘Explaining the intra-day variation in the bid-ask spread in competitive dealership markets – a research note’, *Journal of Financial Markets*, Vol. 2, No. 2, pp.179–191.

Lesmond, D. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 411–452. doi:10.1016/j.jfineco.2004.01.00

Lesmond, D. A., O'Connor, P. F., & Senbet, L. W. (2008). Capital structure and equity liquidity. *Working paper*, Tulane University

Lesmond, D.A., Ogden, J.P., Trzincka, C.A., (1999) A new estimate of transaction costs. *Rev. Financ. Stud.* 12 (5), 1113–1141.

Levi, S., & Zhang, X. J. (2015). Asymmetric decrease in liquidity trading before earnings announcements and the announcement return premium. *Journal of Financial Economics*,

- Leung, K., Bond, M. H., & Schwartz, S. H. (1995). How to explain cross-cultural differences: Values, valences, and expectations? *Asian Journal of Psychology*, 1, 70–75
- Li, R., Gordon, S., & Gelfand, M. J. (2017). Tightness–looseness: A new framework to understand consumer behavior. *Journal of Consumer Psychology*, 27(3), 377–391. <https://doi.org/10.1016/j.jcps.2017.04.001>
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–22.
- Li C., Li D., Chiu C.-Y., Peng S. (2018). Strong brand from consumers' perspective: a cross-cultural study. *J. Cross Cult. Psychol.* 50 116–129.
- Li, B., Sun, Q., Wang, C., (2014) Liquidity, liquidity risk and stock returns: evidence from Japan. *Eur. Financ. Manage.* 20 (1), 126–151
- Lin, J. C., Singh, A. K., & Yu, W. (2009). Stock splits, trading continuity, and the cost of equity capital. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 474–489.
- Lin, W.T., Sun, D.S. and Tsai, S-C. (2012) ‘Does trading remove or cause friction?’, *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 48, Supp. 2, pp.33–53.
- Lipson, M.L., Mortal, S. (2005). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12, 611–644.
- Liu, W., (2006) A liquidity-augmented capital asset pricing model. *J. Financ. Econ.* 82(3), 631–671
- Lo, D.K. and Hall, A.D. (2015) ‘Resiliency of the limit order book’, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 61, pp.222–244.
- Luo, Y., Tanna, S., Vita, G.D., (2016) Financial openness, risk and bank efficiency: cross-country evidence. *J. Financ. Stabil.* 24, 132–148
- Ludlum, Marty, Tilker, Kris, Ritter, David, Cowart, Tammy, Xu, Weichu, Smith, Brittany Christine (2012). Financial literacy and credit cards: A multi campus survey, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 7, pp. 25-33
- Lusardi, A., Mitchell, O. (2007). Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education, *Business Economics*, Vol.42, Iss.1, pp.35-44
- Mahalanobis, P.C. (1936) On the Generalized Distance in Statistics. *Proceedings of the National Institute of Science of India*, 2, 49-55.
- Makower, H., & Marschak, J. (1938). Assets, prices and monetary theory. *Economica*, 5(19), 261–288.
- Mancini, L., Rinaldo, A., Wrampelmeyer, J., (2013). Liquidity in the foreign exchange market: measurement, commonality, and risk premiums. *J. Finance* 68 (5),1805–1841.

