

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

Curso 2021/2022

EL IMPACTO DE LA CULTURA EN EL DESARROLLO FINANCIERO

Autora: Claudia del Molino Martínez

Directora: Marta Regúlez Castillo

Bilbao, 23 de junio de 2022



Resumen ejecutivo

Los expertos de las finanzas han prestado relativamente poca atención al papel de la cultura en la toma de decisiones financieras, en comparación con otras disciplinas empresariales y de la economía. Ahora bien, la cultura es un factor fundamental que influye en todas y cada una de las decisiones cotidianas y más aún en las involucradas en el ámbito financiero. La ignorancia de esta relación y la relevancia de la misma han sido determinantes en la elección del objeto de estudio.

Mediante esta investigación se pretende averiguar si la cultura tiene un impacto significativo en el desarrollo financiero de un país. Para ello, se tomarán como variables de interés las seis dimensiones culturales definidas por Geert Hofstede.

Los resultados obtenidos muestran que todas las dimensiones culturales mantienen una relación positiva con el Índice de Desarrollo Financiero a excepción de la distancia jerárquica y la aversión a la incertidumbre. Asimismo, las más relevantes son el individualismo, la orientación a largo plazo y la indulgencia versus restricción.

Abstract

Finance experts have paid little attention to the role of culture in financial decision-making compared to other business and economics disciplines. However, culture is an essential factor that influences every day-to-day decision and even more those involved in the financial sphere. The lack of knowledge of this relationship and its importance has been a determining factor in the choice of the object of study.

The aim of this research is to find out whether culture has a significant impact on the financial development of a country. For this purpose, the six cultural dimensions defined by Geert Hofstede will be taken as variables of interest.

The results show that all cultural dimensions are positively related to the Financial Development Index except from power distance and uncertainty aversion. Moreover, the most relevant variables are individualism, long-term orientation and indulgence versus restraint.

Tabla de contenido:

1. INTRODUCCIÓN	5
2. MEDIDAS DE DESARROLLO FINANCIERO	7
3. MEDIDAS CULTURALES DE HOFSTEDE	9
3.1 Distancia jerárquica	9
3.2 Individualismo	10
3.3 Masculinidad	10
3.4 Control de la Incertidumbre	11
3.6 Indulgencia versus Restricción	12
4. OTROS DETERMINANTES DEL DESARROLLO FINANCIERO	13
5. ANÁLISIS EMPÍRICO	15
5.1 Muestra y análisis descriptivo	15
5.2 Resultados de la estimación de los modelos	¡Error! Marcador no definido.
5.2.1 Bondad de ajuste	¡Error! Marcador no definido.
5.2.2 Significación conjunta	¡Error! Marcador no definido.
5.2.3 Significación individual	23
5.2.4 Contraste de Heterocedasticidad	24
5.2.5 Evolución de los modelos	25
5.2.6 Otras variables	25
6. CONCLUSIONES	26
7. REFERENCIAS	28
8. APÉNDICE	33

Índice de Tablas

Tabla 5.1: Estadísticos principales, usando las observaciones 1 - 62.	18
Tabla 5.2: Coeficientes de correlación, usando las observaciones 1 - 62.	20
Tabla 5.3: Estimaciones de MCO - Variable dependiente: DF.	21
Tabla 5.4: Contrastes de significación individual para las seis dimensiones culturales.	24
Tabla A1: Indicadores que componen el Índice de Desarrollo Financiero.	34
Tabla A2: Países de la muestra.	35
Tabla A3: Contrastes de significación individual empleando el estadístico t.	35

Índice de Cuadros, Gráficos y Figuras

Cuadro 5.1: Variables y Fuente de datos.	17
Gráfico 5.1: Gráfico de dispersión del índice DF respecto a las dimensiones de Hofstede.	20
Figura A1: Distancia jerárquica por países.	36
Figura A2: Individualismo por países.	36
Figura A3: Masculinidad por países.	37
Figura A4: Aversión a la incertidumbre por países.	37
Figura A5: Orientación a largo plazo por países.	38
Figura A6: Indulgencia versus restricción por países.	

1. INTRODUCCIÓN

Geert Hofstede, influyente psicólogo social holandés, fue considerado uno de los líderes más representativos de los estudios e investigaciones interculturales. Hofstede define la cultura como “la programación colectiva de la mente que distingue los miembros de un grupo o categoría de personas, de otros” (Hofstede et al., 2010, p. 6).

Con el objetivo de sintetizar los aspectos culturales, desarrolló una encuesta conocida como la Encuesta de Valores del Módulo (Values Survey Module, VSM) dirigida a 70 países. A lo largo de los años, esta encuesta ha sufrido varias modificaciones hasta llegar a la versión actual, la VSM 2013 (Hofstede et al., 2013). Consta de 30 ítems desarrollados para comparar los valores y sentimientos culturales de los participantes.

A través de un modelo de seis dimensiones culturales, Hofstede pretende, por un lado, determinar las dimensiones en las que difieren las distintas naciones o países. Por otro lado, demostrar que existen grupos culturales a nivel regional y nacional que influyen en el comportamiento de las sociedades y que perduran en el tiempo. Esta medida cultural no trata de proporcionar una descripción completa de las diferencias interculturales, sino tomar una medida que permita analizar este aspecto de manera sencilla y práctica (Soares et al., 2007). Actualmente, se considera la medida de la cultura más aceptada globalmente.

El objetivo principal de este estudio es observar el impacto de la cultura y su relación con el desarrollo financiero de un país. De manera secundaria, se pretende comprobar la relevancia de otros factores no culturales en dicho desarrollo.

De Jong y Semenov (2002) consideran que la cultura determina el comportamiento global de una sociedad concreta, al influir en las preferencias de los individuos y empresas. El conjunto de decisiones de carácter financiero que toman estos agentes económicos, conforma el sistema financiero de un país. Por lo tanto, resulta interesante estudiar la medida en la que la cultura condiciona la demanda de servicios financieros, o lo que es lo mismo, el desarrollo financiero de un país.

“A medida que la cultura evoluciona en forma de mayor confianza, control y otros rasgos, las actitudes de los individuos hacia el mercado financiero cambian, y realizan más transacciones financieras” (Dutta y Mukherjee, 2011, p. 1).

El ámbito financiero no es el único en el que se tienen en cuenta estas dimensiones culturales, de hecho, Hofstede inició sus estudios en el ámbito laboral. Soares et al. (2007) estudiaron la influencia de la cultura en el comportamiento de los consumidores. Khlif (2016) relacionó las dimensiones culturales de Hofstede con diferentes aspectos contables, tales como la auditoría o la fiscalidad. Parboteeah et al. (2012) consideraron el impacto de la cultura en la participación en iniciativas sostenibles.

La estructura del trabajo es la siguiente: en la sección 2 se dan a conocer las medidas de desarrollo financiero que se han tenido en cuenta y la que finalmente se ha seleccionado para este estudio. En la sección 3 se ilustran las seis dimensiones culturales de Hofstede planteando el impacto potencial que se espera de cada una de ellas en el desarrollo financiero de un país. Asimismo, la sección 4 expone otras variables a tener en cuenta que pueden ser influyentes en el desarrollo financiero. En lo que respecta al análisis empírico desarrollado en la sección 5, se explica la muestra utilizada y se realiza primeramente un análisis descriptivo de los datos. A continuación, se plantean los modelos a estimar por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), se analizan los resultados obtenidos y se dan a conocer otras variables de interés que en un primer momento se consideraron introducir en el modelo, pero que finalmente no se han empleado. Por último, en la sección 6 se exponen las conclusiones obtenidas a partir del análisis realizado.

2. MEDIDAS DE DESARROLLO FINANCIERO

A lo largo del tiempo, los sectores financieros han evolucionado y con ello las instituciones y los mercados que lo componen, que han ido creciendo de acuerdo con el PIB per cápita. La diversidad de sistemas financieros entre países implica tener en cuenta múltiples indicadores de desarrollo financiero (Sahay et al., 2015).

A la hora de elegir la medida de desarrollo financiero más adecuada, se han valorado distintos indicadores del mercado bursátil utilizados en la literatura sobre el tema. Según Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2000) existen tres principales: la capitalización bursátil respecto al PIB, el valor bursátil negociado en el mercado de activos y la rotación en el mercado bursátil.

La capitalización bursátil respecto al PIB es una medida del tamaño del mercado de activos con respecto al de la economía en su conjunto. Este indicador se obtiene como el cociente de la capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB.

En segundo lugar, en lo que respecta a la actividad nacional, la relación entre el valor total negociado en el mercado de valores con respecto al PIB es la más empleada y se conoce como el valor bursátil negociado en el mercado de activos. Como su propio nombre indica, mide la actividad del volumen negociado en el mercado de activos con respecto a la producción nacional, por lo que trata de reflejar el grado de liquidez que el mercado de valores provee a la economía (Beck et al., 2009).

