

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO USFQ

Colegio de Administración y Economía

**El riesgo político, institucional y el modo de entrada de la
Inversión Extranjera Directa en Latinoamérica**

Proyecto de Investigación

Vanessa Fernanda Moyano Otorongo

Economía

Trabajo de titulación presentado como requisito
para la obtención del título de
Economista

Quito, 26 de abril de 2019

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO USFQ
COLEGIO ADMINISTRACION Y ECONOMIA

**HOJA DE CALIFICACIÓN
DE TRABAJO DE TITULACIÓN**

**El Riesgo politico, institucional y el modo de entrada de la Inversion
Extranjera en Latinoamerica**

Vanessa Fernanda Moyano Otorongo

Calificación:

Nombre del profesor, Título académico

Mónica Rojas, MSc.

Firma del profesor

Quito, 26 de abril de 2019

DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído todas las Políticas y Manuales de la Universidad San Francisco de Quito USFQ, incluyendo la Política de Propiedad Intelectual USFQ, y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo quedan sujetos a lo dispuesto en esas Políticas.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma del estudiante:

Nombres y apellidos:

Vanessa Fernanda Moyano Otorongo

Código:

00125891

Cédula de Identidad:

1803772860

Lugar y fecha:

Quito, 26 de abril de 2019

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, agradezco a mi tutora de tesis Mónica Rojas, quien con su apoyo y compromiso ha sabido guiarme y apoyarme en cada una de las etapas de mi vida estudiantil, no solo como tutora de tesis, sino como coordinadora de la carrera de economía, profesora y amiga. Gracias por la confianza ofrecida desde el primer día que inicie mis estudios en la Universidad San Francisco de Quito.

A Santiago Jose Gangotena, por su apoyo incondicional, pasión, motivación y tiempo para la realización del presente trabajo investigativo.

Agradezco a mi familia, por convertirse en mi principal motivación en estos 5 años de estudio. En especial a mi madre a quien dedico este trabajo de investigación, por confiar en mí y brindarme su amor, paciencia, comprensión, y sobretodo ejemplo de superación y constancia. A Andrés Castillo por compartir cada momento importante en esta etapa de mi vida y hacerla inmejorable con su apoyo y amor.

A mis amigos y pronto colegas, quienes, con risas y enojos han convertido mi etapa universitaria, en la mejor de mi vida.

RESUMEN

Cuando una empresa decide invertir en otro país, puede hacerlo a través del establecimiento de una empresa nueva (Greenfield) o mediante la compra o fusión con una empresa ya existente en el país (M&A). Si bien existe una vasta literatura teórica y empírica sobre los determinantes de la Inversión extranjera directa agregada, solo unos pocos estudios examinan como ciertos determinantes, influyen de manera individual dependiendo del modo de entrada de la inversión. El objetivo de este trabajo investigativo es a partir de un análisis de datos de panel para una muestra de países de Latinoamérica, demostrar que el riesgo institucional y político es un factor que influye en el modo de entrada de la inversión y que su influencia difiere a partir del modo de entrada que el inversionista considera elegir.

Palabras clave: IED, Fusiones, Adquisiciones, Greenfield, Riesgo Político, Instituciones

ABSTRACT

When a company decides to invest in another country, it can do so through the establishment of a new company (Greenfield) or through the purchase or merger with an existing company in the at country (M & A). Although there is a vast theoretical and empirical literature on the determinants of aggregate foreign direct investment, only a few studies examine how certain determinants influence individually depending on the mode entry. The objective of this research is based on a panel data analysis for a sample of Latin American countries, to demonstrate that the institutional and political risk is a factor that influences the mode of investment entry and that its influence differs from the entry mode that the investor considers to choose.

Key words: FDI, M&A, Greenfield, Political Risk, Institutions

TABLA DE CONTENIDO

1.Introducción	8
2.Revisión de Literatura.....	11
3. Datos y Metodología.....	21
3.1 . Datos	21
3.1.1.Variables dependientes	21
3.1.2 Variables independientes	22
3.1.2 Análisis de componentes principales	25
3.1.1.Variables de control	26
3.2 . Metodología	28
3.2.1.Especificación econométrica	28
4. Análisis y Resultados.....	31
4.1 Modelo IED agregada.	31
4.2 Modelos del modo de entrada.....	34
5. Conclusiones	40
6. Referencias Bibliográficas	42
7. Anexos	45
Anexo A Listado de países de Latinoamérica elegidos.	45
Anexo B Descripción de las variables de control	45
Anexo C Regresiones OLS.	46
Anexo D Regresión M&A con factores de riesgo individuales (efectos fijos).....	47
Anexo E Regresión inversión greenfield con factores de riesgo individuales (efectos fijos)	48

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Matriz de correlaciones de las variables dependientes.....	21
Tabla 2: Matriz de Correlación Variables de riesgo político e institucional	24
Tabla 3: Regresión IED agregada.....	31
Tabla 4: Regresión IED agregada con factores de riesgo individuales (efectos fijos)	33
Tabla 5: Regresión IED agregada con factores de riesgo individuales (efectos aleatorios).....	34
Tabla 6: Regresiones modo de entrada: M&A y Greenfield	35
Tabla 7: Regresión M&A con factores de riesgo individuales (efectos aleatorios).....	38
Tabla 8: Regresión inversion Greenfield con factores de riesgo individuales (efectos aleatorios)	39

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Gráfico de sedimentación componentes principales.	25
Figura 2: Contribución de las variables al primer componente	26

1. INTRODUCCIÓN

Con el proceso de globalización que se vive en la actualidad, la integración y el aumento de los flujos de capitales entre los países, se ha vuelto apremiante. Las economías compiten entre ellas, con el fin de atraer capitales desde el exterior. A su vez, el desarrollo de los mercados en países emergentes depende en gran medida de su capacidad de recibir y acumular flujos de capital extranjeros. Dada la importancia de la inversión extranjera directa, se han realizado varios trabajos que buscan determinar los factores que influyen en ella; sin embargo, escasos trabajos toman en consideración que cuando una empresa decide invertir en otro país, puede hacerlo a través del establecimiento de una empresa nueva (inversión nueva o Greenfield) o mediante la fusión o compra de una empresa ya existente en el país en el que desea invertir (Fusiones y Adquisiciones). Es decir, se ha considerado que los factores influyen en igual medida en cualquiera de los modos de entrada de la IED, sin realizar una diferenciación.

Por otro lado, se ha estudiado la influencia de los determinantes macroeconómicos en la IED en su forma agregada; sin embargo, la influencia de los cambios en las instituciones políticas relevantes en los países receptores de inversión, no se han estudiado de manera más específica. A menudo los trabajos concentran su análisis en indicadores muy específicos y frecuentemente usados como los derechos democráticos, la corrupción en otros, y dejan de lado una amplia gama de otros elementos y variables relacionadas con el riesgo político e institucional.

A partir de ello, el propósito del presente trabajo investigativo es examinar cómo una gama más amplia de factores que miden el riesgo político e institucional afectan a la IED agregada y al modo de entrada de la misma, por medio de 3 modelos econométricos de datos de panel, similares a los usados por Globerman y Shapiro (2005). Para un panel compuesto por los 8 países con mayores rentas de Latinoamérica. De manera más específica se realiza

un análisis individual del impacto de cada indicador de riesgo y además, a partir de un análisis de primeros componentes se creara una “variable única” que explica el riesgo político e institucional a partir de 10 indicadores del Country Risk Guide sobre la estabilidad del gobierno, condiciones socioeconómicas, perfil de inversión, conflicto interno y externo, corrupción, la política militar, la ley y el orden, la responsabilidad democrática y la calidad de la burocracia.

En contexto, la IED en Latinoamérica “aumentó un 7% para alcanzar los \$ 146 mil millones en 2017, impulsada por la recuperación económica de esa región. Este fue el primer aumento en seis años, pero las entradas siguen muy por debajo del pico de 2011 durante el auge de las materias primas” (UNTAD, 2018). Se observa también un aumento en las M&A (fusiones y adquisiciones) en 2017 en casi 60% con respecto a 2016, las cifras pasan de \$ 17.978 millones a \$29.438 millones. Sin embargo, la inversión Greenfield disminuyó en 5.31% en el mismo periodo, de \$ 71.464 millones en 2016 a \$ 67.671 millones en 2017. Como se puede analizar a partir de los datos de la UNTAD, vemos un aumento tanto en la IED como en las M&A, sin embargo, el comportamiento de la inversión Greenfield es diferente, lo que nos hace intuir que hay factores que influyen de manera distinta en cada uno de los modos de entrada.

Además, se debe considerar que una empresa multinacional está expuesta a dos tipos de riesgos en sus operaciones de inversión extranjera directa: "los riesgos relacionados con la gestión de su propio negocio en un país diferente y los relacionados con el entorno político y macroeconómico del país de acogida" (Dans, N. 2012). Para que se produzca la IED, las firmas propietarias deberán evaluar todos los aspectos de los potenciales países para invertir, los problemas se dan cuando se debe tomar estas decisiones con información incompleta. Por lo que los contextos económicos, político y social pueden eventualmente causar pérdidas a los inversionistas extranjeros, lo que hace que estos, sean más cautos al momento de decidir

dónde invertir y en qué modo hacerlo. A partir de ello, se busca aportar a la generación de nueva información sobre la influencia de los factores de riesgo institucional y político en el modo de entrada de la IED y abrir el campo a la realización de más trabajos de investigación sobre los diferentes factores y su influencia dependiendo el modo de entrada que se elige para la inversión.

