

Determinantes de las fusiones y adquisiciones en América latina: un análisis de los factores macroeconómicos

Brayan Aristizábal López

Asesores:

Lina Marcela Córtes Durán
John Jairo García Rendón

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Medellín, 2016

1. Introducción

La literatura en finanzas corporativas ha identificado los procesos de Fusiones y Adquisiciones (por sus siglas en inglés M&As), como una de las estrategias más empleadas para llevar a cabo planes de expansión, consolidación y reducción de costos (Becketii, 1986; Kim & Kim, 2006; Brealey, Myers & Allen, 2014). A nivel mundial, las M&As han captado la atención como alternativa de inversión; según datos tomados de Thomson Reuters Datastream (2016), desde 1995 hasta 2015, las M&As, medidas por el número de anuncios, crecieron en el mundo en un 70,9%. Esta tendencia se ha visto reflejada más fuertemente en Latinoamérica donde el número de transacciones ha aumentado un 108,5%¹; sin embargo, el estudio sobre la actividad en la región ha sido muy poco investigado.

Debido a la complejidad de las M&A en cuando sus razones y resultados, éstas han sido estudiadas desde varias perspectivas. Algunos trabajos han estado enfocados en la creación de valor de las M&As (Haugen & Udell ,1972; Eckbo, 1983; Eckbo & Langohr, 1989; Byrd & Hickman, 1992; Chang, 1998). Estos estudios utilizan la metodología de *estudio de eventos* y asumen que la pérdida o ganancia de las fusiones será reflejada en los retornos anormales² durante el anuncio. Los resultados generales de estos estudios son: Los retornos de la firma objetivo son positivos; los retornos de la empresa adquiriente son negativos o nulos; los retornos combinados de las dos firmas son ligeramente positivos; y los resultados de los retornos a largo plazo son cuestionables debido a problemas metodológicos.

Alternativamente, es ampliamente conocido que las M&A se producen en olas (Martynova & Renneboog, 2008), por lo tanto, otros estudios se enfocan en los determinantes que conducen a este tipo de comportamiento. Las teorías que explican este patrón se dividen en cuatro: primero, teorías neoclásicas, las M&A se producen a consecuencia de choques industriales, económicos, políticos o regulatorios (Mitchell & Mulherin, 1996; Andrade & Stafford, 2004; Maksimovic & Phillips, 2001). Segundo, problemas de agencia y gobierno corporativo, las M&A son producto de objetivos personales de los administradores corporativos y de bajo enfoque en los accionistas (Shleifer & Vishny, 1991). Tercero, gestión arrogante y de manada (managerial hubris and herding), se genera cuando la administración de la firma oferente sobreestima su capacidad para manejar las firmas objetivo; por su parte, el efecto manada se

¹ Considerando: México, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Paraguay, Uruguay y Venezuela

² Diferencia entre el retorno normal de la accion como si no hubiera ocurrido el anuncio y el retorno efectivo de la accion debido al acontecimiento del anuncio.

produce cuando las firmas siguen la empresa líder del mercado realizando adquisiciones, creando así una ola de transacciones (Goergen & Renneboog, 2004), y cuarto, teorías del comportamiento, donde los administradores toman ventaja de los problemas de sobrevaloración de sus acciones durante expansiones del mercado financiero y utilizan esto como dinero “barato” para adquirir compañías subvaloradas en mercados en contracción (Shleifer & Vishny, 2003; Harford, 2005).