El último indicador considerado es el de rotación del mercado bursátil que relaciona la capitalización media bursátil y el volumen total de acciones negociadas durante el mismo período (Biedny et al, 2012). Mide la eficiencia de un mercado, dividiendo las acciones nacionales entre la capitalización bursátil. Un mercado de activos de tamaño pequeño pero activo tendrá un ratio de rotación alto mientras que un mercado bursátil grande pero menos líquido estará asociado a un valor bajo de este ratio (Beck et al., 2009).

Con el propósito de superar las fallas en los indicadores individuales, ante la constante evolución de los sectores financieros, en 2008 el Foro Económico Mundial (The World Economic Forum) construyó el llamado Índice de Desarrollo Financiero (DF). Este índice es un

agregado financiero de varios subíndices que miden la profundidad, el acceso y la eficiencia del mercado financiero (principalmente mercados de acciones y bonos) de un país y sus instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones y otras instituciones financieras no bancarias). De hecho, los tres indicadores arriba mencionados forman parte del mismo. Por lo tanto, en este trabajo consideraremos como variable dependiente este índice.

Uno de los obstáculos con los que nos hemos encontrado ha sido la elección de la medida de desarrollo financiero de un país. En un primer momento se seleccionaron las tres variables económicas mencionadas previamente, todas ellas son complementarias y explican diferentes aspectos económicos. Finalmente, y después de realizar varios contrastes estadísticos, como los tres indicadores económicos forman parte del índice DF, este último ha sido el que hemos seleccionado como variable dependiente para el estudio. Esto pretende ilustrar que la selección de la variable dependiente adecuada es un proceso laborioso y crucial para el análisis.

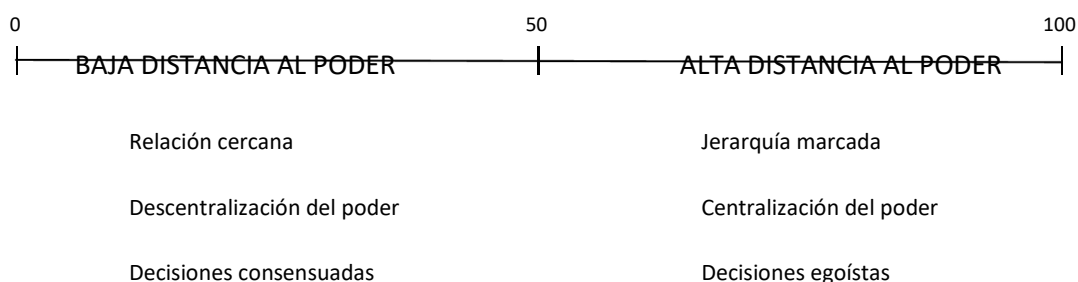
En la Tabla 1 que se muestra en el apéndice se pueden observar los componentes de este índice. Tanto en las instituciones como en los mercados se analizan tres dimensiones: profundidad, es decir, la variedad de servicios financieros ofrecidos, el acceso y la eficiencia de estos servicios, como indicios de bienestar económico. Algunos de estos son el índice de la profundidad de las instituciones financieras (FID) o el índice del acceso a los mercados financieros (FMA), todos ellos toman valores entre 0 y 1. El índice de desarrollo financiero se obtiene como la media ponderada de los seis subíndices. Un valor de este indicador más cercano a 1 supone un mayor desarrollo financiero y viceversa.

3. MEDIDAS CULTURALES DE HOFSTEDE

En esta sección se desarrollan¹ las siguientes dimensiones culturales del modelo de Hofstede: Distancia Jerárquica, Individualismo, Masculinidad, Control de la Incertidumbre, Orientación a Largo Plazo, Indulgencia versus Restricción.

3.1 Distancia jerárquica

Se refiere a la medida en la que la sociedad afronta la desigualdad humana. La distancia jerárquica entre los altos cargos, ya sea de una empresa o un país, con sus subordinados o ciudadanos, varía dependiendo de la localización geográfica, el número de habitantes y la riqueza.



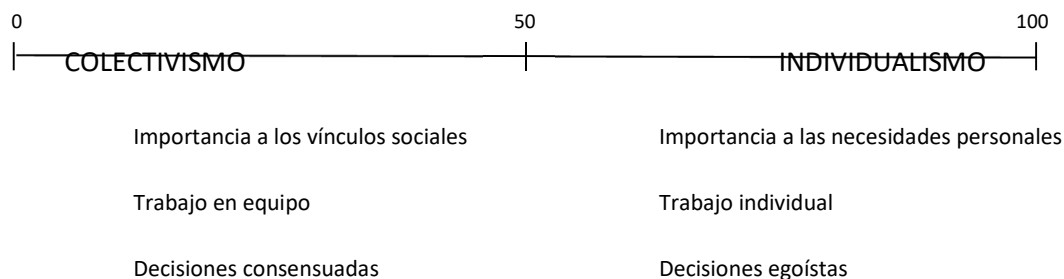
Un claro ejemplo de país en el que podemos observar una gran distancia entre los dirigentes y la sociedad es Rusia, con 93 puntos en esa dimensión (ver Figura 1 del apéndice). Es el país más grande del mundo, lo que estimula la centralización en todos sus ámbitos. Gran parte del potencial financiero se concentra en la capital del país. La sociedad está fuertemente jerarquizada, lo que incrementa las desigualdades entre sus ciudadanos.

En una sociedad con alto PDI, la clase media es conformista y las autoridades tienden a ser poco innovadoras, lo que entorpece el crecimiento y reduce la capacidad de reacción ante entornos cambiantes (Mihet, 2013). Un país conservador evita asumir riesgos, reduciendo así las necesidades de financiación y perjudicando su desarrollo financiero (Khan et al., 2022).

¹ Las figuras de esta sección se han elaborado a partir del artículo "Cultural aspects of sustainable development" Pink M. 2018, pp. 324-337.

3.2 Individualismo

Hace referencia al grado de integración e independencia de los individuos en los grupos. Es una dimensión que ha sido objeto de muchos estudios en la literatura financiera.

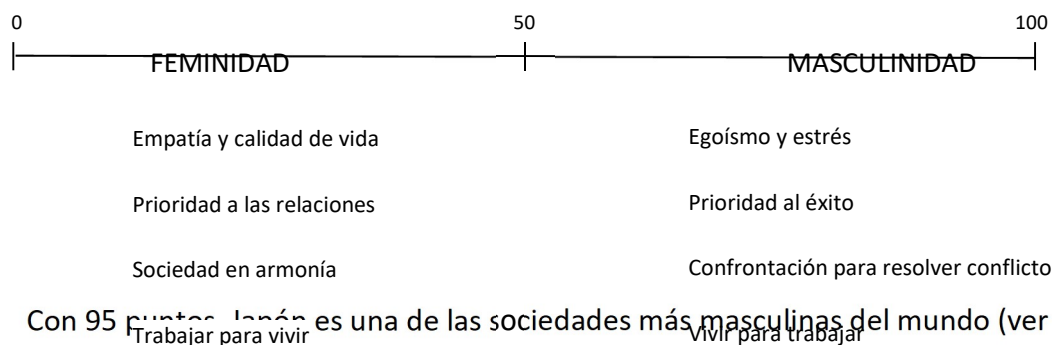


Entre los países con menores puntuaciones individualistas se encuentra Colombia con 13 puntos, siendo una de las culturas más colectivistas analizadas (ver Figura 2 del apéndice). Los ciudadanos pertenecen a grupos internos, frecuentemente separados por clases sociales, con los que comparten opinión. La lealtad y la solidaridad se valoran mucho y se evitan conflictos internos para mantener la armonía del grupo.

Una sociedad individualista tiende a ser demasiado optimista sobre sus capacidades, lo que según Breuer et al. (2014) deriva en una seguridad excesiva y en una distorsión de la realidad a la hora de participar en los mercados financieros. La sobreconfianza genera una tolerancia al riesgo, estimulando la participación en dichos mercados. Por lo tanto, altos niveles en esta dimensión favorecen el desarrollo financiero de un país (Khan et al., 2022).

3.3 Masculinidad

En esta dimensión se determina la orientación de la sociedad, dependiendo de los valores a los que otorga importancia. No hace referencia a la igualdad de género de un país.