2. REVISION DE LITERATURA

En los últimos años, se ha abierto un nuevo campo de estudio dentro de la investigación de la Inversión Extranjera directa (IED) que argumenta que el riesgo político e institucional son factores que influyen en los flujos de IED, dado que las instituciones políticas que apoyan un buen gobierno y un menor riesgo político son atractivos para futuros inversionistas. Sin embargo, no se ha estudiado como el riesgo político e institucional influye en el modo de entrada de IED, ya sea por medio de inversión Greenfield o M&A. En esta sección, analizaré los conceptos importantes y presentaré un breve análisis de los trabajos investigativos que buscan explicar los flujos de IED en su forma agregada y dividida por el modo de entrada.

Empezaremos definiendo la Inversión Extranjera Directa. Para la UNTAC “La inversión extranjera directa refleja el interés de largo plazo de una entidad residente en una economía (inversor directo) en una entidad residente en otra economía (inversión directa)”. El Banco Mundial la define como: “adquirir intereses de largo plazo en una empresa que esté operando en otro país diferente al del inversor y en que el propósito del inversor es el de tener una voz participativa en el manejo de dicha empresa en el extranjero”.

La teoría e investigación sobre inversión extranjera directa (IED) surge con la necesidad de aprovechar los beneficios que esta causa en los diferentes sectores de la economía de los países. Las economías de las naciones están cada día más interrelacionadas en la mayoría de campos y las fronteras cada día se hacen más pequeñas. El comercio y el intercambio internacional, junto con la inversión extranjera se constituyen en una de las principales causas de transformación y unión de las naciones.

Varios trabajos de investigación han estudiado la importancia de la IED y han llegado al consenso que la inversión extranjera directa tiene un efecto positivo en el crecimiento de los países. El modelo Solow-Swan sostiene que “la única forma de lograr un crecimiento a largo

plazo es la tecnología, situación que es posible si la economía se encuentra en un estado estacionario. Para lograr llegar a ese estado es necesario (según lo explica el modelo) impulsar crecimiento de corto plazo a partir de inversiones” (1956). Hansen y Rand en su trabajo realizado con una muestra de 31 países corroboraron lo expuesto por Solow-Swan , los autores encontraron “una fuerte relación causal de largo plazo entre la inversión y el crecimiento” (2006). Dada la importancia de la IED como impulsor del crecimiento, determinar los factores que influyen en ella, se ha convertido en un tema de controversia y los autores en un intento de esclarecerlos, han llegado a distintos resultados.

Uno de los primeros acercamientos es el que presenta el modelo neoclásico simple, el cual indica que, dada la productividad del capital, los flujos deberían migrar de los países ricos a los países pobres, ya que estos ofrecen una mayor productividad marginal de capital, estableciéndolo como un factor explicativo de la inversión. Dicha explicación, aun bastante aceptada, es discutida por Lucas en su Paper: “Why doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries”, en el cual pone en duda la teoría neoclásica y prueba de manera empírica que las decisiones de inversión responden a otros elementos, entre los que se encuentra las diferencias y beneficios de capital humano y la imperfección del mercado de capitales, en el que se puede evidenciar riesgo político” (Lucas, 1990).

A partir de esto, se han ampliado los estudios para incluir nuevas variables explicativas a la IED. Krugman ha desarrollado distintos modelos y teorías, en búsqueda de dar una explicación de las motivaciones de las empresas a invertir en el extranjero, en lugar de seguir invirtiendo en los mercados de sus países. El autor da a entender que cuando una empresa decide invertir en un país diferente, no la contempla como la única forma en que puede maximizar sus beneficios, por lo que hay otras motivaciones para hacerlo, más específicas de las empresas y sus objetivos. “Estos motivos pueden estar influenciados por regulaciones o políticas públicas, aprovechar economías de escala, o establecer modalidades para

aprovisionarse de insumos con menor riesgo” (1992). Es decir, se incluyen ya nuevas variables explicativas, referentes a individualidades de los países o de las mismas empresas.

El principal factor encontrado por los investigadores es el tamaño del mercado. Buthe y Miller incluyen en su estudio variables como: PIB, PIB per cápita políticas comerciales, coyuntura política y la institucionalidad. Ellos concluyen que la IED se ve principalmente afectada por el tamaño del mercado, el crecimiento económico y el PBI per cápita (2008). Esto debido a que, al tener una economía más grande, las empresas enfrentan una mayor demanda, por lo que nacionales y extranjeras pueden operar con mayor eficiencia y suplir las necesidades de la población. Esta variable ha sido aceptada como influyente por casi todos los estudios empíricos, entre los que están: Bhavan et.al (2011), Ranjan y Agrawal (2011), Ting y Tang (2010), Schneier y Matei (2010).

El modelo Heckscher Ohlin, predice que, si un país tiene abundancia relativa de un factor, tendrá una ventaja comparativa en aquellos bienes que utilizan una cantidad intensiva de aquel factor. Así países con abundancia de mano de obra, tendrán una ventaja en bienes que sean intensivos en trabajo, por lo que los flujos de IED irán a países con bajas tasas salariales en relación con el país de origen. Lankes y Venables (1996) afirma que el nivel de costos laborales en cada país se puede estimar a través de cálculo del salario. Esto se ha demostrado a través de trabajos empíricos, como el realizado por Jaumotte (2004), quien encuentra que parte de la IED en los países en desarrollo está impulsada por costos laborales más baratos. También, Osaka en su trabajo investigativo sostiene que la inversión extranjera directa se da en economías menos desarrolladas, con abundancia en el factor trabajo, donde los salarios son relativamente más barata que en el país de origen. Otro de los factores es que estas economías tienen variedad extensa de recursos naturales y tienen costos de transacción y de transporte bajos. (1992). La ventaja de costos que puede surgir, beneficia a empresas que necesita mano de obra de baja calidad.

Gil por su parte sostiene que los países que atraen a la inversión, además de contar con un “tamaño de mercado adecuado y crecimiento económico, como Buthe y Miller sostenían, también deben tener políticas claras (reglas de juego definidas y respetadas) a través de un marco legal en el cual estén detallados todos los puntos relevantes a la inversión extranjera directa” (2013). Lo anterior pone en evidencia, la importancia de la estabilidad política, sobre todo de la necesidad de reglas de juego e institucionalidad, para atraer la inversión.

El trabajo de Pravin, usa datos de panel, para determinar la influencia de factores económicos, políticos e institucionales en las BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Dentro de las variables que toma como riesgo se encuentran: estabilidad política, no violencia, eficacia del gobierno, calidad regulatoria, control de la corrupción, voz y responsabilidad. Dentro de resultados encontrados, se encuentra que los factores de riesgo político generalmente afectan negativamente a las decisiones de inversión. Además, denota a la corrupción como una variable que impide la IED. Este trabajo se relaciona con el trabajo de Gammeltoft y Kokko quienes estudian el caso de China y encuentran que “las inversiones tienen como destino economías que son débiles institucionalmente, tienen apertura comercial, apariencia cultural y son abundantes en recursos naturales” (2013).

En 2016, las entradas de IED disminuyeron un “7,9% en Latinoamérica, cifra que llega a los 167.043 millones de dólares, valor que, si compara con cifras del 2011 representa una caída del 17,0%” (CEPAL, 2017). Por lo que, a nivel regional se han realizado varios estudios, para determinar la razón de dicha caída. Mogrovejo por su parte realiza un análisis sobre los determinantes de inversión en América Latina, concluye que los factores que influyen en la IED son “el tamaño de mercado, la apertura comercial y el riesgo país, además de sucesos atípicos relacionados a privatizaciones y a grandes emprendimientos empresariales privados” (2015).

Esquivel y Larraín a partir de un análisis regional demuestran que “existen una serie de factores institucionales y de política como la estabilidad macroeconómica, la infraestructura, la calidad del marco legal y regulatorio, y la política comercial” (2007, p. 51) que afectan directamente a los flujos de IED. Concluyendo que las buenas políticas en cuanto a apertura comercial, la seguridad institucional y legal; resultan factores que atraen la inversión. Una vez más, la estabilidad política y al riesgo país se muestran como un determinante de la inversión.

A pesar que existen varios trabajos que buscan determinar los factores que influyen en la IED a nivel agregado, existen pocos estudios que se han centrado en identificar los flujos de inversión extranjera directa a través del modo de entrada: greenfield o M&A. Algunos de los estudios formulan trabajos a nivel conceptual de los posibles factores que influyen el modo de entrada de la inversión, otros buscan establecer causalidad a nivel país, con una muestra de empresas. Sin embargo, para Latinoamérica no se han encontrado estudios empíricos que muestran una causalidad de los factores determinantes, ya que los estudios suelen centrar su análisis en economías desarrolladas y casos específicos de economías emergentes del Asia.

El modo de entrada a un mercado internacional es "un acuerdo institucional que hace posible la entrada de productos, tecnología, habilidades humanas, gestión u otros recursos de una empresa a un país extranjero" (Root, 1994, p. 5). Este proceso puede combinar diferentes riesgos que deben evaluarse por adelantado al tomar la decisión. Según Root (1994), desde la perspectiva de la administración, los modos de entrada se pueden clasificar en tres modos principales: modos de entrada de exportaciones, modos de entrada contractuales y modos de entrada de inversión. En este trabajo investigativo, nos enfocaremos específicamente en los modos de entrada de inversión utilizados por las empresas en Latinoamérica.

Los estudios empíricos realizados han demostrado que las estrategias de modo de entrada que toman las empresas, impactan directamente en otras decisiones estratégicas e influyen fuertemente en el desempeño de la organización (Chen y Hu, 2002; Brouthers y Hennart, 2007). Un modo de entrada adecuado no solo va a conducir a un mayor rendimiento de las subsidiarias, sino también a la realización del objetivo de la empresa matriz. Además, esto va a impactar en la estructura competitiva del mercado local. Ya que si bien, los gobiernos buscan atraer inversión extranjera directa, deben considerar que estas pueden traer tanto beneficios como amenazas para el país y el mercado interno.