Las investigaciones que resaltan la importancia de las variables macroeconómicas en el comportamiento de las M&A ha sido menos acogido por académicos, ignorando la importancia de examinar este tipo de variables para explicar las tendencias de esta actividad (Vasconcellos & Kish, 1998, Uddin & Boateng, 2011). Algunos trabajos han adoptado este enfoque tratando de capturar el rol de este tipo de variables sobre el comportamiento de la actividad (Melicher, Ledolter & D'Antonio, 1983; Yagil, 1996; Di Giocvanni, 2005; Globberman & Shapiro, 2005; Lambrecht, 2004; Pablo, 2009; Uddin et al., 2011; Višić & Perić, 2011; Boateng, Hua, Uddin & Du, 2014). Sin embargo, no consideran la relación entre el ciclo económico y el número de M&As. Algunos estudios encontrados sobre el tema concluyen una relación positiva entre los ciclos económicos y las M&A (Nelson, 1959; Becketii, 1986; Makaew, 2010; Komlenovic, 2008; Komlenovic, Mamun & Mishra, 2011; Haller, 2013), solo Markham (1955) no encuentra un soporte fuerte para una dependencia entre estas dos variables.

Adicionalmente, la mayoría de los estudios relacionados con las M&As se han realizado en los mercados de Estados Unidos, el Reino Unido, Europa y Asia (Pablo, 2009; Martynova & Renneboog, 2008; Cortés, García & Agudelo, 2015). En América Latina los estudios solo se han llevado a cabo por Fuenzalida, Mongrut, Nash & Tapia (2006), quienes identifican la existencia de rendimientos anormales en el valor de las empresas adquiridas como resultado del anuncio de una oferta pública de adquisición; Pablo (2009), quien estudió los factores determinantes de la M&A transnacionales en los países de América Latina; Cortés, Agudelo & Mongrut (2012) quienes identifican la existencia de olas y determinantes de la actividad por medio de las teorías neoclásicas y de sobrevaloración; Vasco, Cortés, Gaitán, & Durán (2014), quienes estudiaron la influencia del gobierno corporativo en actividades de fusión y adquisiciones transnacionales en los países latinoamericanos; Cortés, García & Agudelo (2015), trabajo que analiza los cambios de control corporativo y los efectos que provocan sobre los beneficios obtenidos por los accionistas de las empresas aéreas; y por último,

Cortés, Durán, Gaitán & Vasco (2016), quienes estudian el impacto de la productividad industrial en las M&As transnacionales de países de la OCDE hacia los países de América Latina.

Con base en lo anteriormente analizado, el objetivo de este estudio es analizar, por medio del empleo de técnicas de panel de datos, la influencia de variables macroeconómicas, en especial el ciclo económico, sobre el número de M&A, contribuyendo principalmente a los pocos estudios bajo una orientación macroeconómica e igualmente a la escasez de literatura en Latinoamérica. Los países a considerar, referenciados en la nota 1, son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, dado que comprenden el 90% de las transacciones en la región.

El sector a analizar en este estudio es el manufacturero. Las razones residen en su participación en el total de transacciones, importancia en el PIB de la región, el porcentaje de empleo que genera y su sensibilidad ante cambios en factores macroeconómicos. Según la base de datos Thomson Reuters Datastream (2016), el sector manufacturero posee el mayor número de anuncios entre 1995-2015 para los países seleccionados, con una participación del 27,56% sobre el total. Adicionalmente, según datos de la CEPAL (2016) a 2014, el sector manufacturero en Latinoamérica representaba el 13,2% del PIB en la región, el tercer sector más importante después de la administración pública, defensa, seguridad social y educación e intermediación financiera. Así mismo, con datos de la misma fuente, se evidencia que para los países seleccionados, el porcentaje promedio del total de la población ocupada en el sector es del 12,18%, es decir, el cuarto más importante después de otros servicios, comercio y agricultura. Así mismo, estudios demuestran que el sector manufacturero es uno de los sectores más sensibles (el primero o segundo) ante cambios de la política monetaria o tasa de cambio (Carlino & Defina, 1998; Karagedikli, Ryan, Steenkamp & Vehbi, 2013; Sierra & Manrique, 2014; Singh & Rao, 2014).

Los principales resultados del trabajo indican que efectivamente las variables macroeconómicas tienen un efecto sobre las M&As y explican alrededor de un tercio del cambio en la actividad. Específicamente, se encontró que el ciclo económico, liquidez y depreciación tienen un efecto positivo mientras la inflación tiene un efecto negativo. Por el contrario las variables no significativas son la tasa de interés y índice bursátil. Adicionalmente, se identifica que el impacto del ciclo económico es mucho mayor cuando se trata de transacciones transfronterizas y que, corrigiendo problemas de asimetría del ciclo,

durante las épocas de expansión las M&As son mayores a las de recesión.