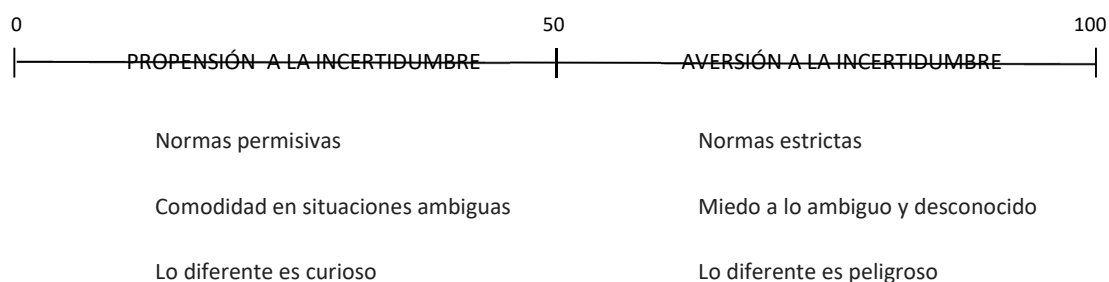
Con 95 puntos, Japón es una de las sociedades más masculinas del mundo (ver Figura 3 del apéndice). La competencia entre grupos se fomenta por el afán de excelencia y

perfección, tanto en la vida profesional como en la personal. La disciplina y la eficiencia son dos influyentes normas arraigadas a la cultura japonesa, lo que hace que los trabajadores estén sometidos a una gran presión que a menudo deriva en problemas de salud.

Según Khan et al. (2022) la orientación masculina mantiene una relación positiva con el índice DF. Las sociedades que puntúan alto en esta dimensión se caracterizan por adoptar comportamientos arriesgados y oportunistas cuyo único fin es alcanzar el éxito (Haq et al., 2018). Esta excesiva autoestima en las decisiones propias, genera una falsa seguridad que fomenta la oferta y demanda de servicios financieros.

3.4 Control de la Incertidumbre

Mide el grado en que una sociedad tolera la ambigüedad y la incertidumbre sobre el futuro desconocido. Muestra hasta qué nivel la cultura influye en la actitud de los individuos ante situaciones no estructuradas.

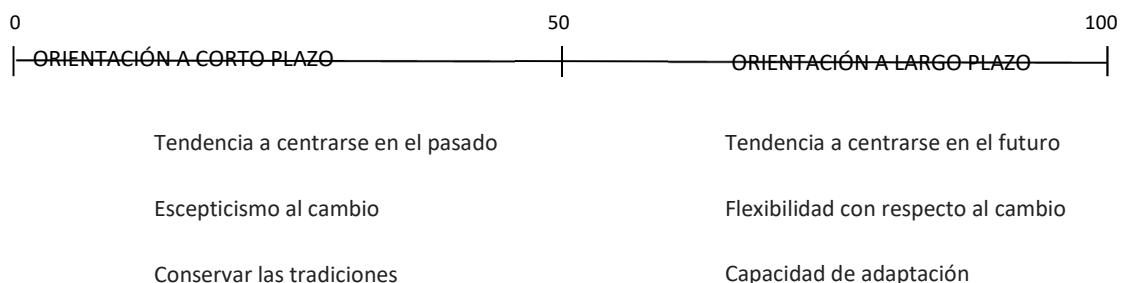


Dinamarca, con 23 puntos en esta dimensión, es uno de los países que menos se preocupa por la incertidumbre (ver Figura 4 del apéndice). Los daneses son personas relajadas y despreocupadas. La tolerancia y la flexibilidad es un valor fundamental en la cultura del país, aceptan los riesgos. Tener una baja preferencia por evitar la incertidumbre implica que la práctica cuenta más que los principios y la desviación de la norma es más fácil de tolerar.

Una sociedad que es adversa a la incertidumbre tiende a financiarse empleando activos de renta fija, pues son productos menos volátiles que los de renta variable (Ashraf et al., 2016). En consecuencia, la prestación de servicios se gestiona por entidades financieras lo que inutiliza los mercados de valores. Estos constituyen una fuente fundamental de desarrollo financiero por lo que el índice DF se vería fuertemente perjudicado.

3.5 Orientación a Largo Plazo

Es la medida en la que una sociedad mira hacia el futuro en lugar de considerar el pasado, para resolver desafíos del presente. Se valora la perseverancia y la capacidad de adaptación a entornos cambiantes.

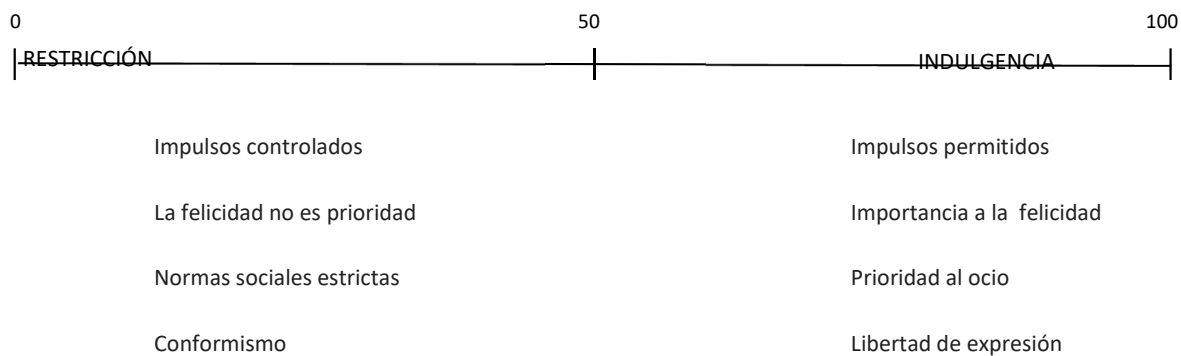


China, con 87 puntos, atribuye una gran importancia al futuro, siendo una de las sociedades más pragmáticas y orientadas al largo plazo (ver Figura 5 del apéndice). El esfuerzo y la constancia son atributos enfocados a la obtención paulatina de resultados.

Los países que puntúan alto en esta dimensión buscan obtener una rentabilidad continuada a largo plazo, para lo que se requiere un alto grado de adaptación a los acontecimientos (Chang et al., 2012). Gracias a su capacidad de reacción, estas sociedades sacan el máximo partido a cada situación, lo que se refleja positivamente en el Índice de Desarrollo Financiero del país.

3.6 Indulgencia versus Restricción

Esta dimensión se añadió al modelo en el año 2010 y se basó en parte en la investigación realizada por Michael Minkov. Se valora en qué medida los individuos intentan controlar sus impulsos y deseos (Vikkram et al, 2017).



Estados Unidos es una sociedad indulgente con una puntuación relativamente alta de 68 puntos (ver Figura 6 del apéndice). Se trata de un país con una gran percepción de la

libertad, lo que tiene ventajas e inconvenientes. Los estadounidenses, en su mayoría, dan una gran importancia al tiempo libre y a las relaciones sociales, lo que le hace ser uno de los países más felices. No obstante, la posesión de armas y el consumo de drogas también es una consecuencia de la percepción de libertad, haciendo que se encuentre también entre los países con más consumidores de drogas del mundo.

Haq et al. (2018) sugieren que una sociedad indulgente tiene un menor autocontrol, es decir, a la hora de tomar decisiones que afectan a la inversión se guía por los impulsos. Generalmente, esto provoca unas mayores necesidades de financiación, estimula el sistema financiero del país y favorece su desarrollo.

En resumen, un mayor valor en las dimensiones culturales IND (individualismo), MAS (masculinidad), LTO (orientación a la incertidumbre) e IVR (indulgencia versus restricción) se espera que favorezcan el desarrollo financiero (relación positiva con DF). Por el contrario, un mayor valor en las dimensiones PDI (distancia jerárquica) y UAI (aversión a la incertidumbre) se espera perjudiquen al desarrollo financiero (relación negativa con DF).

4. OTROS DETERMINANTES DEL DESARROLLO FINANCIERO

A la hora de analizar el efecto de las dimensiones culturales sobre el desarrollo financiero es importante tener en cuenta otras variables explicativas. Estas, aun no siendo las

de interés en el análisis, permiten controlar por un posible problema de sesgo por omisión de variables relevantes en el modelo. Por ello, se han tenido en cuenta en la especificación del modelo las siguientes variables que otros autores han considerado como potenciales determinantes del desarrollo financiero de un país (Bayraktar, 2014; Ng, 2016):

a. Inflación

Esta variable, medida en función del Índice de Precios al Consumo (IPC), muestra la variación porcentual anual en los costes de un consumidor medio al adquirir una cesta de bienes y servicios. Es una variable que refleja la estabilidad macroeconómica. El signo esperado será negativo, ya que una mayor inflación afecta negativamente al desarrollo financiero.

b. Inversión Extranjera Directa

Constituye la entrada neta de inversiones en países extranjeros. Se obtiene sumando el capital social, la reinversión de los beneficios y otros capitales a corto y largo plazo, como porcentaje del PIB del país. Es una forma de medir los fondos que fluyen hacia los mercados financieros, además de un requisito de competitividad a nivel mundial. Generalmente, tiene una relación positiva con el Índice de Desarrollo Financiero (Majeed et al., 2021).