La elección del modo de entrada de la IED en un país, implica muchos factores y una sola perspectiva teórica por sí sola no puede ser lo suficientemente adecuada para proporcionar una explicación completa de porqué las empresas eligen un tipo particular de entrada en relación de otra. (Andersen, A. 1997). La mayoría de estudios sugieren que la elección del modo de entrada esta influenciada por factores 1) a nivel de industria o mercado, 2) a nivel de país (incluido el país anfitrión y el país de origen) , y 3) a nivel empresa. Un ejemplo es el trabajo realizado por Paul, J et al., en su revisión teórica divide los determinantes de inversión Greenfield y M&A en estas categorías.

A nivel de industria o mercado, los estudios se centran principalmente en variables como el tamaño del mercado, potencial de crecimiento, barreras de entrada, barreras específicas y el grado de competencia. Hay estudios que buscan explicar al grado de propiedad como un factor determinante, un ejemplo es el estudio realizado por Chen, S (2008), en el que toma una muestra de inversiones japonesas en Estados Unidos, las divide en adquisiciones de propiedad parcial y total, en que las adquisiciones totales están impulsadas principalmente por consideraciones de capacidad, mientras que las adquisiciones parciales están motivadas por otras consideraciones estratégicas. También encuentran evidencia que los inversionistas japoneses seleccionan la decisión sobre la propiedad total o parcial para

justificar la estrategia que han elegido para ingresar a los EE. UU, lo que hace que se tomen en cuenta otro factor al momento de decidir si ingresar al nuevo país por Greenfield o M&A.

Otro estudio interesante es el realizado Chen junto a Hennart, F. (2002) quienes analizan como las barreras de entrada y las capacidades de la empresa afectan a la decisión de las empresas de hacer fusiones o adquirir una empresa en su totalidad. Los autores llegan a la conclusión que cuanto mayor son las barreras de entrada a la industria o mercado, las empresas van a optar por hacer fusiones, mientras que si las barreras de entrada no son fuertes o las empresas poseen una mayor fortaleza comercial o competitiva tienden a preferir establecer subsidiarias de propiedad total.

Sanjee, A y Ramaswani (1992) proponen a través de una regresión logística multinomial a las ventajas de propiedad, ventajas de ubicación del mercado y ventajas de internalización como factores determinantes de la elección del modo de entrada de la inversión. A su vez Brouthers, K (2002) en un estudio para una muestra de empresas de la Unión Europea, examinan a partir de medidas de desempeño financieras como no financieras, si las empresas que seleccionan el modo de la elección de entrada según el costo de transacción, el contexto institucional y las variables de contexto cultural, tienen un mejor desempeño que otro tipo de empresas. Somlev, I et al. (2005). En un estudio realizado con una muestra de 751 subsidiarias de empresas japonesas, prueban la hipótesis que los factores de ubicación, tienen un poder predictivo para el modo de establecimiento y la elección de propiedad. Además, muestran que el tipo de cultura del país anfitrión y el crecimiento industrial son los predictores apropiados para el modo de entrada.

En cuanto a estudios realizados a nivel de país, además de variables como características geográficas y los entornos políticos y macroeconómicos, en los últimos años el análisis se ha centrado en el entorno institucional del país anfitrión. Estos factores se derivan principalmente de los argumentos institucionales, la teoría de las opciones reales y la teoría

de los costos de transacción (TCT) (Paul, J, et al. 2017). Existen estudios realizados en países específicos y otros a nivel de economías desarrolladas, sin embargo, para Latinoamérica no se ha propuesto a factores como el riesgo político e institucional como predictores de la IED y el modo de entrada de la misma.

Globerman y Shapiro (2005) con una muestra de 154 países, especifican un modelo econométrico para el periodo 1995- 2001. Identifican que los factores que influyen en las fusiones y adquisiciones (M&A) son similares a los factores que influyen en la IED agregada. Con excepciones como el crecimiento económico, el cual es un factor determinante en la IED agregada pero no en los flujos positivos de M&A. Además, encontraron una relación positiva de M&A entre países que tienen el mismo idioma oficial y postularon a la comunicación como un factor importante. En 2014, Brandao, et al, realizaron una extensión del trabajo realizado por Shapiro y Globerman. Con una muestra de 53 países y con datos de la UNTAC los autores estudiaron los factores específicos que influyen en la inversión Greenfield y M&A. Como conclusión, determinaron que las variables influyentes son el tamaño del mercado, la apertura, la gobernanza y el desarrollo humano. Además, encontraron que ciertas variables como la protección a la inversión en M&A y las variables culturales en inversiones Greenfield son determinantes dependiendo el modo de entrada y respectivamente.

Slagen también propone a la comunicación como un factor determinante en la elección del modo de entrada de la inversión, dado que cuanto mayor son los costos de comunicación entre la empresa matriz y la subsidiaria, mayor va a ser la probabilidad que las empresas elijan hacer inversiones Greenfield en lugar de realizar M&A. Este resultado se hace a partir de una muestra de 231 empresas multinacionales holandesas en 48 países. En este estudio, sobresale las barreras geográficas y lingüísticas como un factor decisivo.

Aminian y Campart (2005) desarrollaron un modelo para analizar los determinantes macroeconómicos de M&A anunciada entre Europa y Asia desde 1999 a 2004. Identifican

factores como el grado de apertura, los tipos de cambio y al igual que di Giovanni (2005), la profundidad financiera, medida por la relación entre la capitalización bursátil y el PIB.

Kamaly en un trabajo realizado en 2007, mediante el uso de un panel dinámico muestra que la tasa de interés nacional tiene una relación inversa con las fusiones y adquisiciones (M&A) mientras que la apertura al comercio tiene un efecto positivo en el mismo, pero cuantitativamente mínimo. Este estudio encontró además que la depreciación del tipo de cambio interno afecta de manera importante y positiva a las fusiones y adquisiciones. Finalmente, el autor encontró que un alto nivel de actividad y profundidad del mercado de valores en los países en desarrollo reduce la cantidad de M&A dirigidas a estos mismos países. El cual es un resultado inesperado, dado que la mayoría de investigaciones que se han hecho en los últimos años, han encontrado que hay una relación positiva entre los ingresos por acciones y las M&A.

Para Latinoamérica, casi no se ha encontrado literatura existente que investigue los factores influyentes en el modo de entrada de la IED, excepto para el caso de Brasil. En el 2011, Asum analizó el impacto de la teoría de los costos de transacción y las instituciones en el proceso de elección del modo de entrada de las empresas brasileñas en países extranjeros. En el mismo año, Stall y Cuervo-Cazurra, realizaron un análisis para países de Latinoamérica y estudiaron el impacto del entorno institucional del país de origen en la internalización de las multinacionales brasileñas.

A su vez, Dias (2012) ha estudiado los efectos de la distancia económica, cultural e institucional en el desempeño de las filiales multinacionales brasileñas. Chueke y Borini (2012) también estudiaron la asociación entre la distancia institucional y las estrategias para la elección del modo de entrada internacional de Multinacionales brasileñas, más específicamente para probar sus efectos en los modos de entrada M&A y Greenfield. (Polesello, D., Mohamed, A., Hoeltgebaum, M. 2013).

En resumen, hay una falta de literatura y trabajos existentes que busquen determinar la influencia de los factores institucionales y políticos en el modo de entrada de la IED en Latinoamérica. Las M&A han sido más estudiadas sin embargo solamente se han realizado estudios con muestras a nivel mundial o específicas para ciertos países, no a nivel Regional. Mientras que para la inversión Greenfield, casi no se han realizado investigaciones.

3. DATOS Y METODOLOGIA

3.1 Datos

El principal objetivo del presente trabajo de investigación, es determinar como el riesgo político e institucional afecta al modo de entrada de la inversión extranjera en Latinoamérica. A través de 3 modelos econométricos con distintas variables dependientes: IED Total, M&A e Inversión Greenfield. Para ello se han tomado en cuenta los trabajos realizados por: Shapiro & Globerman (2005) y Busse & Hefeker (2005).

El análisis comprende el periodo de 1990 a 2017 para M&A e IED total, mientras que para Inversión Greenfield el periodo de estudio comprende los años de 2003-2017. Para los 8 países con mayor PIB en Latinoamérica, se puede ver la lista de los países en el anexo A.

3.1.1 Variables dependientes.

Los datos de las variables dependientes, se obtuvieron de la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), organismo que recolecta los datos de las series de IED agregada total a partir del Fondo Monetario Internacional y los datos de M&A e inversión Greenfield a partir de Thomson Financial.

		Matriz de Correlaciones		
	Media	IED total	M&A	Greenfield
IED total	10,300 (-15,134)	1		
M&A	2,211 (-4,248)	0.79	1	
Greenfield	9,898 (-10,514)	0.74	0.51	1

Nota: Desviación estándar en paréntesis

Tabla 1: Matriz de correlaciones de las variables dependientes

Al analizar las correlaciones de las variables dependientes, encontramos una fuerte correlación entre ellas, especialmente entre IED - Inversión Greenfield e IED-M&A. Esto porque los países con mayores niveles de IED, son en promedio más propensos a recibir una mayor cantidad de ventas transfronterizas y son el destino de una mayor cantidad de Inversión Greenfield. Dado que las variables son heterogéneas, usaremos el logaritmo natural de las mismas.