- Maoz, Z., & Henderson, E. (2019). World Religion Project: Global Religion Dataset.
- Marsh, T. A., & Rock, K. (1986). Exchange listing and liquidity: A comparison of the American Stock Exchange with the NASDAQ National Market System. American Stock Exchange.
- Marsh, I.W. and Payne, R. (2012), “Banning short sales and market quality: the UK’s experience”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36 No. 7, pp. 1975-1986.
- Marshall, B.R., Nguyen, N.H. and Visaltanachoti, N. (2011) Commodity liquidity measurement and transaction costs. *Review of Financial Studies* 25: 599–638.
- Marshall, B. R., Nguyen, N. H., & Visaltanachoti, N. (2013). Liquidity measurement in frontier markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 27, 1-12.
- Marshall, B.R., Young, M., (2003) Liquidity and stock returns in pure-order-driven markets: evidence from the Australian stock market. *Int. Rev. Financ. Anal.* 12(2), 173–188
- Maug, E. (1998) “Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control.” *Journal of Finance*, 53 65–98.
- McGuire ST, OmerTC, Sharp NY. (2012) The impact of religion on financial reporting irregularities. *Account. Rev.* 87:645–73
- McSweeney, B. (2002) Hofstede’s Model of National Cultural Differences and their Consequences: A Triumph of Faith—A Failure of Analysis. *Human Relations*, 55, 89-118
- Mezias, S.J., Chen, Y.-R., Murphy, P., Biaggio, A., Chuawanlee, W., Hui, H., Okumura, T., Starr, S., (2002) National cultural distance as liability of foreignness: the issue of level of analysis. *J. Int. Manage.* 8, 407–421
- Miller, E., (1977) Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance* 32, 1151–1168
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411-433
- Morris, M. W., Podolny, J. M., & Ariel, S. (2000). Missing relations: Incorporating relational constructs into models of culture. In P. C. Earley & H. Singh (Eds.), *Innovations in international and cross-cultural management* (pp. 52–90). Thousand Oaks, CA: Sage
- Mueller, B. (1991) Multinational Advertising: Factors Influencing the Standardised Versus Specialised Approach. *International Marketing Review*, 8(1): 7-18
- Muller, S, Weber, M. (2010). Financial literacy and mutual fund investments: Who buys actively managed funds?, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 62, pp. 126-153
- Naes, R., and Ødegaard, B., (2009) Liquidity and Asset Pricing: Evidence on the Role of Investor Holding Period. EFA 2008 *Athens Meetings Paper*,

- Nebus, J., Celo, S. (2020). Cognitive biases in the perceptions of country. Distance. *Journal of International Management*, 26(3).
- Ng, L., Wu, F., Yu, J., Zhang, B., (2016), Foreign investor heterogeneity and stock liquidity around the world, *Review of Finance* 20, 1867-1910.
- Nguyen, D., Mishra, S., Prakash, A. and Ghosh, D. (2007) Liquidity and asset pricing under three-moment CAPM paradigm. *Journal of Financial Research* 30: 379–398.
- Noh, Minyoung & Cho, Moon Kyung, (2022) "Cultural tightness and accounting conservatism," *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Elsevier, vol. 18(1)
- Nordström, K.A. (1991) The internationalization process of the firm: searching for new patterns and explanations. *Doctoral Thesis*. Stockholm School of Economics
- North, D.C., (1990) Institutions, Institutional Change, and Economic Performance. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- O'Grady, S. & H. W. Lane. (1996) The Psychic Distance Paradox. *Journal of International Business Studies*, 27(2): 309-33
- O'Hara, M. (1995). Market Microstructure Theory, Basil Blackwell, Cambridge, MA.
- O'Hara, M., (2004), Liquidity and Financial Market Stability, National Bank of Belgium, *Work. Paper* 55.
- Olbrys J. and Mursztyn M.,(2019) “Depth, tightness and resiliency as market liquidity dimensions: Evidence from the polish stock market,” *Int. J.Comput. Econ. Econometrics*, vol. 9, no. 4, pp. 308–326.
- Ozsoylev H, Walden J, Yavuz MD, Bildik R. (2014) Investor networks in the stock market. *Rev. Financ. Stud.*27:1323–66
- Padmanabhan, P. & K. R. Cho. (1999) Decision Specific Experience in Foreign Ownership and Establishment Strategies: Evidence from Japanese Firms. *Journal of International Business Studies*, 30(1): 25-43
- Palmero, A.J., Durán Herrera, J.J. and de la Fuente Sabaté, J.M. (2013). The role of psychic distance stimuli on the East-West FDI location structure in the EU. Evidence from Spanish MNEs. *Journal for East European Management Studies*, 18(1): 36–65.
- Pan, W., Song, F. M., and Tao, L. (2012). The effects of a tick-size reduction on the liquidity in a pure limit order market: evidence from Hong Kong. *Applied Economic Letters*, 19(16), 1639–1642.
- Pan, D., Shi, J., Wu, F., & Zhang, B. (2015). Investor heterogeneity and commonality in stock return and liquidity. *Economic Systems*, 39(3), 458–473.