c. Apertura al comercio

Indica la actividad de un país, a través de la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, medidas como proporción del PIB. La liberalización del sector exterior mejora la tecnología nacional, haciendo que el proceso de producción del país sea más eficiente y consecuentemente, más productivo (Levine y Renelt, 1992). La apertura comercial es crucial para el desarrollo financiero y el crecimiento económico, por consiguiente, existe una relación positiva con la variable dependiente (DF).

d. Masa Monetaria

Es la suma del efectivo fuera de los bancos: los depósitos a la vista distintos de los de la administración central, los depósitos a plazo, de ahorro y en moneda extranjera de los

sectores residentes distintos de la administración central, los cheques bancarios y de viaje y otros valores como los certificados de depósito y el papel comercial. Indica profundidad o el tamaño del mercado financiero en porcentaje del PIB. Una mayor masa monetaria implica un mayor sector financiero y, por tanto, un mayor desarrollo del sistema financiero.

e. Efectividad del gobierno

Cuantifica la calidad de las instituciones en una escala del 0 al 100. Se valoran la calidad de los servicios públicos, la calidad de la administración pública y su grado de independencia de las presiones políticas, la calidad de la formulación y aplicación de las políticas y la credibilidad del compromiso del gobierno con dichas políticas. En un entorno con instituciones de calidad, los mercados financieros pueden desarrollarse más fácilmente. Por lo tanto, como es de esperar cuánto más efectivo sea el gobierno de un país, mayor desarrollado financieramente estará.

f. Índice de Democracia

Se construye a partir de una encuesta que realiza anualmente el periódico "The Economist" para calificar el estado de la democracia. Se basa en cinco medidas: proceso electoral y pluralismo, funcionamiento del gobierno, participación política, cultura política democrática y libertades civiles. El índice toma valores entre el 0 y el 10, asociando un mayor valor a una sociedad con un grado de democracia mayor. Se espera que haya una relación positiva entre el Índice de Democracia y el de Desarrollo Financiero.

5. ANÁLISIS EMPÍRICO

5.1 Muestra y análisis descriptivo

A la hora de abordar la recopilación de datos, nos hemos encontrado con varias limitaciones. Muchos de los países seleccionados inicialmente proporcionaban datos para años y variables muy diferentes, por lo que finalmente y tras descartar algunas variables, la muestra se ha visto reducida.

Los países que forman parte de la muestra son un total de 62 (ver Tabla 2 del apéndice) siendo aquellos para los que se disponía de datos completos en las seis dimensiones culturales y en todas las variables consideradas. Las fuentes para estas variables han sido el comparador de países de la consultora internacional “Hofstede Insights” y la página web oficial del profesor Geert Hofstede. Los ficheros de datos fueron recopilados en agosto de 2015, sin embargo, como los valores culturales de un país cambian muy lentamente se puede considerar que estos datos están actualizados.

La variable dependiente que consideramos es el Índice de Desarrollo Financiero (DF) de estos países para el año 2019. Los datos para cada uno de estos países se han obtenido de la página web oficial del Fondo Monetario Internacional. Los valores de este índice están comprendidos entre 0 y 1, se ha considerado multiplicarlos por 100 para tener una escala más cercana a la de las dimensiones culturales. Los datos para el resto de variables explicativas o de control se han obtenido de la página web oficial del Banco Mundial para el año 2019.

A continuación, se muestra un cuadro resumen con todas las variables utilizadas en el análisis empírico que se han ido explicando en capítulos anteriores, así como las fuentes de cada una de ellas.

Cuadro 5.1: Variables y Fuente de datos.

<i>Variable dependiente</i>		<i>Fuente</i>
<i>DF</i>	<i>Índice de Desarrollo Financiero*</i>	<i>Fondo Monetario Internacional (FMI)</i> <i>*variable original multiplicada por 100</i>
<i>Variables explicativas de interés</i>		<i>Fuente</i>

<i>PDI</i>	<i>Distancia Jerárquica</i>	<i>Consultoría internacional Hofstede Insights y la página web oficial del profesor Geert Hofstede</i>
<i>IND</i>	<i>Individualismo</i>	
<i>MAS</i>	<i>Masculinidad</i>	
<i>UAI</i>	<i>Control de la Incertidumbre</i>	
<i>LTO</i>	<i>Orientación a Largo Plazo</i>	
<i>IVR</i>	<i>Indulgencia versus Restricción</i>	
Variables explicativas de control		Fuente
<i>INFL</i>	<i>Inflación, precios al consumidor (% anual)</i>	<i>World Bank (World Development Indicators) ID: FP.CPI.TOTL.ZG</i>
<i>IED</i>	<i>Inversión Extranjera Directa, entrada neta de capital (% del PIB)</i>	<i>World Bank (World Development Indicators) ID: BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS</i>
<i>COM</i>	<i>Comercio (% del PIB)</i>	<i>World Bank (World Development Indicators) ID: NE.TRD.GNFS.ZS</i>
<i>MM</i>	<i>Masa Monetaria (% del PIB)</i>	<i>World Bank (World Development Indicators) ID: FM.LBL.BMNY.GD.ZS</i>
<i>EG</i>	<i>Efectividad del Gobierno (%)</i>	<i>Indicadores de Gobernanza a nivel Mundial (WGI)</i>
<i>ID</i>	<i>Índice de Democracia</i>	<i>La Unidad de Inteligencia del Economista (The EIU)</i>

Fuente: Elaboración propia.

Para obtener una idea general de los datos, en la Tabla 1 se muestran los estadísticos principales de la variable dependiente (DF) y de las variables explicativas de interés, que son las seis dimensiones de Hofstede, para el total de los 62 países en la muestra.

Tabla 5.1: Estadísticos principales, usando las observaciones 1 - 62.

Variable	Media	Mediana	D. T.	Mín	Máx
DF	41,0	35,8	21,6	9,02	90,2
PDI	69,6	70,0	19,4	18,0	100,0
IND	35,4	29,0	21,7	10,0	91,0
MAS	47,6	48,0	17,3	5,00	95,0
UAI	65,3	67,0	23,0	8,00	98,0
LTO	42,2	38,0	23,0	4,00	88,0
IVR	44,8	42,5	24,0	0,00	97,0

Fuente: Elaboración propia a través de Gretl.

Como podemos observar, en términos medios, los países de la muestra tienen un desarrollo financiero no muy alto.

Entre los países con un menor desarrollo destacan Burkina Faso y Tanzania. Estos países pertenecen al África Sub-Sahariana y tienen unos ingresos bajos. En el otro extremo se encuentran Japón y Australia, países del este de Asia y del Pacífico con ingresos altos. Generalmente, los países con desarrollo financiero similar tienden a presentar características en términos de ingresos y localización.

Los países de la muestra, presentan mayormente una alta distancia al poder, lo que indica la existencia de desigualdades entre individuos. En términos medios, son sociedades colectivistas y restrictivas, adversas a la incertidumbre y fundamentalmente orientadas hacia el corto plazo. En cuanto a la variable de masculinidad los resultados son heterogéneos con una ligera tendencia a la feminidad.

En la siguiente Tabla 2 se muestra la matriz de correlación donde podemos observar la asociación lineal entre el índice de desarrollo financiero y cada una de las diferentes dimensiones culturales.

Tabla 5.2: Coeficientes de correlación, usando las observaciones 1 - 62.

	PDI	IND	MAS	UAI	LTO	IVR
DF	-0,6054	0,6554	0,2256	-0,4058	0,1427	0,2553

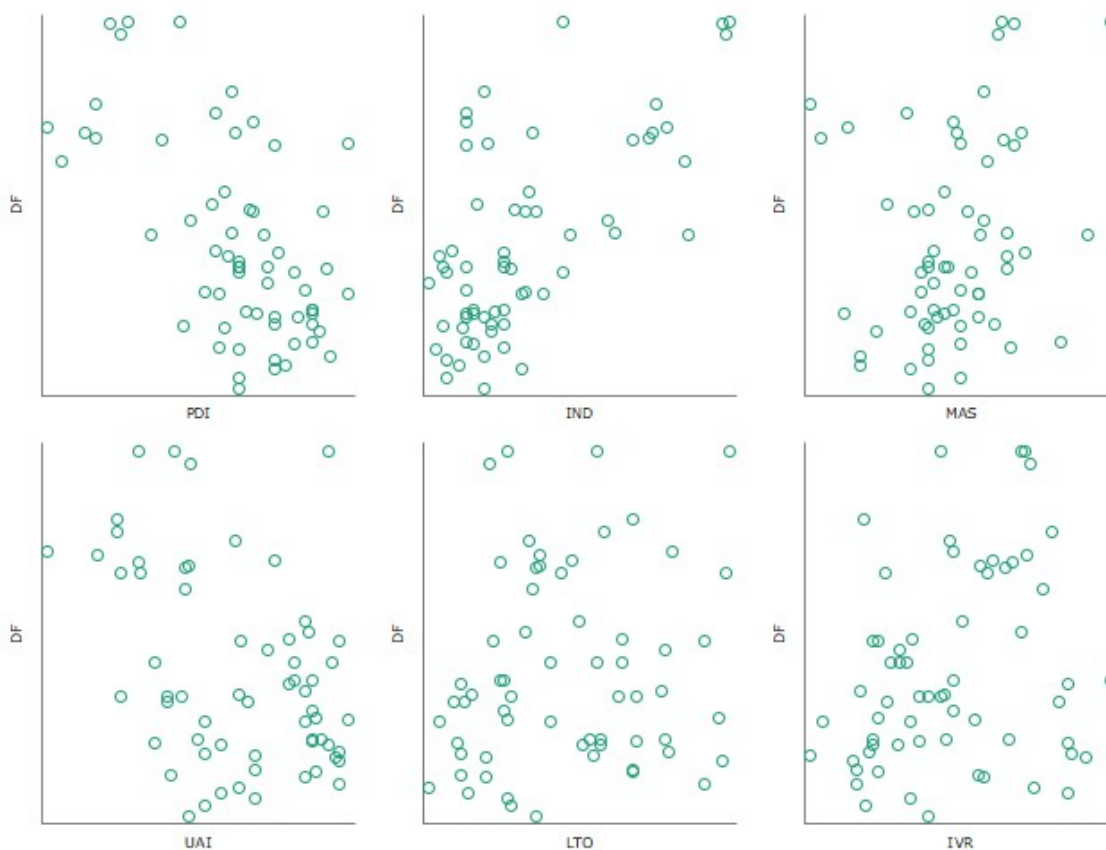
Fuente: Elaboración propia a través de Gretl.