3.1.2 Variables independientes.

Los datos sobre riesgo político e institucional, se obtienen del International Country Risk Guide (ICRG) elaborado por el Grupo de servicios de riesgo político (PRS). Desde 1984, el PRS ha publica información sobre 10 indicadores de riesgo político e institucional, los cuales se describen a continuación

- Calidad de la Burocracia (Bur): Representa la fortaleza y calidad institucional de los países. En los países de bajo riesgo, la burocracia es autónoma de la presión política.
- Corrupción (Corrup): medida de la corrupción dentro del sistema político.
- Responsabilidad Democrática (Democ): Es una medida de existencia de democracia en el país, las libertades civiles, los derechos políticos y la capacidad de respuesta del gobierno a sus ciudadanos.
- Conflictos Externos (ExConflict): Medida que suma el riesgo de guerra, conflicto transfronterizo y presiones extranjeras para el país.
- Conflictos Internos (InConflc): es una medida de la violencia política dentro del país y su impacto en la gobernabilidad del mismo.
- Estabilidad del gobierno (GovSt): Mide la capacidad del gobierno para llevar a cabo sus políticas, y permanecer en el cargo. Es la suma de unidad de gobierno, fuerza legislativa y apoyo popular.

- Perfil de inversión (InvProfile): Evalúa los factores relacionados con el riesgo de inversión que no están cubiertos por otros componentes de riesgo político, financiero y económico, como la viabilidad del contrato (expropiación), repatriación de beneficios o retraso en los pagos.
- Ley y orden (L&O): medida que la solidez e imparcialidad del sistema legal y la observancia popular de la ley.
- Militares en la política (MilPo): Es una medida de la implicación de los militares en la política, ya que a largo plazo la misma disminuirá el funcionamiento efectivo del gobierno.
- Condiciones socioeconómicas (SocC): mide las presiones socioeconómicas en el trabajo de la sociedad, que podrían restringir la acción del gobierno, elevar la insatisfacción social y desestabilizar el régimen político.

Recurso: Country Risk Guide 2018

Cada uno de estos indicadores, se evalúan en una escala del 0 al 12, siendo los valores más altos o cercanos a 12, los que indican que hay menor riesgo y mejores instituciones para los países evaluados. El International Country Risk Guide, proporciona indicadores reconocidos a nivel mundial por su calidad para evaluar el riesgo político e institucional.

		Matriz de Correlaciones									
	Media	Bur	Corrup	Democ	ExtC	GovSt	IntC	InvP	L&O	MilPo	SocC
Burocracia	2.211 (-0.669)	1									
Corrupción	2.885 (-0.938)	0.55	1								
Respon Democrática	4.226 (-0.97)	0.54	0.2	1							
Conflictos Externos	9.971 (-1.246)	0.21	0.08	0.25	1						
Estabilidad Gobierno	7.429 (-1.695)	0.07	0.14	-0.06	-0.01	1					
Conflictos Internos	8.232 (-1.918)	0.32	0.29	0.41	0.35	0.15	1				
Perfil de Inversión	7.546 (-2.597)	0.75	0.53	0.48	0.12	0.13	0.26	1			
Ley y Orden	3.121 (-1.307)	0.43	0.71	0.26	0.29	0.2	0.67	0.46	1		
Militares en política	3.116 (-1.432)	0.58	0.46	0.53	0.41	-0.08	0.35	0.6	0.51	1	
Condiciones SocioEcono	5.711 (-1.693)	0.6	0.45	0.27	0.38	-0.12	0.41	0.64	0.46	0.58	1

Nota: Desviación estándar en paréntesis

Tabla 2: Matriz de Correlación Variables de riesgo político e institucional

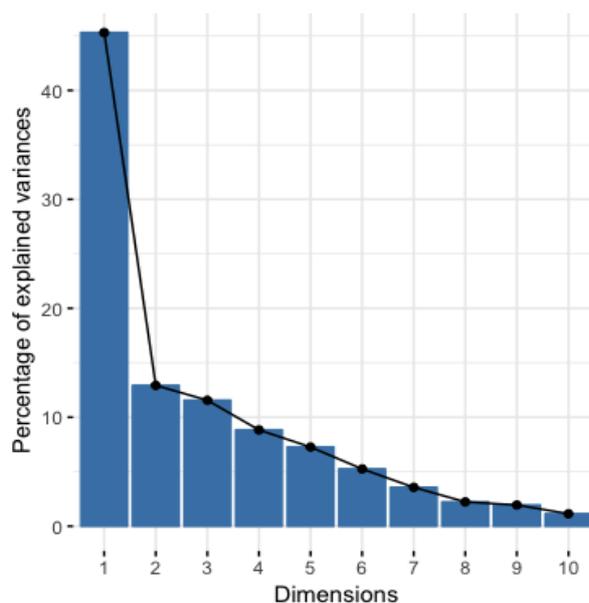
Como se puede observar en la tabla 2, los 10 indicadores se relacionan entre sí en diversos grados, ya que todos buscan evaluar el riesgo político y las instituciones, pero lo hacen desde un punto de vista diferente. A excepción de Estabilidad de gobierno, la cual se relaciona de manera negativa con algunas de las variables, es decir se comporta de manera diferente. Se espera que las 10 variables se encuentren positivamente relacionados con las entradas positivas de inversión

3.1.2.1 Análisis de Componentes Principales.

Dada la alta correlación de las diez variables de riesgo político e institucional se realizará un análisis de componentes principales, con el fin de generar una sola variable que englobe este riesgo para los inversionistas. “El método de componentes principales tiene por objeto transformar un conjunto de variables, a las que se denomina originales, en un nuevo conjunto de variables denominadas componentes principales. Estas últimas se caracterizan por estar incorrelacionadas entre sí” (de la Fuente, 2011). Esta técnica estadística es especialmente útil, si las variables se encuentran correlacionadas en un alto grado, al permitir reducir la dimensión de un número de variables originales extensas a una sola variable que resume la variabilidad de las mismas.

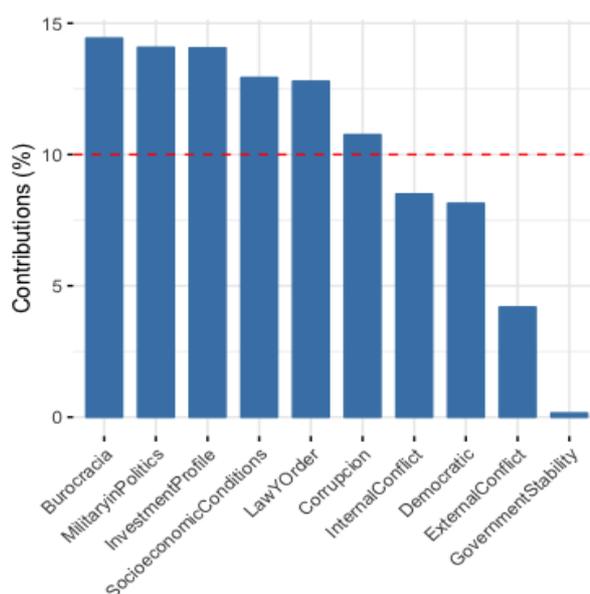
A continuación, en la figura 1 se presenta un gráfico de sedimentación, a partir del cual se determina que el número de componentes a usar será 1, esto dado que el primer componente explica el 50% de la varianza y nos permite reducir los 10 indicadores a 1 único indicador de 1 dimensión que representa el riesgo político e institucional.

Figura 1: Gráfico de sedimentación componentes principales



Al analizar el primer componente, como se puede ver en la figura 2, las variables que más contribuyen son burocracia, militares en política, perfil de inversión, ley y orden y corrupción, ya que cada una de estas variables contribuye con más del 10% al primer componente. Las variables con menos contribución son conflictos externos y estabilidad del gobierno.

Figura 2: Contribución de las variables al primer componente.



Algo similar lo realizan Brandao y Neto (2009) en su trabajo investigativo, construyendo un solo indicador de riesgo para sus regresiones; sin embargo, los autores usan únicamente un promedio de distintitos indicadores como su medida. Dada la naturaleza de los datos y que todas las variables buscan explicar el riesgo político e institucional desde un punto de vista diferente, un análisis de componentes principales es más adecuado. A esta variable la llamaremos RiesgoCPA.

3.1.3 Variables de control

Dado que hay variables que se repiten en los diferentes trabajos investigativos, como determinantes de los flujos positivos de inversión, e incentivos de los distintos tipos de entrada de la misma, usaremos las siguientes variables de control, Estas serán similares a las usadas por varios autores como Busse and Hekefer (2005), Milner, H(2008), Mogrovejo, J. (2005), Mottaleb y Kalirajan (2010), Brandao, et al. (2009) y Globerman y Shapiro (2005) quienes realizan estudios sobre los factores que inciden en la Inversión Extranjera y toman en cuenta variables con enfoque macroeconómico . En el anexo B se puede ver una descripción detallada de las variables

- Tamaño del mercado
- Crecimiento del PIB
- Apertura Comercial
- Inflación

Quizá, el factor más importante para explicar la IED “es el tamaño de mercado medido como Producto Interno Bruto (PIB)” (Chakrabarti, 2001). Debido a que este puede indicar el atractivo que representa un mercado para futuros inversionistas, por lo que usaremos esta variable medida como un logaritmo natural del producto interno bruto a precios corrientes. Los datos se obtienen de la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

También se usará como variable de control el crecimiento del país, ya que esta variable se ha encontrado como un gran predictor del IED, medido como la tasa de crecimiento anual del PIB. Obtenido a partir del FMI. La tasa de crecimiento PIBGrowth, se incluye para capturar el escenario futuro, las oportunidades y la existencia de rentas económicas, esto dado que un rápido crecimiento de los países puede incentivar a que los inversionistas vayan a ciertos mercados con el afán de lograr oportunidades y rentas. (Shapiro, et al.)