El estudio se organiza de la siguiente manera: La segunda sección, establece el marco teórico y analiza la literatura en relación a la importancia del estudio a nivel macroeconómico sobre las M&A. La tercera desarrolla las hipótesis de cada variable a incluir en el modelo. La cuarta presenta los datos y la metodología empleados en el estudio. Los resultados se analizan en la quinta sección y, por último, el estudio realiza las conclusiones.

2. Revisión de literatura y marco teórico

Algunos investigadores han examinado y realizado estudios para explicar las razones que contribuyen al crecimiento de las M&As a nivel macroeconómico incluyendo el PIB (Globerman & Shapiro, 2005; Di Giovanni, 2005; Pablo, 2009; Uddin et al., 2011), tasa de interés (Becketti, 1986; Yagil, 1996; Wang, 2009), índices bursátiles (Melicher et al., 1983; Komlenovic et al. 2011; Haller, 2013), agregados monetarios (Becketti, 1986; Uddin et al., 2011; Boateng et al., 2013), inflación (Wang, 2009; Višić et al., 2011), tasa de cambio (Kymaz, 2004; Di Giovanni, 2005; Pablo, 2009). Dunning (2009) indica que la importancia de las variables macroeconómicas es mucho mayor ahora que hace 20 años atrás, esto debido a cambios de patrones en la localización de la producción, movilización de factores, liberalización de las economías y la globalización y, por lo tanto, los estudios con enfoque a nivel firma debe ser modificado. Igualmente, Uddin et al. (2011) reconocen la importancia de un ambiente macroeconómico favorable para el desarrollo de ventajas competitivas en las firmas y sus decisiones de inversión. Este autor enfatiza que las políticas macroeconómicas pueden aumentar o disminuir el costo de realizar negocios. Adicionalmente, concluye que los administradores pueden sincronizar sus decisiones de adquisición basados en el movimiento de variables macroeconómicas, además, de tener en cuenta otras variable a nivel firma e industria; esto con el fin de estar por delante de sus competidores y obtener una ventaja competitiva y maximizar la riqueza de sus accionistas. Estos argumentos son soportados igualmente por Oxelheim, Randoy & Stonehill (2001) concluyendo que los factores macroeconómicos son relevantes en el costo de capital y la fortaleza financiera de la compañía. En línea con estas explicaciones, Pablo (2009) señala que durante el periodo de 1998-2004 no solo cambiaron las economías de Latinoamérica, sino también el entorno y la protección de la inversión extranjera. Acorde a lo expuesto anteriormente, se hace necesario estudiar el rol de variables macroeconómicas en las M&As y es de esperar que la actividad se

beneficie de mercados que posibiliten un ambiente económico favorable donde se reduzcan los costos de transacción y se creen ventajas competitivas.

3. Desarrollo de hipótesis

Ciclo Económico

Entre los primeros estudios acerca de ciclos económicos y su relación con M&As encontramos a Markham (1955) y Nelson (1959); sin embargo estos dos autores llegan a conclusiones diferentes. Usando la correlación entre el número total de las fusiones y el ciclo económico de Estados Unidos, Markham (1955) concluye que no encuentra un soporte fuerte para una relación entre los ciclos y las M&As. De otro lado, Nelson (1959) encuentra que los puntos de inflexión de estas dos series coinciden o en ocasiones las M&As se adelantan al ciclo económico de dos a cuatro trimestres. Gort (1969) bajo un modelo de perturbaciones económicas, predice que cambios económicos, como desequilibrio en los mercados de productos, inciden en las adquisiciones. Beckettii (1986) encuentra una relación pro cíclica de las M&As y adiciones: creciente en auge y disminuyendo en recesiones. Estudios más recientes concluyen que la proporción de transacciones varía considerablemente en momentos de expansión (Maksimovic & Phillips, 2001). Por su parte, Lambrecht (2004), enfocado en un estudio sobre economías a escala, demuestra que las ganancias derivadas de las M&As están correlacionadas positivamente con la demanda del mercado y mayores precios. Makaew (2010) encuentra que las M&As están correlacionadas positivamente con los ciclos y que ambos, el país destino y origen, presentan economías que están en expansión. Igualmente Komlenovic et al. (2011) señalan que, aunque el volumen varía por industria, las transacciones son pro cíclicas; además, estipula que la proxy utilizada para la medición del ciclo económico explica mejor el número de M&As que las variables proxy de las teorías neoclásicas y del comportamiento.