El índice de Desarrollo Financiero muestra valores de correlación positivos con la mayoría de las dimensiones culturales a excepción de las dimensiones UAI y PDI, siendo el individualismo (IND) la dimensión más correlacionada con este índice. Hay una asociación lineal positiva de las dimensiones culturales de individualismo, masculinidad, orientación a largo plazo e indulgencia versus restricción con el desarrollo financiero.

Las dimensiones distancia jerárquica y control de la incertidumbre están asociadas de forma inversa con el desarrollo financiero. Esto implica que valores altos en la distancia jerárquica estarían asociados con un menor desarrollo financiero. Del mismo modo, una menor aversión a la incertidumbre estaría asociado con una mejora en el índice DF.

En la Gráfico 1 se muestra el gráfico de dispersión de los datos del índice DF sobre cada una de las seis dimensiones culturales de Hofstede. Se observa que, en promedio, hay una relación lineal negativa entre el índice DF y la distancia jerárquica (PDI) y el control de la incertidumbre (UAI). Con el resto de variables, la relación lineal es positiva siendo esta relación menos evidente con respecto a las dimensiones de masculinidad (MAS), orientación a largo plazo (LTO) e indulgencia versus restricción (IVR).

Gráfico 5.1: Gráfico de dispersión del índice DF respecto a las dimensiones de Hofstede.



Fuente: Elaboración propia a través de Gretl.

5.2 Resultados de la estimación de los modelos

En la Tabla 3 se presentan los resultados de la estimación por MCO de los siguientes modelos, empleando la nomenclatura explicada previamente.

$$\beta_1: DF_t = \alpha_1 + \alpha_2 PDI_t + \alpha_3 IND_t + \alpha_4 MAS_t + \alpha_5 UAI_t + \alpha_6 LTO_t + \alpha_7 IVR_t + \epsilon_t \quad t = 1, \dots, 62$$

$$\beta_2: DF_t = \alpha_1 + \alpha_2 PDI_t + \alpha_3 IND_t + \alpha_4 MAS_t + \alpha_5 UAI_t + \alpha_6 LTO_t + \alpha_7 IVR_t + \beta_8 PDI_t + \beta_9 IND_t + \beta_{10} MAS_t + \beta_{11} UAI_t + \epsilon_t$$

$$\beta_3: DF_t = \alpha_1 + \alpha_2 PDI_t + \alpha_3 IND_t + \alpha_4 MAS_t + \alpha_5 UAI_t + \alpha_6 LTO_t + \alpha_7 IVR_t \quad t = 1, \dots, 62$$

$$+ \beta_8 PDI_t + \beta_9 IND_t + \beta_{10} MAS_t + \beta_{11} UAI_t + \beta_{12} LTO_t + \beta_{13} IVR_t + \epsilon_t \quad t = 1, \dots, 62$$

Tabla 5.3: Estimaciones de MCO - Variable dependiente: DF.

	MODELO (1)	MODELO (2)	MODELO (3)	MODELO (4)
const	27,930 (17,48)	2,782 (17,08)	-8,746 (13,45)	-10,100 (13,33)
PDI	-0,2475 (0,1541)	-0,0743 (0,1359)	-0,0398 (0,1135)	-0,0324 (0,1123)
IND	0,3535*** (0,1319)	0,1268 (0,1184)	0,2735*** (0,1018)	0,2694*** (0,1007)
MAS	0,1923* (0,1102)	0,1811* (0,0907)	0,0703 (0,0824)	0,0967 (0,0834)
UAI	-0,2289*** (0,0855)	-0,1517* (0,0756)	-0,0672 (0,0643)	-0,0727 (0,0637)
LTO	0,3329*** (0,0952)	0,1575* (0,0842)	0,1451* (0,0728)	0,1549** (0,0724)
IVR	0,2118** (0,0985)	0,1961** (0,0859)	0,2205*** (0,0701)	0,2165*** (0,0694)
INFL		0,1167 (0,4772)		
COM		-0,0370 (0,0285)		
ID		-1,0560 (1,2150)		
EG		0,5884*** (0,1099)	0,3184*** (0,0895)	0,3362*** (0,0893)
MM			0,1222*** (0,0290)	0,1193*** (0,0288)
IED				-0,2251 (0,1514)
n	62	62	62	62
R ²	0,6102	0,7610	0,8124	0,8200
R ² corregido	0,5677	0,7142	0,7841	0,7889
F signif conjunta	14,3507 valor p	16,2419 valor p	28,6866 valor p	26,3268 valor p

	9,16e-10	1,26e-12	1,17e-16	2,28e-16
Contraste de White	23,4585 valor p 0,6601	14,5183 valor p 0,8033	45,6074 valor p 0,4051	58,6226 valor p 0,3098

Nota: ***, **, * indican la significatividad de los coeficientes a niveles del 1%, 5% y al 10% respectivamente. Desviaciones típicas entre paréntesis.

Fuente: *Elaboración propia a través de Gretl.*

5.2.1 Bondad de ajuste

La medida de bondad de ajuste utilizada es el R^2 o coeficiente de determinación del modelo. Se interpreta como el porcentaje de la varianza muestral de la variable endógena que queda explicada por el ajuste de cada modelo en función de la variación de las variables explicativas incluidas.

Si nos fijamos en el Modelo (1) el coeficiente de determinación toma un valor bastante alto. Indica que, incluyendo solamente las seis dimensiones culturales en el modelo, este explica un gran porcentaje de la variabilidad del índice DF en la muestra. Un 61,02% de la variabilidad de la variable dependiente se explica por las seis dimensiones culturales de Hofstede.

En el Modelo (4), se añade una variable que añaden muy poco valor al R^2 del tercer modelo. Teniendo en cuenta también el R^2 corregido, debemos remarcar que la inclusión de nuevas variables explicativas no trae efectos negativos por poco relevante que sea su incorporación.

5.2.2 Significación conjunta

El estadístico F de significación conjunta nos permite contrastar la hipótesis nula de que todos los coeficientes que acompañan a las variables explicativas, a excepción del

término constante, son igual a cero. Por lo tanto, nos permite evaluar la capacidad explicativa del conjunto de variables explicativas sobre la variación de la variable dependiente DF.

Los valores muestrales de este estadístico de contraste junto a su valor p se muestran en la Tabla 3. Tras comparar el valor muestral del estadístico de contraste con el valor crítico en las tablas de la distribución del estadístico bajo la hipótesis nula, F-Snedecor (K-1, N-K), para cada uno de los modelos, podemos afirmar que en todos ellos las variables explicativas son conjuntamente significativas respecto al índice DF. En ningún caso el valor crítico es mayor que el valor muestral del estadístico de contraste. Otra alternativa para llegar a esta misma conclusión es verificar que, el valor p asociado al valor muestral del estadístico F de significación conjunta de cada uno de los modelos no supera el nivel de significación del 5%.

5.2.3 Significación individual

Para saber si una variable explicativa concreta es individualmente significativa, comparamos el valor muestral, en valor absoluto, del estadístico t con el correspondiente valor crítico en la distribución t de Student con (N-K) grados de libertad (Ver tabla 3 del apéndice). Otra forma equivalente es comparar el valor p con el nivel de significación elegido. Si el valor p es menor que el nivel de significación elegido entonces se rechaza la hipótesis nula y diremos que la variable es individualmente significativa. En la Tabla 4 se muestran los valores p asociados a cada dimensión cultural en cada uno de los modelos.