Otro factor que probablemente tenga un impacto en la “IED es la apertura comercial, medida por la suma de las importaciones y las exportaciones y su relación con el PIB. Esta

relación se interpreta a menudo como una cuantificación de restricciones comerciales” (Busse, B & Hefeker, C. 2015). En general, la apertura al comercio puede asociarse positiva o negativamente con la IED, según la muestra del país ya que esta depende del tipo de entrada de la Inversión Extranjera. La evidencia empírica, por otro lado, sugiere que se puede esperar un vínculo positivo (Chakrabarti, 2001).

El signo esperado de la variable inflación es negativo, ya que se espera que, a una mayor inflación, los flujos de IED disminuyan. La inflación es un indicador de estabilidad macroeconómica en un país. La cual provee un grado de certidumbre sobre el futuro de la economía y la capacidad de no pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Por lo tanto, si se mantiene una inflación moderada, los inversionistas no tendrán incertidumbre sobre la capacidad de rendimiento de sus inversiones, por lo cual sus flujos de inversión se destinarán a países con tasas estables.

3.2 Metodología

Debido a la estructura de los datos, se decidió realizar modelos con datos de panel estáticos. Se cuenta con un panel balanceado para cada uno de las regresiones. Dado esto, se tienen 2 opciones, usar modelos de efectos fijos o modelos de efectos aleatorios. La elección de la especificación de los modelos, se realizó a través del Test de Hausman (1978). El cual se usa para determinar qué modelo es el más adecuado y consistente. La hipótesis nula del Test, es que el error específico de grupo no está correlacionado con los regresores. Es así que un p-valor por encima del nivel de la significancia establecida, indica que los estimadores obtenidos por el modelo de efectos aleatorios son preferible a los de efectos fijos. En cada uno de los modelos, se usa el test de Hausman para decidir el estimador más apropiado.

3.2.1 Especificación econométrica.

Se definen los siguientes modelos para el presente trabajo.

$$\ln IED_{it} = B_{0i} + B_1 RiskCpa_{it} + B_2 V.C_{it} + V_{it}$$

$$\ln M\&A_{it} = B_{0i} + B_1 RiskCpa_{it} + B_2 V.C_{it} + V_{it}$$

$$\ln Greenfield_{it} = B_{0i} + B_1 RiskCpa_{it} + B_2 V.C_{it} + V_{it}$$

donde el término del error compuesto se encuentra definido como el efecto inobservable más el error idiosincrático:

$$V_{it} = \alpha_i + \mu_{it}$$

IED_{it} = Es el logaritmo natural del monto de la Inversión Extranjera Directa agregada para el país de Latinoamérica en el año t.

$M\&A_{it}$ = Es el logaritmo natural de los montos de Fusiones y Adquisiciones para el país de Latinoamérica en el año t.

$Greenfield_{it}$ = Es el logaritmo natural de los montos de inversiones Greenfield para el país de Latinoamérica en el año t.

$RiskCpa_{it}$: Es la Variable de interés que mide el riesgo político e institucional para el país de Latinoamérica en el año t.

$V.C_{it}$: Son las variables de control para cada país i de Latinoamérica en el año t

“El problema de correlación serial o autocorrelación se da cuando los errores e_{it} no son independientes con respecto al tiempo”(Wooldrige) .Para diagnosticar si existe autocorrelacion, se realizó el test de efectos no observados de Wooldrige (2002), la cual es una prueba que tiene como (Ho): la no existencia de autocorrelación. Si se rechaza la Hipotesis nula a partir del p-valor, el test nos indica que tenemos un problema de

autocorrelación que es necesario corregir. Una manera de hacerlo es a través de un modelo con término (ρ) autorregresivo de grado 1 (AR1) al error que controla por la dependencia de t con respecto a $t-1$. En el presente trabajo, presentamos correcciones incluyendo una estructura AR (1) en el término de error idiosincrático

Por otro lado, un modelo de regresión lineal presenta heterocedasticidad, si la varianza de los errores de cada unidad transversal no es constante y esto hace que nos encontramos con una violación de los supuestos Gauss-Markov. Los modelos de efectos fijos además pueden presentar correlación contemporánea, “si las observaciones de *ciertas* unidades están correlacionadas con las observaciones de otras unidades en el mismo periodo de tiempo” (Aparicio, 20105). Para solucionar los problemas de heterocedasticidad y correlación contemporánea (efectos fijos) se realizaron correcciones por errores estándar robustos en los modelos.

4. ANALISIS Y RESULTADOS

4.1 Modelo IED Agregada

El primer modelo a estimarse, tiene como variable dependiente el logaritmo natural de la IED agregada. Presentamos resultados para efectos fijos y efectos aleatorios. Luego de realizar el test de Hausman se concluye usar el modelo de efectos fijos. Los resultados obtenidos se muestran a continuación en la Tabla N. 3

Tabla 3: Regresión IED agregada

Variables	Variable Dependiente Ln_IED_total			
	Efectos Fijos		Efectos Aleatorios	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercepto	7.045** (2.917)	4.521* (2.300)	2.594*** (0.368)	3.240*** (0.389)
ln_PIB	0.285* (0.337)	0.501* (0.273)	0.813*** (0.039)	0.720*** (0.044)
PIB_Growth	0.033 (0.032)	0.025 (0.031)	0.014 (0.009)	0.011 (0.008)
Apertura	0.025 (0.015)	0.012 (0.016)	0.008* (0.003)	0.005* (0.001)
Ln_Inflacion	-0.110** (0.043)	-0.052 (0.047)	-0.097** (0.030)	-0.066** (0.024)
Risk_ACP		0.254** (0.128)		0.115*** (0.031)
R2	0.807	0.77	0.467	0.531
Observaciones	196	196	196	196

Nota: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

A partir de los resultados, se observa que las variables de control tienen los signos esperados, y únicamente el logaritmo del PIB es estadísticamente significativo al nivel de 1%. El resultado es el esperado dado que “los países que ostenten mayores grados de producción interna, ya sea producto de su desarrollo económico o de una elevada población, tendrán mayores probabilidades de recibir inversión extranjera” (Mogrovejo, 2005).

Los signos de los coeficientes se mantienen al incluirse efectos aleatorios y también si se le da un tratamiento de OLS como se puede observar en el anexo C. La variable de riesgo institucional y político tiene signo positivo, lo que quiere decir que cuando los países tienen

mejores instituciones que equivale a menor riesgo institucional y político, los flujos de IED aumentan, esta variable es estadísticamente significativa al 0.05, lo que le da validez a nuestro enfoque sobre la importancia del riesgo institucional y político a los flujos de IED. Este resultado se ha encontrado en otros trabajos investigativos en Latinoamérica, pero medido únicamente por indicadores como corrupción o democracia.

En la tabla 4 y 5 se puede observar los resultados para cada uno de los 10 indicadores de riesgo político e institucional a manera individual, tanto para efectos fijos como para efectos aleatorios. De igual forma, se encuentran los signos esperados para las variables de control y en las variables de riesgo político e institucional a excepción de las condiciones socioeconómicas, la cual tienen signo negativo. Lo que significa que una mejora en las condiciones socioeconómicas de un país se asocia negativamente con las entradas de IED. Este resultado puede ser debatible, sin embargo, al analizar los subcomponentes de esta variable, se puede ver que esta comprende la tasa de desempleo, la confianza del consumidor y la tasa de pobreza. Estos indicadores no están necesariamente asociados con un aumento en los flujos de inversión extranjera, ya que los impactos de la IED en los mercados laborales o la distribución del ingreso dependen de las circunstancias específicas de los países, lo que sería relativamente difícil de evaluar.

Los resultados muestran que las variables que son estadísticamente significativas son corrupción y perfil de inversión a una significancia de 0.01 y las variables responsabilidad democrática y ley y orden a una significancia de 0.05. Estos resultados son similares a los encontrados por Busse & Hefeker (2005) en su trabajo de datos de panel para una muestra de 83 países. Con la diferencia de corrupción, ya que los autores no encuentran una significancia estadística para la variable al analizar una muestra más grande países, sin embargo, para Latinoamérica se puede ver que la corrupción es un factor determinante de los flujos de IED. Nuestro resultado se ve apoyado por el estudio de Wei (2000), quien encontró un vínculo

estadísticamente significativo entre la corrupción y la inversión extranjera en un análisis comparativo entre países.

Tabla 4: Regresión IED agregada con factores de riesgo individuales (Efectos Fijos)

	Variable dependiente									
	Ln IED_total									
	Efectos Fijos									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	2.253 (1.630)	5.117** (2.532)	5.106** (2.240)	4.379 (2.927)	6.485** (2.867)	5.113* (2.690)	2.052*** (0.622)	6.696** (2.997)	1.361 (2.634)	7.860*** (3.001)
ln_PIB	0.610*** (0.226)	0.326 (0.335)	0.305 (0.299)	0.415 (0.137)	0.274 (0.342)	0.412 (0.306)	0.595*** (0.079)	0.278 (0.336)	0.642 (0.278)	0.262 (0.328)
PIB_Growth	0.033 (0.031)	0.035 (0.032)	0.034 (0.031)	0.028 (0.033)	0.030 (0.033)	0.032 (0.031)	0.051 (0.035)	0.031 (0.031)	0.018 (0.031)	0.035 (0.033)
Apertura	0.022 (0.014)	0.0133 (0.013)	0.003 (0.014)	0.022 (0.015)	0.024 (0.015)	0.0166 (0.017)	0.006 (0.006)	0.027* (0.015)	0.017 (0.016)	0.025 (0.015)
Ln_Inflacion	-0.117*** (0.041)	-0.085* (0.004)	-0.090* (0.045)	-0.089* (0.048)	-0.093* (0.051)	-0.090* (0.043)	-0.056 (0.063)	-0.091** (0.042)	-0.083** (0.039)	-0.155** (0.044)
Corrupcion	0.498*** (0.002)									
Burocracia		0.633 (0.406)								
Responsabilidad Democratica			0.496** (0.153)							
Conflictos Externos				0.144 (0.133)						
Conflictos Internos					0.066 (0.099)					
Militares en Politica						0.221 (0.172)				
Perfil de Inversion							0.234*** (0.057)			
Estabilidad del Gobierno								0.039 (0.061)		
Ley y Orden									0.540** (0.237)	
Condiciones Socioeconomicas										-0.080 (0.124)
R2	0.803	0.851	0.806	0.805	0.806	0.727	0.663	0.810	0.786	0.804
Observaciones	196	196	196	196	196	196	196	196	196	196