Por último, tomando como referencia trabajos sobre Inversión Extranjera Directa (IED), se encuentra evidencia de un patrón pro cíclico de las inversiones con el PIB. Usando una muestra de 46 países durante el periodo de 1982-2009, Cavallari & d'Addona (2013), encuentran una relación positiva entre los flujos de inversión y la actividad económica. Del mismo modo, Buch & Lipponer (2005) en un estudio para Alemania, encuentran un enlace positivo entre el ciclo económico y las actividades de las empresas, debido a que esta variable actúa como un mecanismo acelerador de financiamiento.

La relación del ciclo económico con el número de M&As se pueden observar por medio de dos canales. El primero argumenta que el incremento en la actividad económica actual sugieren un aumento de la demanda agregada a futuro, por lo tanto, es lógico pensar que cambios positivos en la demanda de ciertas industrias conllevaran a aumentos en la cantidad de M&As (Becketti, 1986; Harford, 2005; Cook, 2007; Komlenovic, 2008; Komlenovic, Mamun & Mishra, 2011). De acuerdo con Melicher, Ledolter & D'Antonio (1983) de ser cierta esta teoría, en un ambiente de optimismo acerca de la futura condición de la economía, las empresas se fusionan para ganar capacidad operacional, lo cual se traduce en un incremento en la producción industrial. Estos argumentos van en línea con la teoría neoclásica, es decir, las M&As son vistas como herramientas eficaces ante choques económicos para la asignación de los activos dentro de una industria y así permitir el crecimiento de ésta. Este enfoque es soportado por varios estudios tales como Gort (1969), Mitchell & Mulherin (1996), Maksimovic & Phillips (2001), Andrade & Stafford (2004) y Harford (2005), los cuales afirman que la reasignación de activos desde empresas menos a más productivas toman lugar en industrias que experimentan un incremento en la demanda.

Igualmente, se puede argumentar que en momentos de expansión económica las empresas están menos restringidas financieramente. Además de motivaciones económicas, es necesario una motivación proveniente por los bajos costos de transacción, es decir, una mayor liquidez de capital que viene acompañada en momentos de crecimiento de la demanda (Eisfeldt & Rampini, 2006; Harford, 2005). Esta hipótesis es planteada igualmente por Shleifer & Vishny (1992) señalando que, en momentos de expansión, las empresas aumentan sus flujos de caja y simultáneamente atenúan sus restricciones financieras. Estos argumentos infieren una relación positiva entre los ciclos económicos y las M&As.

El segundo canal considera que las M&As transfronterizas aumentan en momentos de crisis donde las compañías objetivo presentan restricciones financieras y sus valores fundamentales están subvalorados. Esta hipótesis está argumentada desde la perspectiva de la teoría del comportamiento (behavioral hypothesis) y su teoría de la sobrevaloración, la cual propone que los gerentes de las empresas sobrevaloradas toman ventaja de la desviación de los precios mediante la adquisición de empresas subvaloradas actuando como un canal de capital barato de financiación (Shleifer & Vishny, 2003; Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004; Erel, Liao & Weisbach, 2012); y la teoría de la venta forzosa (Fire Sale Theory), en la cual inversionistas extranjeros adquieren firmas en países que experimentan crisis financieras y así toman

ventaja de los problemas de liquidez en las firmas (Aguiar & Gopinath ,2005; Desai, Foley & Forbes, 2008).