Tabla 5.4: Contrastes de significación individual para las seis dimensiones culturales.

Valor p	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)	Modelo (4)
PDI	0,1141	0,5869	0,7275	0,7739

IND	0,0097	0,2889	0,0096	0,0100
MAS	0,0864	0,0512	0,3976	0,2517
UAI	0,0098	0,0501	0,3007	0,2589
LTO	0,0009	0,0671	0,0516	0,0369
IVR	0,0360	0,0268	0,0027	0,0029

Fuente: Elaboración propia a través de Gretl.

A partir de la Tabla 4 podemos ver que las dimensiones culturales significativas individualmente al 5% son IND e IVR en prácticamente todas las especificaciones. El signo de sus coeficientes es el esperado. Ceteris paribus, un aumento en el individualismo aumentaría el desarrollo financiero de un país. Por otro lado, a mayor indulgencia en un país mayor será su desarrollo financiero.

En el lado opuesto, están las variables PDI y MAS que no son individualmente significativas en ninguno de los modelos analizados (el valor p es mayor que el nivel de significación del 5%). Por lo tanto, aunque los signos de los coeficientes son los esperados, el efecto marginal de estas dos dimensiones no se rechaza que sea nulo.

Respecto a la variable LTO su significatividad individual depende del resto de variables de control que se incluyan en el modelo. Por ejemplo, al incluir en el Modelo (2) las variables INFL (inflación), COM (apertura al comercio), MM (masa monetaria) y EG (efectividad del comercio), inmediatamente, el LTO (orientación a largo plazo) deja de ser individualmente significativa.

5.2.4 Contraste de Heterocedasticidad

Para que los contrastes de significación individual y conjunta sean válidos una de las hipótesis básicas necesaria es la existencia de homocedasticidad en el término de perturbación. Utilizando los resultados del contraste de heterocedasticidad de White que se muestran en la Tabla 3, se obtiene que no se rechaza la hipótesis nula de homocedasticidad en ninguna de las especificaciones consideradas.

5.2.5 Evolución de los modelos

Para estudiar la influencia de la cultura en el desarrollo financiero (DF) de un país, hemos partido del Modelo (1), una especificación sencilla en la que se han incluido como variables de interés las seis dimensiones culturales de Hofstede. A excepción de PDI, todas las variables han resultado estadísticamente significativas a un nivel del 5% y los signos de los coeficientes, ceteris paribus el resto de dimensiones culturales, son los esperados.

Como hay que tener en cuenta que existen otras variables que pueden influir en el Índice de Desarrollo Financiero, en el Modelo (2), se han incluido INFL (inflación), COM (apertura al comercio), ID (índice de democracia) y EG (efectividad del gobierno) como variables de control. Como consecuencia, todas las dimensiones culturales significativas del modelo anterior, salvo IVR, han perdido su significatividad. Respecto a las variables de control, EG es la única estadísticamente significativa para explicar el índice DF.

Por lo tanto, en el Modelo (3) se han mantenido, además de las dimensiones culturales, solamente aquellas variables de control que han resultado individualmente significativas al 5%, esto es EG (efectividad del gobierno) y MM (masa monetaria). Con esta incorporación la dimensión IND vuelve a ser individualmente significativa junto a IVR.

Por último, en el Modelo (4) se han mantenido las mismas variables que en el modelo anterior y se ha agregado IED (inversión extranjera directa). A pesar de que la inclusión de esta variable ha aumentado ligeramente el R^2 corregido, comparando con el Modelo (3), en el Modelo (4) además de ser significativas las dimensiones culturales IND e IVR, ha pasado a serlo la dimensión LTO. Es preciso añadir que en todas las especificaciones consideradas el signo de los coeficientes que acompañan a las dimensiones culturales se mantienen y son los esperados.

5.2.6 Otras variables

Para llevar a cabo este estudio, han sido muchas las variables que se han analizado y para la cuales se han obtenido datos. Como se ha hecho referencia previamente, en un primer momento se consideraron tres variables dependientes: la capitalización bursátil respecto al PIB, el valor bursátil negociado en el mercado de activos y la rotación en el mercado bursátil.

Finalmente, se optó por emplear el Índice de Desarrollo Financiero, al tratarse de un indicador más completo.

Del mismo modo, también se contempló estudiar variables de interés referentes al PIB como el crecimiento del PIB per cápita y el crecimiento anual para cada país. Otra alternativa que se tuvo en cuenta fue el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Como variables de interés cualitativas, se clasificaron los países por localización geográfica, bien según los criterios del Banco Mundial (África Sub-Sahariana, Este de Asia y Pacífico, Europa y Asia Central, Latinoamérica y el Caribe, Norteamérica y Sur de Asia) o bien por hemisferio (oriental, occidental). Otra clasificación que se contempló fue por nivel de ingresos (alto, medio, bajo) y por pertenencia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Finalmente, estas variables han sido descartadas del estudio por diversos motivos. Muchas de ellas, no eran lo suficientemente relevantes como para incluirlas en el estudio, otras como la localización geográfica, contaban con demasiadas categorías que hacían demasiado complejo su estudio y tampoco resultaban significativas.

En último lugar, es preciso mencionar que la muestra original contaba con un total de 118 países. Descartando los países que no proporcionaban datos para todas las variables incluidas, la muestra se ha visto reducida a 62 países.

6. CONCLUSIONES

Mediante este análisis econométrico hemos podido comprobar que los resultados obtenidos acerca de la relación del Índice de Desarrollo Financiero (DF) con cada una de las dimensiones culturales han sido los esperados. Todas ellas mantienen una relación positiva con el índice DF a excepción de la distancia jerárquica (PDI) y la aversión a la incertidumbre (UAI).

Entre las variables de interés más relevantes se encuentran el individualismo (IND), la orientación a largo plazo (LTO) y la indulgencia versus restricción (IVR). Estas dimensiones culturales están respectivamente relacionadas con la seguridad excesiva, la adaptación al cambio y los impulsos, lo que se asocia a una mayor asunción de riesgos y por consiguiente, a una mayor participación en los mercados financieros.

En respuesta al objetivo que perseguía este trabajo, podemos afirmar que la cultura tiene un impacto en el desarrollo financiero. Sin embargo, es preciso remarcar que la cultura abarca muchos aspectos y que todos ellos no afectan de igual manera a este desarrollo.

En lo que respecta a las variables de control, las más significativas a un nivel de significación del 5% han sido dos. Por un lado, la efectividad del gobierno (EG) lo que resulta coherente dado que las políticas adoptadas por un gobierno afectan al país en muchos ámbitos, incluyendo el financiero. Por otro lado, la masa monetaria (MM) que es un claro indicador del desarrollo financiero de un país, dado que indica el tamaño del mercado financiero.

Como futura línea de investigación sería interesante omitir las variables de interés que no han resultado significativas, sustituyéndolas por otras que pudieran explicar mejor las variaciones en el Índice de Desarrollo Financiero. Se considera importante continuar con esta clase de investigaciones debido a que en este estudio se han tenido en cuenta las dimensiones culturales clasificadas según los criterios de Hofstede y por tanto, puede que haya aspectos culturales que hayan quedado fuera de este análisis. Siguiendo con la metodología empleada, se podrían tener en cuenta las variables culturales definidas en la Teoría de los Valores Culturales definida por Schwartz (1999): Autonomía Afectiva, Autonomía Intelectual, Armonía, Conservadurismo, Dominio, Individualismo y Jerarquía. Asimismo, también podría ser de gran utilidad realizar los contrastes para la muestra inicial de 118 países y comparar los resultados obtenidos con los de esta investigación.

Se ha podido apreciar que uno de los puntos débiles en este campo es la falta de estudios sobre la relación entre el desarrollo financiero y la cultura. Proseguir con investigaciones que sigan esta línea y que superen las limitaciones que se han afrontado, sería

de gran utilidad para determinar los aspectos fundamentales del desarrollo financiero de un país, lo que sería definitivamente una importante contribución a la investigación transcultural.

7. REFERENCIAS

Bayraktar N. (2014). Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries. *Borsa Istanbul Review*, 14 (2), pp. 74-95.

<https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.02.001>

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., y Levine, R. (2000). A new database on the structure and development of the financial sector. *The World Bank Economic Review*, 14 (3), pp. 597-60.

<https://www.doi.org/10.1093/wber/14.3.5971980>

Beck, T., y Demirgüç-Kunt, A. (2009). Financial institutions and markets across countries and over time. *World Bank Policy Research Paper 4943*.

<https://ssrn.com/abstract=1414705>

Breuer, W., Riesener, M., y Salzmann, A. J. (2014). Risk aversion vs. individualism: What drives risk taking in household finance? *The European Journal of Finance*, 20 (5), pp. 446-462.