- Parlour, C., (1998), Price Dynamics in Limit Order Markets, *Review of Financial Studies* 11,789-816.
- Parlour, C. and Seppi, D., (2003), Liquidity-Based Competition for Order Flow, *Review of Financial Studies* 16, 301-343.
- Pavabutr, P., & Sirodom, K. (2010). Stock splits in a retail dominant order driven market. *Pacific Basin Finance Journal*, 18(5), 427–441.
- Pelto, P. (1968). The difference between “tight” and “loose” societies. *Transaction*, 5, 37–40.
- Pereira, J. P., & Zhang, H. H. (2010). Stock Returns and the Volatility of Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1077-1110.
- Peress, J., (2010) Product market competition, insider trading and stock market efficiency. *Journal of Finance* 65,1–43
- Peterson, M. and Sirri, E. (2003) ‘Evaluation of the biases in execution costs estimation using trades and quotes data’, *Journal of Financial Markets*, Vol. 6, No. 3, pp.259–280.
- Plerou, V., Gopikrishnan, P., & Stanley, H. E. (2005). Quantifying fluctuations in market liquidity: analysis of the bid-ask spread. *Physical review*, 71, 1-8.
- Piwowar, M.S. and Wei, L. (2003) ‘The sensitivity of effective spread estimates to trade-quote matching algorithms’, *Electronic Markets*, Vol. 16, No. 2, pp.112–129
- Pothukuchi, V., Damanpour, F., Choi, J., Chen, C.C. and Park, S.H. (2002). National and organizational culture differences and international joint venture performance. *Journal of International Business Studies*, 33, pp. 243–265.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics Finance*, 32, 132–142.
- Puthusserry, P., Child, J., Rodrigues., S.B. (2014) Psychic Distance, its Business Impact and Modes of Coping: A Study of British and Indian Partner SMEs. *Management International Review* 54 (1), 1-29
- Ranaldo, A. (2001) ‘Intraday market liquidity on the Swiss Stock Exchange’, *Swiss Society for Financial Market Research*, Vol. 15, No. 3, pp.309–327
- Reus, T.H. and Rottig, D. (2009). Meta-analyses of international joint venture performance determinants: evidence for theory, methodological artifacts and the unique context of China. *Management International Review*, 49, pp.607–640.
- Rhee, S. G., Wang, J., (2009), Foreign institutional ownership and stock market liquidity:Evidence from Indonesia. *Journal of Banking and Finance* 33, 1312-1324

- Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
- Ronen, T and DG Weaver (2001). Teenies anyone? *Journal of Financial Markets*, 4(3), 231–260
- Rosu I., (2009) "A Dynamic Model of the Limit Order Book," *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, vol. 22(11), pages 4601-4641
- Rösch, C. G., & Kaserer, C. (2013). Market liquidity in the financial crisis: The role of liquidity commonality and flight-to-quality. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2284–2302
- Rubin, A., (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, *Journal of Financial Markets* 10, 219-248
- Sadka, R. (2006). Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: The role of liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 309–349.
- Sarala, R.M. and Vaara, E. (2010). Cultural differences, convergence, and crossvergence as explanations of knowledgetransfer in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 41, pp. 1365 -1390.
- Sarr, A. and Lybek, T. (2002).Measuring liquidity in financial markets.IMF *Working Paper*, WP/02/232,
- Schestag, R., Schuster, P., & Uhrig-Homburg, M. (2016). Measuring liquidity in bond markets. *The Review of Financial Studies*, 29(5), 1170-1219.
- Schwartz, R.A., (1988) A proposal to stabilize stock prices. *J. Portf. Manage.* 15 (1), 4–11.
- Schwartz, S. H. (1994). Are there universal aspects in the content and structure of values? *Journal of Social Issues*, 50, 19-45
- Schultz, P., (2000) Stock splits, tick size, and sponsorship. *Journal of Finance* 55, 429–450
- Serrat, A, (1997), A dynamic equilibrium model of international risk-sharing puzzles, *Working paper*, University of Chicago.
- Servon, Lisa J., Kaestner, R. (2008). Consumer financial literacy and the impact of online banking on the financial behavior of lower-income bank customers, *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 42, No.2, pp. 271-305
- Shao, Liang, Chuck C.Y. Kwok, and Omrane Guedhami, (2010), “National Culture and Dividend Policy,” *Journal of International Business Studies*, 41, 1391-1414.