Hipótesis 1: *El ciclo económico está relacionado positivamente con las fusiones y adquisiciones.*

Tasa de interés

La adquisición de empresas puede estar financiado por medio de deuda o la emisión de bonos, por lo tanto el movimiento de las tasas de interés es un factor determinante en la decisiones de inversión de la firma (Becketti, 1986). Este mismo autor encuentra en su estudio que la tasa de interés, medida por los rendimientos de los bonos a tres meses de los Estados Unidos, tiene el impacto más fuerte sobre la actividad. Esta relación negativa se explica por el hecho de que bajas tasas de interés reduce los costos de financiación y son signo de un ambiente favorable en la economía (Melicher et al., 1983; Pablo, 2009; Uddin & Boateng, 2011; Haller, 2013; Cortés, Agudelo & Mongrut, 2012)

Hipótesis 2: *La tasa de interés está relacionada negativamente con el número de fusiones y adquisiciones.*

Liquidez

Un incremento en la liquidez puede aumentar las M&As debido a que afecta el costo de financiamiento y el ingreso disponible (Uddin & Boateng, 2011). Wang (2009) señala que las pequeñas y medianas empresas enfrentan mayores costos financieros cuando hay una contracción de la oferta monetaria y que empresas grandes, con primas relativamente más bajas y mejores flujos de caja, están propensas a adquirirlas. Adicionalmente, trabajos como el de Hardford (2005) señalan que, para que exista una ola de fusiones, es necesario que exista una liquidez de capital suficiente para una reasignación de los recursos y que no solo basta con algún choque; ya sea económico, regulatorio o tecnológico. El papel que tiene la liquidez sobre las fusiones ha sido también estudiado por otros académicos entre ellos Shleifer & Vishny (1992) y Boateng, Hua, Uddin & Du (2014).

Hipótesis 3: *La oferta monetaria está relacionada positivamente con el número de fusiones y adquisiciones.*

Tasa de cambio

Una de las diferencias entre el valor de la firma oferente y objetivo puede derivarse de los cambios en el valor de moneda o tasa de cambio (Erel et al., 2012; Boateng et al., 2014). Si la moneda del país oferente se aprecia relativamente en valor a la moneda del país objetivo, entonces estas últimas serán relativamente más baratas (Harris & Ravenscraft, 1991; Wang, 2009; Haller, 2013). Esta hipótesis es soportada igualmente por Froot & Stein (1991) quien argumenta que las firmas domésticas son menos valiosas a las extranjeras cuando existe una apreciación del dólar, por lo tanto, hay una relación positiva entre los flujos de inversión y las adquisiciones. En línea con esta afirmación, autores como Cebenoyan, Papaioannou & Travlos (1992), y Boateng et al. (2014) han encontrado soporte para indicar que países con monedas apreciadas deberían actuar como oferentes costos y lo contrario para firmas con monedas depreciadas en vista que esto disminuye los costos de transacción y financiamiento. Contrariamente, estudios hechos por Weston & Jawien (1999) y Kiyamaz (2004) mencionan que la tasa de cambio, además de afectar el precio y la financiación de la transacción, también pueden afectar negativamente el costo de mantenimiento y las ganancias que son enviadas de nuevo al país de la empresa extranjera.

Hipótesis 4: *La tasa de cambio está relacionada positivamente con el número de fusiones y adquisiciones, una mayor depreciación atrae más inversión.*

Inflación

Pocos estudios han incluido la inflación como determinante de las fusiones y adquisiciones. Entre estos se incluye Evenett (2004) señalando que una menor inflación implica un menor costo de la deuda. Adicionalmente, Boateng et al. (2014) señalan que además del costo de capital, la inflación afecta la tasa de retorno de la inversión. Sayek (2009) encuentra que empresas multinacionales minimizan el efecto negativo de la inflación por medio del cambio en la localización de la producción. Igualmente, estudios aplicados a IED incluyen la inflación como variable proxy de estabilidad económica; variables con altos valores, induce a una mayor incertidumbre empeorando el crecimiento económico y la atracción de la inversión (Yang, Groenewold & Tcha, 2000; Arbatli, 2011).