<https://doi.org/10.1080/1351847X.2012.7147>

Chang, K., Wee, J. B., Yi, H.-C. (2012). Does national culture influence the firm's choice of debt maturity? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol 41 (4), pp. 424-457.

<https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2012.01078.x>

Cotrell A., y Lucchetti R. (2022). Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library. *Gretl SourceForge*.

<http://gretl.sourceforge.net/>

Esteban, M. V., Moral, P., Orbe, S., Regúlez, M., Zárraga, A., y Zubia, M. (2008). Análisis de Regresión con Gretl. *OpenCourseWare. Universidad Pública del País Vasco - Euskal Herriko Unibertsitatea*.

<https://ocw.ehu.eus/file.php/132/gretl/gretl/contenidos/version-completa-para-imprimir.pdf>

De Jong, E., y Semenov, R. (2002). Cross-Country Differences in Stock Market Development: A Cultural View. *Social Science Research Network (SSRN)*.

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.301374>

Dutta, N., y Mukherjee, D. (2011). Is culture a determinant of financial development? *Applied Economics Letters* 35867.

https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35867/1/MPRA_paper_35867.pdf

Haq, M., Hu, D., Faff, R., y Pathan, S. (2018). New evidence on national culture and bank capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, pp. 41-64.

<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.09.005>

Hofstede G. (2001). Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions and

organizations across nations. *Sage Publications, New York.*

https://books.google.es/books?id=w6z18LJ_1VsC&printsec=frontcover&dq=Culture%E2%80%99s+Consequences:+Comparing+Values,+Behaviors,+Institutions,+and+Organizations+Across+Nations&hl=en&ei=eOWZTcLPEKrXiALG7LCdCQ&sa=X&oi=book_result&ct=book-thumbnail&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Hofstede, G., Hofstede, G. J., y Minkov, M. (2010). *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. (3ª Ed). USA: McGraw-Hill. [https://e-
edu.nbu.bg/pluginfile.php/900222/mod_resource/content/1/G.Hofstede_G.J.Hofstede_M.Minkov%20-%20Cultures%20and%20Organizations%20-%20Software%20of%20the%20Mind%203rd%20edition%202010.pdf](https://e-
edu.nbu.bg/pluginfile.php/900222/mod_resource/content/1/G.Hofstede_G.J.Hofstede_M.Minkov%20-%20Cultures%20and%20Organizations%20-%20Software%20of%20the%20Mind%203rd%20edition%202010.pdf)

Hofstede G., y Minkov M. (2013). *Values Survey Module 2013 Manual*. Geert Hofstede. <https://geerthofstede.com/research-and-vsm/vsm-2013/>

Khan, M. A., Gu L., Khan, M. A., y Meyer, N. (2022). The effects of national culture on financial sector development: Evidence from emerging and developing economies. *Borsa Istanbul Review*, 22 (1), pp. 103-112. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.02.003>

Khlif, H. (2016). Hofstede's cultural dimensions in accounting research: a review. *Meditari Accountancy Research*, 24 (4), pp. 545-573. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-02-2016-0041>

Levine, R., y D. Renelt (1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *American Economic Review*, 82, pp. 942-963. <https://www.jstor.org/stable/2117352>

Majeed, A., Jiang, P., Ahmad, M., Khan, M. A., y Olah, J. (2021). The Impact of Foreign Direct Investment on Financial Development: New Evidence from Panel Cointegration and Causality Analysis. *Journal of Competitiveness*, 13 (1), pp. 95-112. <https://doi.org/10.7441/joc.2021.01.06>

Mihet, R. (2013). Effects of culture on firm risk-taking: A cross-country and cross-industry analysis. *Journal of Cultural Economics*, 37 (1), pp. 109-151. <https://doi.org/10.1007/s10824-012-9186-2>

Ng, A., Mansor, H. I., y Mirakhor, A. (2016). Does trust contribute to stock market development?. *Economic Modelling*, 52A, pp. 239-250.

<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.056>

Parboteeah, K.P., Addae, H.M. y Cullen, J.B. (2012). Propensity to Support Sustainability Initiatives: A Cross-National Model. *J Bus Ethics* 105, pp. 403-413.

<https://doi.org/10.1007/s10551-011-0979-6>

Pink M. (2018). Cultural aspects of sustainable development. *Economic and Environmental Studies*, pp. 324-337.

<https://czasopisma.uni.opole.pl/index.php/ees/article/download/2616/2093>

Sahay R., Čihák M., y N'Diaye P. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>

Schwartz, S. H. (1992). Universals in the Content and Structure of Values: Theoretical Advances and Empirical Tests in 20 Countries. *Advances in Experimental Social Psychology*, Academic Press, 25, pp. 1-65.

[https://doi.org/10.1016/S0065-2601\(08\)60281-6](https://doi.org/10.1016/S0065-2601(08)60281-6)

Schwartz, S. H. (1999). A Theory of Cultural Values and Some Implications for Work. *Applied Psychology: An International Review*, 48 (1), pp. 23-47.

http://130.18.86.27/faculty/warkentin/SecurityPapers/Merrill/Schwartz1999_APIR48_1_CulturalValues.pdf

Soares, A. M., Farhangmehr, M., y Shoham A. (2007). Hofstede's dimensions of culture in international marketing studies. *Journal of Business Research*, 60 (3), pp. 277-284.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2006.10.018>

Vikkram, S., Li, B. y Roca, E. (2017). How pervasive is the effect of culture on stock market linkages? *Evidence across regions and economic cycles*, *Applied Economics*, 49 (42), pp. 4209-4230.

<https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1279268>

Páginas web:

Banco Mundial. (s.f.). *Comercio (% del PIB)*.

<https://datos.bancomundial.org/indicador/NE.TRD.GNFS.ZS>

Banco Mundial. (s.f.). *Inflación, precios al consumidor (% anual)*.

<https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>

Banco Mundial. (s.f.). *Inversión extranjera directa, entrada neta de capital (% del PIB)*.

<https://datos.bancomundial.org/indicador/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>

Banco Mundial. (s.f.). *Masa Monetaria (% del PIB)*.

<https://datos.bancomundial.org/indicador/FM.LBL.BMNY.GD.ZS>

Banco Mundial. (s.f.). *World Bank Country and Lending Groups*.

<https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>

Banco Mundial. (s.f.). *Worldwide Governance Indicators*.

<https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators>

Fondo Monetario Internacional. (s.f.). *Financial Development Index Database*.

<https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>

Geert Hofstede. (s.f.). *Dimension data matrix*. <https://geerthofstede.com/research-and-vsm/dimension-data-matrix/>

Hofstede Insights. (s.f.). *Compare countries*. <https://www.hofstede-insights.com/product/compare-countries/>

La Unidad de Inteligencia del Economista (The EIU). (10 de febrero de 2022). *A new low for global democracy*. <https://www.economist.com/graphic-detail/2022/02/09/a-new-low-for-global-democracy>

Map in Seconds. (s.f.).

<http://mapinseconds.com/>

8. APÉNDICE

Tabla A1. Indicadores que componen el Índice de Desarrollo Financiero

	INSTITUCIONES FINANCIERAS (FI)	MERCADOS FINANCIEROS (FM)
P R O F U N D I D A D	FID:	FMD:
	1. Crédito bancario al sector privado (% PIB)	1. Capitalización bursátil en relación con el PIB
	2. Activos de los fondos de pensiones (% PIB)	2. Acciones negociadas respecto al PIB
	3. Activos de fondos de inversión (% PIB)	3. Títulos de deuda internacional del gobierno (% del PIB)
	4. Primas de seguros, vida y no vida (% PIB)	4. Total de títulos de deuda de las sociedades no financieras (% del PIB)
		5. Total de títulos de deuda de las sociedades financieras (% del PIB)

**A
C
C
E
S
O**

FIA:

1. Sucursales (bancos comerciales) por cada 100.000 adultos
2. Cajeros automáticos por cada 100.000 adultos

FMA:

1. Porcentaje de capitalización bursátil sin contar las 10 mayores empresas
2. Número total de emisores de deuda (nacionales y externos, sociedades no financieras y sociedades financieras)

**E
F
I
C
I
E
N
C
I
A**

FIE:

1. Margen de interés neto
2. Margen de préstamos y depósitos
3. Ingresos no financieros sobre el total de ingresos
4. Gastos generales sobre el total de activos
5. Rendimiento de los activos
6. Rendimiento de los fondos propios

FME:

1. Ratio de rotación de la bolsa (acciones negociadas/capitalización)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del FMI.