Sharif, S., Anderson, H.D. and Marshall, B.R. (2014), “Against the tide: the commencement of short selling and margin trading in Mainland China”, *Accounting and Finance*, Vol. 54 No. 4, pp. 1319-1355.

Shaver, J. M. (1998). Accounting for Endogeneity when Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival. *Management Science*, 44(4): 571-85.

Shenkar, O. (2001) Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences. *Journal of International Business Studies*, 32(3), 519–536

Shieh, S. J., Lin, C. Y., & Ho, P. H. (2012). Large changes in stock prices: Market, liquidity, and momentum effect. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(2), 183–197.

Shleifer A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxf. Univ. Press

Siikanen, M., Kannianen, J., & Valli, J. (2017). Limit order books and liquidity around scheduled and non-scheduled announcements: Empirical evidence from NASDAQ Nordic. *Finance Research Letters*, 21, 264–271.

Siegel, J. I., Licht, A. N., & Schwartz, S. H. (2011). Egalitarianism and international investment. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 621–642. doi:10.1016/j.jfineco.2011.05.010

Smith, M., Dowling, P., Rose, E. (2011). Psychic distance revisited: A proposed conceptual framework and research agenda. *Journal of Management & Organization*. 17.

Smith, H, Finke, M., and Huston, S. (2011). The impact of financial sophistication on adjustable rate mortgage ownership, *Journal of Financial Counseling and Planning*, Vol. 22, Iss. 2, pp.3-15

So, E. C., & Wang, S. (2014). News-driven return reversals: Liquidity provision ahead of earnings announcements. *Journal of Financial Economics*,

Sousa, C. M. P., & Bradley, F. (2006). Cultural distance and psychic distance: Two peas in a pod? *Journal of International Marketing*, 14(1), 49–70.

Sousa, C. M. P. & F. Bradley. (2005) Global Markets: Does Psychic Distance Matter? *Journal of Strategic Marketing*, 13(1): 43-59.

Sousa, C.M.P., Lages, L.F. (2011) The PD scale: a measure of psychic distance and its impact on international marketing strategy. *International Marketing Review* 28 (2), 201-222.

Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65–73.

Sterenczak, S., Zaremba, A., Umar, Z., (2020) Is there an illiquidity premium in frontier markets? *Emerg. Mark. Rev.* 42, 100673.