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Tabla 5: Regresión IED agregada con factores de riesgo individuales
(Efectos Aleatorios)

	Variable dependiente									
	Ln IED total									
	Efectos Aleatorios									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	1.2627 (1.217)	1.836 (1.324)	7.793*** (0.228)	1.881 (1.596)	2.080 (1.294)	1.845 (1.394)	2.303 (0.037)	2.325* (1.332)	2.154*** (0.392)	2.010 (1.307)
ln_PIB	(0.818)*** (0.117)	0.718 (0.154)	0.161*** (0.026)	0.844 (0.134)	0.840*** (0.133)	0.799*** (0.154)	0.683 (0.126)	0.848*** (0.130)	0.806*** (0.041)	0.839*** (0.145)
PIB_Growth	0.0389** (0.021)	0.036* (0.022)	0.006 (0.005)	0.039 (0.022)	0.040* (0.022)	0.035 (0.022)	0.039* (0.021)	0.041* (0.022)	0.010 (0.008)	0.039* (0.081)
Apertura	0.0126 (0.009)	0.008 (0.011)	-0.003 (0.002)	0.011 (0.011)	0.010 (0.010)	0.011 (0.012)	0.008 (0.009)	0.010 (0.010)	0.009* (0.003)	0.011 (0.011)
Ln_Inflacion	-0.111 (0.097)	-0.073 (0.100)	-0.039 (0.023)	-0.106 (0.100)	-0.110 (0.100)	-0.090 (0.101)	-0.085 (0.098)	-0.121 (0.102)	-0.082** (0.026)	-0.104 (0.090)
Corrupcion	0.327** (0.133)									
Burocracia		0.538* (0.277)								
Responsabilidad Democratica			0.023 (0.033)							
Conflictos Externos				0.018 (0.101)						
Conflictos Internos					0.005 (0.069)					
Militares en Politica						0.157* (0.123)				
Perfil de Inversion							0.136** (0.055)			
Estabilidad del Gobierno								-0.028 (0.060)		
Ley y Orden									0.132** (0.043)	
Condiciones Socioeconomicas										0.012 (0.090)
R2	0.540	0.525	0.506	0.470	0.467	0.507	0.539	0.467	0.504	0.474
Observaciones	196	196	196	196	196	196	196	196	196	196

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

4.2. Modelos del Modo de entrada

En los modelos de modo de entrada, el primer modelo a estimarse tiene como variable dependiente el logaritmo natural de las Fusiones y Adquisiciones (M&A), y el segundo modelo tiene como variable dependiente el logaritmo natural de la inversión Greendfield. Presentamos resultados para efectos fijos y efectos aleatorios. Luego de realizar el test de Hausman se concluye usar el modelo de efectos aleatorios para ambos modelos. Este resultado, se ve respaldado por Bosch y Cobacho, quienes sostienen que “cuando los grupos considerados son extracciones muestrales de una población más grande, puede resultar más apropiado considerar que los términos constantes específicos de cada unidad están aleatoriamente distribuidos entre los grupos. Y se debe considerar un modelo de estimación de efectos aleatorios” (2004). Los resultados obtenidos se muestran a continuación en la tabla

Tabla 6: Regresiones modo de entrada: M&A y Greenfield

Variables	Variable Dependiente							
	Ln_M&A				Ln_Greenfield			
	Efectos Fijos		Efectos Aleatorios		Efectos Fijos		Efectos Aleatorios	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercepto	8.610*** (0.349)	8.052*** (0.294)	8.154*** (0.251)	8.258*** (0.124)	10.133 (7.598)	12.928** (4.128)	3.185* (2.163)	2.427 (1.852)
ln_PIB	0.087** (0.034)	0.140*** (0.035)	0.137*** (0.027)	0.086*** (0.015)	0.011 (0.723)	-0.331 (0.259)	0.781*** (0.083)	0.519*** (0.130)
PIB_Growth	0.004 (0.004)	0.001 (0.004)	0.003 (0.002)	0.002 (0.001)	0.019 (0.038)	0.015 (0.026)	-0.006 (0.020)	-0.006 (0.019)
Apertura	0.0003 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003* (0.002)	-0.002* (0.001)	0.003 (0.016)	0.003 (0.013)	0.006* (0.020)	0.002 (0.008)
Ln_Inflacion	-0.040** (0.019)	-0.035* (0.020)	-0.070*** (0.022)	-0.002 (0.010)	0.035 (0.894)	-0.034 (0.748)	-0.277 (0.558)	0.529 (0.466)
Risk_ACP		0.035*** (0.010)		0.033** (0.009)		0.060 (0.123)		0.254*** (0.063)
R2	0.968	0.989	0.373	0.409	0.911	0.90	0.515	0.531
Observaciones	196	196	196	196	105	105	105	105

Nota: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Al analizar los modelos de efectos aleatorios, se encuentra que el logaritmo natural del PIB es una variable estadísticamente significativa (0.01%) en ambos modelos, como se analizó anteriormente mientras más grande sea un país en cuanto a su producción o población va a atraer más la inversión extranjera, sin embargo, se observa que tiene un mayor impacto en el modelo de inversión greenfield.

La variable crecimiento del PIB tiene signo positivo en M&A, sin embargo, en el modelo de inversión Greenfield tiene signo negativo. Esto coincide con el estudio realizado por Globerman y Shapiro, quienes encontraron una relación negativa. Esto se explica por medio de la dinamización de los mercados, los cuales no solo van a atraer a los inversionistas extranjeros, sino también van a incentivar a la producción local haciendo que el mercado se sature y que los inversionistas locales vayan a invertir en el extranjero con el afán de evitar la saturación y la alta competencia interna. Al estar los mercados saturados, las empresas extranjeras van a preferir adquirir empresas ya existentes en el país para aprovechar la

porción de mercado que ya poseen, en lugar de saturar más el mercado y crear nuevas empresas.

La apertura, es estadísticamente significativa a un 0.1 en la ecuación de M&A y tiene signo negativo, lo que significa que en cuanto mayor sea la apertura los flujos de M&A van a disminuir. Esto debido a que cuando existe mayor apertura entre países, las empresas prefieren manejar sus operaciones desde fuera en lugar de trasladar sus operaciones a un nuevo país e incurrir con los gastos y riesgos que esto conlleva.

La variable de interés RiesgoCPA, tiene signo positivo en ambas ecuaciones. Lo que significa que cuando los países tienen mejores instituciones, se van a producir mayores flujos en M&A e inversión Greenfield. Sin embargo, al analizar la significancia de la variable se observa que en la ecuación de M&A la significancia estadística es al 0.05, mientras que en la Inversión Greenfield, la significancia estadística es al 0.01. Es decir, la variable RiesgoCPA que engloba a los 10 indicadores de riesgo institucional o político, es más significativa e influye de manera más significativa en el modo de entrada por inversión Greenfield que en el modo de entrada por inversión por M&A. Esto tiene coherencia económica, dado que las empresas enfrentan un mayor riesgo cuando eligen como modo de entrada a un nuevo mercado, el crear desde cero un nuevo emprendimiento (Greenfield), en lugar de elegir fusionarse o adquirir con una empresa que ya se encuentra en el mercado y ya tiene conocimientos y experiencia sobre el mismo.

En la tabla 7 y 8 se puede ver los resultados obtenidos de las regresiones en las que se incluye cada una de las variables de riesgo político e institucional de manera individual. En el modelo de efectos aleatorios para las M&A se observa que las variables que son significativas son corrupción, burocracia, perfil de inversión, ley y orden y condiciones socioeconómicas. Las variables con mayor significancia estadística son corrupción y ley y orden, las cuales son significantes a un valor p de 0.01. En la regresión que tiene como

variable dependiente la inversión Greenfield, las variables significativas son corrupción, burocracia, responsabilidad democrática, militares en política, perfil de inversión, ley y orden y condiciones socioeconómicas.

A partir de estos resultados, se observa que hay una mayor cantidad de variables de riesgo que son significativas en el modo de entrada Greenfield, lo cual corrobora los resultados de que las empresas que usan el modo de entrada de crear empresas desde cero en nuevos mercados, evalúan una mayor cantidad de variables antes de decidir entrar a ese nuevo país, esto dado que el riesgo que enfrentan es mayor.

Una variable que es significativa individualmente en ambas ecuaciones es el perfil de inversión, lo cual no es un resultado que sorprenda. Dado que la variable contiene subcomponentes claves, como “la viabilidad del contrato, la expropiación de activos o la capacidad de las multinacionales para repatriar beneficios” (Busse & Hefeker, 2005). Estos componentes son altamente importantes para las decisiones de las multinacionales sobre dónde invertir ya que les aseguran que podrán disfrutar de los beneficios de realizar una inversión en un nuevo país.