Hipótesis 5: *La inflación está relacionada negativamente con el número de fusiones y adquisiciones.*

Índice del mercado de acciones

Con respecto al mercado de acciones, se puede hablar de dos tipos de mecanismos que son contradictorios. El primero sugiere que un índice de acciones al alza indica perspectivas de crecimiento futuro y, por lo tanto, un aumento en el número de M&As (Melicher, Ledolter, & D'Antonio, 1983). Este mismo argumento es sostenido por otros autores como Nelson (1959), Becketti (1986) y Uddin et al. (2011), quienes encuentran una relación positiva entre el retorno del mercado de acciones y el número de M&As. Así mismo, Wang (2009) sugiere que, en un mercado alcista, los inversionistas tienen una buena perspectiva de las futuras operaciones de las compañías listadas. Sin embargo, sus resultados muestran una relación negativa e insignificante y, por ende no concluyente.

El otro punto de vista parte de la teoría del comportamiento y su teoría de la sobrevaloración, donde las M&As toman lugar debido a una diferencia entre el valor de la firma oferente y la firma objetivo (Shleifer & Vishny, 2003; Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004; Baker, Foley & Wurgler, 2009). Acorde a este planteamiento, Erel et al. (2012) encuentran que firmas oferentes tienden a ser de países con mercados bursátiles alcistas y firmas objetivos de economías débiles. Bi & Gregory (2011) confirman que la sobrevaloración de las compañías está asociada a una mayor probabilidad de una oferta de acciones. Adicionalmente y consistente con esta teoría, Ang & Cheng (2006) sugieren que la probabilidad de una firma de elegir acciones como medio de pago es mayor cuando su acción está sobrevalorada.

Hipótesis 6: *El mercado de acciones está relacionado positivamente con el número de fusiones y adquisiciones.*

Riesgo país

Las M&As están determinadas por características institucionales (Bris, Cabolis & Janowski, 1990). La calidad de las instituciones está asociada con la protección de los derechos de propiedad y el incremento en los riesgos de tipo de cambio. Un país es una institución política, cuyas normas, leyes y reglamentos específicos aplican para los inversionistas tanto nacionales como internacionales (Nordal, 2001). Hyun & Kim (2010) argumentan que países con bajos niveles de corrupción, menor riesgo de oportunismo y leyes reconocidas pueden crear un ambiente favorable para la inversión. El riesgo país puede entonces influir en la decisión de las empresas en ingresar a algún mercado o su forma de hacerlo. Las firmas, ante riesgos en países destino, ajustan su modo de entrada prefiriendo el control de propiedad

intermedio a uno completo (Shimizua, Hittb, Vaidyanathc & Pisanod, 2004). En cuanto estudios empíricos Cortés, Agudelo & Mongrut (2012) encuentra para Latinoamérica que países con mayor riesgo tienen un menor número de transacciones en M&A.

Hipótesis 7: El riesgo país está relacionado negativamente con el número de fusiones y adquisiciones.