- Stoll, H. (1978) The supply of dealer services in securities markets. *Journal of Finance* 33: 1133–1151.
- Stoll, H.R., (1989). Inferring the components of the bid-ask spread: theory and empirical tests. *J. Finance* 44 (1), 115–134
- Stöttinger, B., & Schlegelmilch, B. B. (1998). Explaining export development through psychic distance: Enlightening or elusive? *International Marketing Review*, 15(5), 357–372.
- Stulz, R., (1981), On the effect of barriers to international investment, *Journal of Finance* 36,923-934
- Stultz, R., (1999) Globalization, corporate finance and the cost of capital. *J. Appl. Corpor. Finance* 12(3), 8-25
- Stulz R. M., Vagias D, and van Dijk. M. A. (2013) Do firms issue more equity when markets are more liquid? *Working paper*, The Ohio State University and Erasmus University.
- Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 313–349.
- Terpstra, V., & Yu, C. M. (1988). Determinants of foreign investment of U.S. advertising agencies. *Journal of International Business Studies*, 19(1), 33–46.
- Tesar, L, and Werner I, (1995), Home bias and high turnover, *Journal of International Money and Finance* 14, 467-492.
- Thaler, R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*, 4(3), 199–214.
- Theissen, E., (2002), Floor versus Screen Trading: Evidence from the German Stock Market, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158, 32-54.
- Tihanyi, L., D. A. Griffith, & C. J. Russell. (2005). The Effect of Cultural Distance on EntryMode Choice, International Diversification, and MNE Performance: A Meta-Analysis. *Journal of International Business Studies*, 36(3): 270-83.
- Tinsley, C. (1998). Models of conflict resolution in Japanese, German, and American cultures. *Journal of Applied Psychology*, 83, 316 –323.
- Todea, A., 2018. Financial Literacy and Stock Price Informativeness: a Cross-Country Study. *Studia Universitatis Babeş-Bolyai Oeconomica*, 63(1), pag. 63-72.
- Todea, A. și Buglea, A., 2017. Individualism and stock price reaction to market-wide information. *Economics Letters*, Volume 160, pag. 4-6.
- Todea, A., & Petrescu, D. F. (2021). Is stock price informativeness shaped by our genes? *Economic Modelling*, 103, 105596.

- Triandis, H. C. (1989). The self and social behavior in differing cultural contexts. *Psychological Review*, 96(3), 506–520. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.96.3.506>
- Vahlne, J.-E., & Wiedersheim-Paul, F. (1977). Psychic distance: An inhibiting factor in international trade. *Working paper* No. 2, Centre for International Business Studies, Department of Business Administration, Uppsala University.
- Van Rooij, M., Lusardi, A., Alessi, R. (2011). Financial literacy and stock market participation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, pp. 449-472
- Vayanos, D. (1998). Transaction Costs and Asset Prices: A Dynamic Equilibrium Model. *Review of Financial Studies*, 11, 1-58.
- Venkataraman, K., (2001), Automated Versus Floor Trading: an Analysis of Execution Costs on the Paris and New York Exchanges, *Journal of Finance* 56, 1445-1485..
- Viswanathan, S., & Wang, J. J. D. (2002). Market architecture: limit-order books versus dealership markets. *Journal of Financial Markets*, 5(2), 127–167.
- von Wyss, R. (2004) Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market, *Dissertation* No. 2899, University of St. Gallen
- Voss, H. (2011). The Determinants of Chinese Outward Direct Investment. Cheltenham: Edward Elgar. New Horizons in International Business series
- Walti, S., (2005) The macroeconomic determinants of stock market synchronization. *J. Int.Bank Law* 11 (10), 436–441
- Wiedersheim-Paul, F. , H. C. Olson, & L. S. Welch. (1978). Pre-Export Activity: The First Step in Internationalization. *Journal of International Business Studies*, 9(1): 47-58
- Wong, J. and Fung, L. (2002) ‘Liquidity of the Hong Kong Stock Market since the Asian financial crisis’, *Proceedings of the Third Joint Central Bank Research Conference, Bank for International Settlements*, Basel, Switzerland pp.180–211.
- Wu, W., & Dai, S. (2001). A comparative study of crisis management planning in Singapore and Hong Kong. *Manuscript in preparation*, Faculty of Business Administration, National University of Singapore
- Xu, D., Pan, Y., & Beamish, P. (2004). The effect of regulative and normative distances on MNE ownership and expatriate strategies. *Management International Review*, 44(3), 285–307.
- Zadeh, M. H., (2023) "Stock liquidity and societal trust," *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Elsevier, vol. 37(C).
- Zuckerman, M. (1979). Attribution of success and failure revisited: or The motivational bias is alive and well in attribution theory. *Journal of Personality*, 47(2), 245–286