El resultado significativo para la variable responsabilidad democrática, es el esperado y muestra que los inversores extranjeros son muy sensibles a los cambios en la estabilidad política y al marco en el que operan los gobiernos. Dado que tener un estado que respete los derechos fundamentales de sus ciudadanos y empresas es importante. Este resultado es coherente con lo encontrado por Harms y Ursprung (2002), Jensen (2003) y Busse (2004), quienes a partir de trabajos investigativos encontraron que derechos democráticos se asocian positivamente con las entradas de IED, incluso si las especificaciones de sus modelos difieren.

La variable ley y orden es estadísticamente significativa en ambas regresiones. La cual es un reflejo de la solidez e imparcialidad del sistema legal. De igual manera la calidad

de la burocracia es también significativa en ambas ecuaciones. Estos resultados respaldan los encontrados por Gastanaga et al. “quienes establecieron un vínculo estadísticamente significativo (negativo) entre los flujos de IED y la menor calidad de la burocracia y un vínculo positivo entre la ejecución de contratos y la inversión extranjera” (1998).

Tabla 7: Regresión M&A con factores de riesgo individuales
(Efectos aleatorios)

	Variable dependiente									
	Ln_M&A									
	Efectos Aleatorios									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	7.677*** (0.248)	7.793*** (0.213)	8.147*** (0.252)	8.481*** (0.364)	7.911*** (0.190)	8.143*** (0.251)	8.037*** (0.224)	8.215*** (0.303)	7.826*** (0.184)	7.957*** (0.183)
ln_PIB	0.147*** (0.024)	0.136*** (0.023)	0.130*** (0.029)	0.199*** (0.031)	0.161*** (0.018)	0.140*** (0.027)	0.136*** (0.025)	0.126*** (0.030)	0.161*** (0.017)	0.151*** (0.019)
PIB_Growth	0.001 (0.005)	0.004 (0.005)	0.003 (0.005)	0.004 (0.005)	0.004 (0.005)	0.003 (0.005)	0.003 (0.005)	0.002 (0.005)	0.002 (0.005)	0.003 (0.005)
Apertura	-0.002 (0.002)	-0.004* (0.001)	-0.004 (0.002)	-0.003 (0.022)	-0.004*** (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.002 (0.003)	-0.004* (0.001)	-0.004*** (0.002)
Ln_Inflacion	-0.057*** (0.022)	-0.033 (0.022)	-0.068*** (0.022)	-0.070*** (0.022)	-0.064*** (0.022)	-0.070** (0.022)	-0.060** (0.023)	-0.071*** (0.023)	-0.063*** (0.021)	-0.070*** (0.022)
Corrupcion	0.110*** (0.027)									
Burocracia		0.125** (0.043)								
Responsabilidad Democratica			0.021 (0.027)							
Conflictos Externos				-0.021 (0.019)						
Conflictos Internos					0.011 (0.012)					
Militares en Politica						-0.002 (0.018)				
Perfil de Inversion							0.016** (0.012)			
Estabilidad del Gobierno								0.002 (0.013)		
Ley y Orden									0.052*** (0.016)	
Condiciones Socioeconomicas										0.026* (0.013)
R2	0.272	0.403	0.176	0.161	0.389	0.383	0.345	0.149	0.419	0.397
Observaciones	196	196	196	196	196	196	196	196	196	196

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Tabla 8: Regresión Inversión Greenfield con factores de riesgo individuales
(Efectos aleatorios)

	Variable dependiente									
	Ln_Greenfield									
	Efectos Aleatorios									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	2.029 (2.051)	0.113 (1.978)	0.795 (1.783)	-0.560 (2.288)	3.364 (1.953)	0.190 (1.849)	-0.199 (1.784)	3.435 (1.963)	1.665 (1.970)	3.011 (2.123)
ln_PIB	0.775*** (0.113)	0.486*** (0.133)	0.608*** (0.102)	0.832*** (0.087)	0.831*** (0.119)	0.584*** (0.109)	0.487*** (0.110)	0.819*** (0.114)	0.736*** (0.114)	0.612*** (0.112)
PIB_Growth	-0.001 (0.021)	-0.007 (0.020)	0.028 (0.021)	0.029 (0.022)	0.003 (0.021)	0.002 (0.019)	0.008 (0.019)	0.005 (0.022)	-0.003 (0.020)	0.003 (0.020)
Apertura	0.009 (0.008)	0.001 (0.008)	0.029 (0.418)	0.001 (0.007)	0.009 (0.008)	0.003 (0.007)	0.006 (0.007)	0.008 (0.008)	0.008 (0.008)	0.003 (0.005)
Ln_Inflacion	-0.180 (0.458)	-0.688 (0.499)	-0.002 (0.006)	-0.300 (0.428)	-0.444 (0.436)	0.634 (0.451)	0.659 (0.429)	-0.390 (0.438)	-0.031 (0.444)	-0.091 (0.542)
Corrupcion	0.187* (0.113)									
Burocracia		0.955*** (0.243)								
Responsabilidad Democratica			0.617*** (0.138)							
Conflictos Externos				0.358 (0.119)						
Conflictos Internos					-0.039 (0.078)					
Militares en Politica						0.422*** (0.085)				
Perfil de Inversion							0.267*** (0.046)			
Estabilidad del Gobierno								-0.061 (0.071)		
Ley y Orden									0.260** (0.095)	
Condiciones Socioeconomicas										0.167* (0.082)
R2	0.544	0.594	0.609	0.570	0.509	0.570	0.668	0.344	0.568	0.562
Observaciones	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

5. CONCLUSIONES

El presente trabajo de titulación buscó analizar el impacto del riesgo político e institucional en el modo de entrada de la inversión extranjera directa (Greenfield o M&A) en Latinoamérica, a partir de un análisis individual de 10 indicadores de riesgo político e institucional proporcionados por el Country Risk Guide y la construcción de un solo indicador que englobe una perspectiva más amplia de este riesgo. Uno de los principales aportes del presente trabajo es la construcción de esta variable que explica el 50% de la variabilidad de los 10 indicadores usados, y nos permite incluir una visión que va más allá de las variables usadas comúnmente para caracterizar riesgo como corrupción, burocracia o riesgo país. Para esto, se realizó 3 modelos econométricos de datos de panel a partir de data obtenida de la UNCTAD y el FMI.

Se pudo determinar a través de los resultados empíricos, que el riesgo político e institucional tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo en la IED agregada, la inversión Greenfield y las fusiones y adquisiciones (M&A). Lo que significa que si un país tiene mejores instituciones va a ser más atractivo para inversionistas extranjeros. Sin embargo, al analizar el modo de entrada de la inversión, esta variable de riesgo es más significativa y de mayor relevancia si la decisión es realizar una inversión desde cero en un nuevo país, es decir cuando el inversionista decide hacer inversión Greenfield en lugar de M&A. Esto se debe a que el riesgo que enfrenta el inversionista al empezar desde cero en un nuevo mercado internacional, es mayor que el riesgo que enfrenta, si se compra o se fusiona con una empresa que ya existe en ese mercado y que tiene conocimiento del ambiente político e institucional del país donde opera.

Del resultado del análisis individual de los indicadores de riesgo, se obtuvo que para la ecuación de M&A, las variables que son significativas son corrupción, burocracia, perfil de inversión, ley y orden y condiciones socioeconómicas. Mientras que en la regresión que tiene

como variable dependiente la inversión Greenfield, las variables significativas son corrupción, burocracia, responsabilidad democrática, militares en política, perfil de inversión, ley y orden y condiciones socioeconómicas. Es decir, una mayor cantidad de variables de riesgo institucional y político son significativas en el modo de entrada Greenfield que en el M&A, lo cual es consistente con nuestros resultados de que las empresas que usan el modo de entrada Greenfield, evalúan una mayor cantidad de variables antes de decidir entrar a ese nuevo país, dado que el riesgo que enfrentan es mayor al tener incertidumbre sobre las instituciones que rigen en el nuevo mercado al que quieren entrar.

Al ser la IED una de las principales fuentes de crecimiento y desarrollo de los países, estudiar los factores que influyen en ella, se vuelve apremiante, sobretodo el estudiar los factores que son claves en el modo de entrada de la misma. Este trabajo investigativo, abre la puerta a la discusión sobre los factores que influyen de manera diferente en los modos de entrada de la inversión extranjera directa. Y recomienda para futuros trabajos, ampliar la base de datos a nivel global, para encontrar similitudes y diferencias entre el caso Latinoamericano y de otras Regiones del mundo que aún no han sido analizadas.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aparicio, J. y Marquez, J. (2005). Diagnóstico y especificación de modelos panel en Stata 8.0. *Division de Estudios Politicos, CIDE.*
- Brandao, A., Cerqueira, A., Neto, P. (2009). The Macroeconomic Determinants of Cross Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments. *Research Gate.*
- Busse, M., Carsten, H. (2005). Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment. *Hamburg Institute of International Economics. Hamburg, Germany.*
- Casallas, J. (2011). El indicador riesgo país EMBI (emerging markets bond index), las tasas de interés y su incidencia en el mercado bursátil de Colombia, en el periodo 2002 – 2009. Recuperado desde: <http://repository.lasalle.edu.co/bitstream/handle/10185/12452/T10.11%20C262i.pdf;jsessionid=49AB8C9C74297685AD59B0DA55F4AC00?sequence=1>
- CEPAL (2016). La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2016. Recuperado desde: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40213/7/S1600664_es.pdf
- Dornbusch, R., Fischer, S. y Startz, R. (2014). *Macroeconomía (12a. Edición)*. México D. F.: McGraw-Hill Education.
- Gil, E. (2013). Factores que determinan la Inversión Extranjera Directa en América del Sur. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- Globerman, S. and Shapiro, D. (2003). Governance Infrastructure and U.S. Foreign Direct Investment, *Journal of International Business Studies*, 34, 19-39.
- Globerman, S. and Shapiro, D. (2005). Assessing International Mergers and Acquisitions as a Mode of Foreign Direct Investment, *New Horizons in International Business*. Cheltenham: UK and Northampton, 68-99.