4. Datos y Metodología

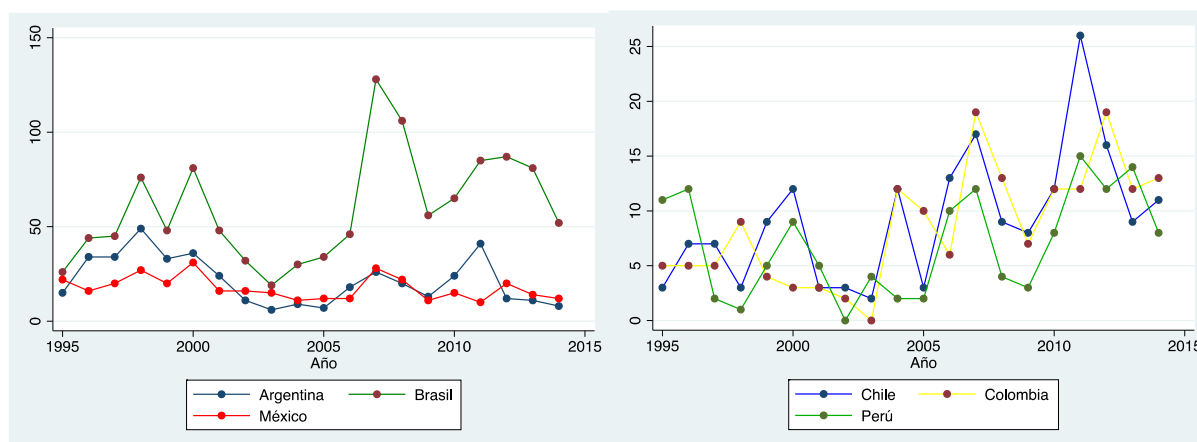
4.1. Datos

M&A del sector manufacturero

La información acerca de las M&A en los seis países seleccionados son obtenidas de la base de datos de Thomson Reuters Datastream (2016) desde el año 1995 hasta el 2014. Esta base de datos contiene detalles acerca de las transacciones, como fecha de anuncio, nombre de la empresa oferente y objetivo, país de origen, código de la Industria (SIC), porcentaje a adquirir y si la empresa es pública (transa en bolsa) o privada. De la base de datos se excluyen compras apalancadas (LBO), escisiones (spin-offs), recapitalizaciones, recompras y privatizaciones. Así mismo se incluyen solo las transacciones de la industria manufacturera comprendida por 20 subsectores (20-39 a dos dígitos, SIC Codes).

El número de M&A creció moderadamente desde 1995 hasta 1999; sin embargo, en ese último año la actividad se vio fuertemente afectada por la crisis económica asiática repercutiendo negativamente en las economías de la región. Por el contrario, en el 2000 se observa un repunte de las operaciones, seguido de una fuerte caída a nivel general, producto de la crisis del 2001 en Argentina, la continua crisis hipotecaria de Colombia 1998-2001, la desaceleración de la economía mundial, los ataques del 11 de septiembre de 2001 y la crisis financiera de la burbuja Punto-com. Desde el 2003 el crecimiento volvió a exhibir una tendencia creciente, pero en el año 2009 debido a la crisis suprima se observa de nuevo una caída en la actividad. El número de M&As en el sector manufacturero ha venido cayendo después del 2011; según la CEPAL (2015), este declive puede ser explicado por la caída en los precios de los minerales y los alimentos desde el 2012, la caída de los precios del petróleo desde el segundo semestre del 2014, la recesión mundial y al bajo dinamismo de la demandada en la región y Europa.

Figura 1. Número de M&As por país para el periodo de 1995-2014.



Fuente: Elaboración del autor.

De un total de 2.465 anuncios, el país con más transacciones durante el periodo de estudio es Brasil (48,2%), seguido de Argentina (17,5%), México (14,2%), Chile (7,5%), Colombia (6,9%) y Perú (5,6%) (tabla 1). En el periodo de estudio, el 47,4% de los anuncios corresponde a adquirientes nacionales, 7,1% proceden de la región y, el restante 45,5% proviene por fuera de Latinoamérica (tabla 2). Del total de los anuncios, el 59,8% son transacciones en compañías de la misma industria, el restante son acuerdos inter-industriales, es decir, con el objetivo de diversificar o integrarse verticalmente. El método de pago mayor reportado fue solo efectivo, contrario a acciones o una combinación entre ambas (tabla 3). Por último los subsectores con mayor actividad son la industria alimentaria (27%) y productos químicos (16%).

Tabla 1.