Tabla A2. Países de la muestra

África Sub-Sahariana	<i>Angola, Burkina Faso, Cabo Verde, Ghana, Mozambique, Nigeria, Sudáfrica, Tanzania</i>
Este de Asia y Pacífico	<i>Australia, China, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur, Tailandia, Vietnam</i>
Europa y Asia Central	<i>Albania, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Georgia, Hungría, Irlanda, Kazajstán, Macedonia del Norte, Moldavia, Noruega, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumania, Rusia, Serbia, Suecia, Turquía, Ucrania</i>
Latinoamérica y el Caribe	<i>Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, México, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay</i>

Medio Este y Norte de África	<i>Argelia, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Marruecos</i>
Norteamérica	<i>Estados Unidos</i>
Sur de Asia	<i>Bangladés, India, Pakistán, Sri Lanka</i>

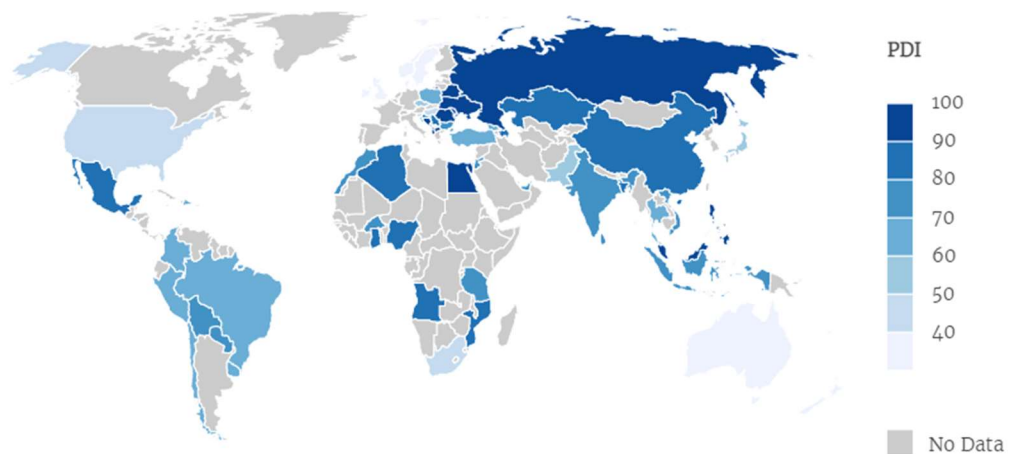
Fuente: Elaboración propia. Clasificación basada en los criterios del World Bank (2022).

Tabla A3: Contrastes de significación individual empleando el estadístico t.

Estadístico t	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)	Modelo (4)
PDI	-1,606	-0,547	-0,350	-0,289
IND	2,680	1,072	2,686	2,676
MAS	1,746	1,997	0,853	1,159
UAI	-2,675	-2,006	-1,045	-1,142
LTO	3,497	1,871	1,991	2,141
IVR	2,150	2,281	3,144	3,121

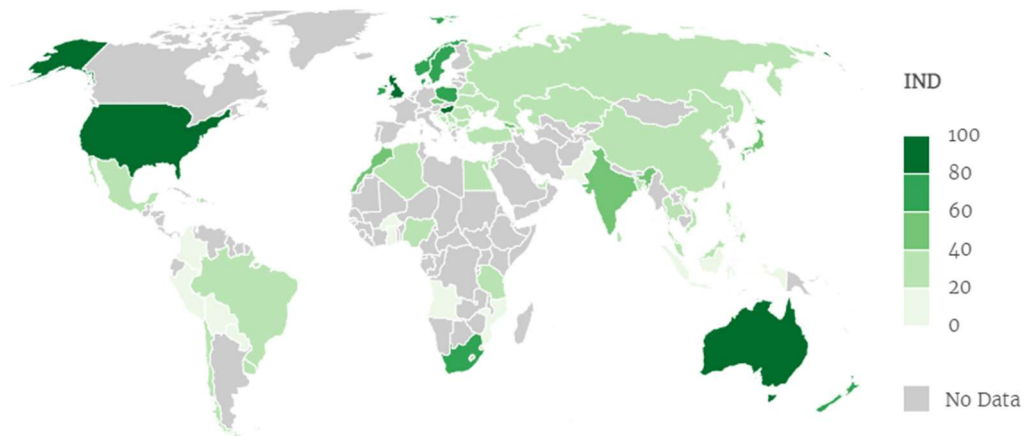
Fuente: Elaboración propia a través de Gretl.

Figura A1: Distancia jerárquica por países.



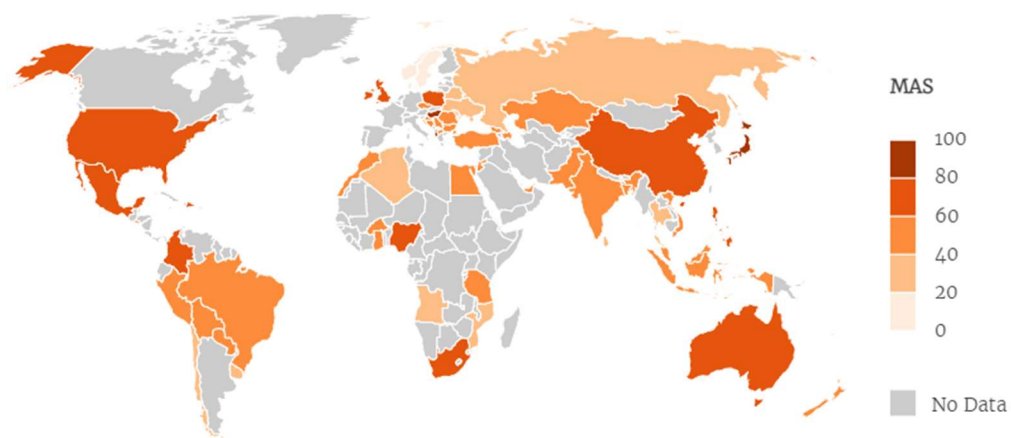
Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.

Figura A2: Individualismo por países.



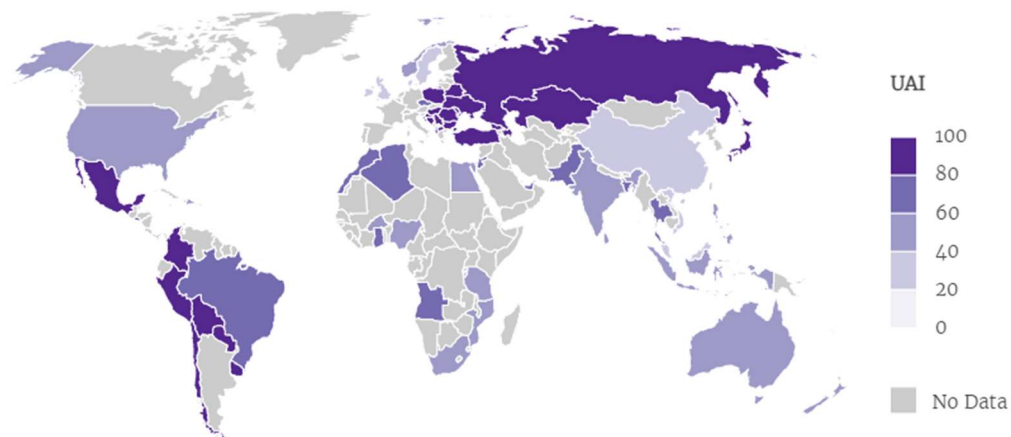
Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.

Figura A3: Masculinidad por países.



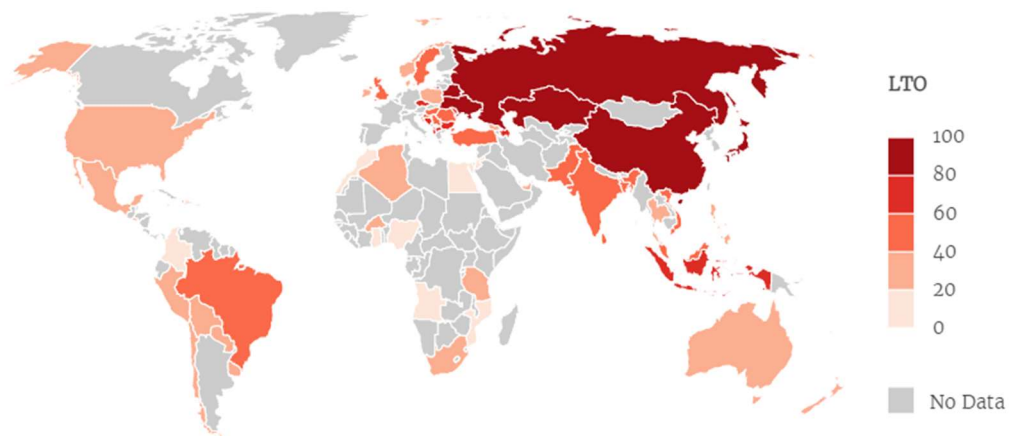
Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.

Figura A4: Aversión a la incertidumbre por países.



Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.

Figura A5: Orientación a largo plazo por países.



Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.

Figura A6: Indulgencia versus restricción por países.



Fuente: Elaboración propia a partir de la página web mapinsecond.com.