Gomory, R. (1995): "The Known, the Unknown and the Unknowable", *Scientific American*.

Junio. 

Hausman, J. A. (1978), Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*.

Hansen, H. and Rand, J. (2006). On the causal links between fdi and growth in developing countries. *The World Economy*, 29(1): 21–41.

Holton, G.A. (2004): "Defining Risk", *Financial Analyst Journal*. Vol. 60, No 6, 19-25.

Kamaly, A. (2007), Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in 1990s, *International Research Journal of Finance and Economics*, 8, 16-30.

Kaufmann, D. Kraay, A. and Mastruzzi, M. (2007), Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006, *World Bank Policy Research Department*.

Lucas, Robert E. "Why doesn't capital flow from rich to poor countries?" *The American Economic Review* N.80, No. 2 (1990): 92-96.

Meldrum, D. H. (2000): "Country Risk and Foreign Direct Investment", *Business*

Mogrovejo, J. (2005). Factores determinantes de la Inversión Extranjera Directa en algunos países de Latinoamérica. *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, 5(2), 63-90. Recuperado de <http://www.red-redial.net/revista-estudios-economicos,de,desarrollo,internacional-161-2005-5-2.html>

Morales, C., Morales, C. y Ramón, A. (2014). *Administración financiera*. México D.F.: Grupo Editorial Patria. Extraído de <http://www.ebrary.com>

Mottaleb, A. y Kalirajan, K. (2010). Determinants of foreign direct investment in developing countries: A comparative analysis. Recuperado del sitio de internet de la Universidad Nacional de Australia: https://asiaandthepacificpolicystudies.crawford.anu.edu.au/acde/asarc/pdf/papers/2010/WP2010_13.pdf

- Ozawa, T. (1992). Foreign direct investment and economic development. Extraído el 27 de marzo de: https://www.researchgate.net/publication/267223820_Foreign_Direct_Investment_and_Economic_Development
- Ranjan, V. y Agrawal, G. (2011). FDI inflow determinants in BRIC countries: a panel data analysis. *International Business Research*, 4(4), pp.255-263. Recuperado de <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ibr/index>
- Rossi, S. and Volpin, P. (2004), Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, pp.277-304.
- Slangen, Arjen e Hennart, Jean-François (2007), “Greenfield or Acquisition Entry: A review of the empirical foreign establishment mode literature”, *Journal of International Management*, vol. 13/4, pp. 403-429.
- Solow, R. (1956). “A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics* 70(1): 65–94.
- Simon, J.D. (1992): “Political Risk Analysis for International Banks and Multinational Enterprises” Country Risk Analysis. *International Economic Consultants*, Ed.
- Swan, T. (1956). Economic growth and capital accumulation. *Economic Record* 32. pp. 334–361
- UNCTAD (2018). World Investment Report 2018. Extraído el 10 de diciembre de 2018 desde: <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2130>
- Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Zejan, M. (1990), New Ventures or Acquisitions: The Choice of Swedish Multinational Enterprises, *Journal of Industrial Economics*, 38, pp. 349-355.

7. ANEXOS

Anexo A: Listado de países de Latinoamérica elegidos

Listado de Países
México
Brasil
Colombia
Chile
Perú
Venezuela
Ecuador

Anexo b: Descripción variables de control

Determinantes de la IED	Siglas de la Variable	Variable	Signo Esperado	Recurso
Tamaño del mercado	PIB	Logaritmo del Producto Interno Bruto (PIB) a precios corrientes (millones de USD) en el país i en tiempo t.	(+)	Fondo Monetario Internacional
Crecimiento	PIBGrowth	Tasa de crecimiento anual del PIB en el país i en el tiempo t.	(+)	Fondo Monetario Internacional
Apertura Comercial	AC	$\frac{\text{Importaciones} + \text{Exportaciones}}{\text{PIB}}$ en el país i en el tiempo t.	(+)	Banco Mundial
Inflación	In	Inflación en el país i en el tiempo t	(+)	Banco Mundial

Anexo c: Regresiones OLS

Variables	Variable Dependiente					
	Ln.IED.total		Ln.M&A		Ln.Greenfield	
	OLS		OLS		OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercepto	3.225*** (0.727)	4.541*** (0.730)	7.958*** (0.184)	8.182*** (0.192)	4.028*** (1.776)	2.517 (1.650)
ln_PIB	0.819*** (0.067)	0.648*** (0.071)	0.166*** (0.017)	0.137*** (0.019)	0.882*** (0.089)	0.623*** (0.009)
PIB_Growth	0.065*** (0.020)	0.045** (0.020)	0.005 (0.005)	0.001 (0.005)	0.037 (0.023)	0.037* (0.021)
Apertura	0.002 (0.006)	0.001 (0.006)	-0.004** (0.002)	-0.004*** (0.001)	0.007 (0.007)	0.001* (0.006)
Ln_Inflacion	-0.218*** (0.087)	-0.233*** (0.082)	-0.066*** (0.022)	-0.058*** (0.022)	-0.845** (0.403)	0.250 (0.437)
Risk_ACP		0.211*** (0.041)		0.036*** (0.011)		0.230*** (0.050)
R2	0.46	0.53	0.38	0.41	0.53	0.61
Observaciones	196	196	196	196	105	105

Nota:*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Anexo d: Regresión M&A con factores de riesgo individuales (Efectos fijos)

	Variable dependiente									
	Ln_MA									
	Efectos Fijos									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	7.566*** (0.233)	7.851*** 0.225	8.493*** (0.377)	7.872*** (0.285)	7.773*** (0.259)	8.692*** (0.375)	7.776*** (0.261)	8.529*** 0.345	7.686*** (0.258)	7.770*** (0.267)
ln_PIB	0.174*** (0.029)	0.134*** (0.027)	0.084** (0.034)	0.171*** (0.032)	0.166*** (0.031)	0.085** (0.035)	0.145*** (0.034)	0.087*** (0.032)	0.174*** (0.031)	0.137*** (0.037)
PIB.Growth	0.001 (0.004)	0.001 (0.004)	0.004 (0.004)	0.001 (0.005)	0.002 (0.005)	0.004 (0.004)	0.001 (0.004)	0.003 (0.004)	0.000 (0.005)	0.002 (0.005)
Apertura	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.001* (0.003)	-0.000 (0.002)	-0.004 (0.002)	0.0003 (0.003)	-0.001 (0.002)	0.005 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)
Ln_Inflacion	-0.044** (0.019)	-0.035* (0.035)	-0.038 (0.019)	-0.042** (0.020)	-0.042 (0.020)	-0.040 (0.019)	-0.033 (0.020)	-0.036* (0.021)	-0.046** (0.019)	-0.037* (0.019)
Corrupcion	0.083*** (0.019)									
Burocracia		0.111 (0.033)								
Responsabilidad Democratica			0.038 (0.025)							
Conflictos Externos				-0.011* (0.022)						
Conflictos Internos					0.002 (0.015)					
Militares en Politica						-0.016 (0.018)				
Perfil de Inversion							0.025*** (0.008)			
Estabilidad del Gobierno								0.007 (0.011)		
Ley y Orden									0.042 (0.021)	
Condiciones Socioeconomicas										0.044** (0.017)
R2	0.98	0.98	0.97	0.98	0.98	0.95	0.98	0.511	0.98	0.98
Observaciones	196	196	196	196	196	196	196	196	196	196

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Anexo e: Regresión inversión Greenfield con factores de riesgo individuales (Efectos fijos)

Variable dependiente										
Ln_Greenfield										
Efectos Fijos										
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Intercepto	3.671** (1.744)	3.264* (1.899)	5.889*** (1.701)	6.880 (7.779)	11.00 (7.002)	2.448 (1.749)	12.18*** (4.299)	6.298*** (1.748)	11.10 (7.789)	10.898 (7.588)
ln_PIB	0.905*** (0.072)	0.705*** (0.135)	0.844*** (0.141)	0.079 (0.717)	0.178 (0.685)	0.790*** (0.081)	-0.296 (0.253)	0.962*** (0.083)	-0.372 (0.0785)	-0.162 (0.757)
PIB_Growth	0.007 (0.032)	0.191 (0.033)	0.003 (0.035)	0.011 (0.038)	0.024 (0.033)	0.126 (0.032)	0.017 (0.265)	0.002 (0.035)	0.018 (0.036)	0.015 (0.036)
Apertura	0.014*** (0.004)	0.006 (0.006)	0.010 (0.007)	0.0008 (0.015)	0.004 (0.016)	0.008 (0.005)	0.002 (0.014)	0.137** (0.005)	0.115 (0.854)	0.006 (0.016)
Ln_Inflacion	-0.065 (0.507)	-0.222 (0.622)	-1.043 (0.520)	0.169 (0.902)	-0.158 (0.814)	-0.069 (0.574)	-0.057 (0.764)	-1.194** (0.053)	-0.004 (0.015)	-0.125 (0.842)
Corrupcion	0.241** (0.096)									
Burocracia		0.564** (0.267)								
Responsabilidad Democratica			0.086 (0.081)							
Conflictos Externos				0.229 (0.117)						
Conflictos Internos					-0.187 (0.080)					
Militares en Politica						0.309*** (0.070)				
Perfil de Inversion							0.062 (0.103)			
Estabilidad del Gobierno								-0.005 (0.062)		
Ley y Orden									0.415** (0.171)	
Responsabilidad Democratica										0.282 (0.223)
R2	0.95	0.95	0.94	0.92	0.93	0.88	0.89	0.93	0.94	0.92
Observaciones	105	105	106	105	105	105	105	105	105	105

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01