Numero de anuncios de M&As del sector manufacturero por país

País	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total	%
Argentina	15	34	34	49	33	36	24	11	6	9	7	18	26	20	13	24	41	12	11	8	431	17%
Brasil	26	44	45	76	48	81	48	32	19	30	34	46	128	106	56	65	85	87	81	52	1189	48%
Chile	3	7	7	3	9	12	3	3	2	12	3	13	17	9	8	12	26	16	9	11	185	8%
Colombia	5	5	5	9	4	3	3	2	0	12	10	6	19	13	7	12	12	19	12	13	171	7%
México	22	16	20	27	20	31	16	16	15	11	12	12	28	22	11	15	10	20	14	12	350	14%
Perú	11	12	2	1	5	9	5	0	4	2	2	10	12	4	3	8	15	12	14	8	139	6%
Total	82	118	113	165	119	172	99	64	46	76	68	105	230	174	98	136	189	166	141	104	2465	100%

Esta tabla muestra el número de anuncios de fusiones y adquisiciones por año en los países bajo estudio, según la base de datos Thomson Reuters Datastream desde el año 1995 hasta el 2014. En esta tabla se excluyen las compras apalancadas, escisiones, recapitalizaciones, recompras y privatizaciones.

Tabla 2.*Numero de anuncios de M&As del sector manufacturero por origen del comprador*

Tipo	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total	%
Nacional	34	33	41	75	43	79	55	36	24	42	36	40	117	82	49	74	102	90	69	48	1169	47%
Regional	9	11	4	7	6	7	3	5	2	7	3	13	29	18	9	8	13	7	9	4	174	7%
EE.UU.	19	38	29	30	26	26	18	10	10	9	14	13	28	30	17	24	24	23	26	11	425	17%
Europa	18	22	35	44	39	51	19	8	10	15	12	35	36	37	18	17	38	29	31	32	546	22%
Otros	2	14	4	9	5	9	4	5	0	3	3	4	20	7	5	13	12	17	6	9	151	6%
Total	82	118	113	165	119	172	99	64	46	76	68	105	230	174	98	136	189	166	141	104	2465	100%

Esta tabla muestra el número de anuncios de fusiones y adquisiciones por año según el origen del comprando, según la base de datos Thomson Reuters Datastream desde el año 1995 hasta el 2014. En esta tabla se excluyen las compras apalancadas, escisiones, recapitalizaciones, recompras y privatizaciones.

Tabla 3.*Número de anuncios de M&As del sector manufacturero por estrategia y método de pago*

Tipo	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total	%
Diversificación	35	51	44	66	44	58	52	27	22	29	18	39	89	66	42	60	86	78	53	31	990	40%
Horizontal	47	67	69	99	75	114	47	37	24	47	50	66	141	108	56	76	103	88	88	73	1475	60%
Dinero y acciones		3	1	1	1			2	1				1	1	3	5	3	1	4		27	1%
Solo dinero	5	8	12	14	18	46	14	12	9	16	10	24	41	16	12	14	30	25	16	15	357	14%
Solo acciones	6	7		1	3	4	2	1	2	2	10	4	1	2	5	2	3	3	1	1	60	2%
No se especifica	71	100	100	149	97	122	83	49	34	58	48	77	187	155	78	115	153	137	120	88	2021	82%
Total	82	118	113	165	119	172	99	64	46	76	68	105	230	174	98	136	189	166	141	104	2465	100%

Esta tabla muestra el número de anuncios de fusiones y adquisiciones por año en los países bajo estudio por estrategia y método de pago, según la base de datos Thomson Reuters Datastream desde el año 1995 hasta el 2014. En la primera clasificación, "diversificación" se refiere a ofertas fuera de la industria y "Horizontal" a ofertas dentro de la misma industria dada por los dos primeros dígitos del código de Clasificación Industrial Estándar (SIC) de la empresa compradora y de venta. La segunda clasificación se basa en el método de pago: efectivo, acciones, acciones y dinero en efectivo, o no se especifica. En esta tabla se excluyen las compras apalancadas, escisiones, recapitalizaciones, recompras y privatizaciones.

Variables macroeconómicas

Los datos de las variables macroeconómicas son obtenidos de varias fuentes. El PIB manufacturero y la tasa de inflación se obtienen de la CEPAL (2016). La tasa de préstamos (*lending rate*) se obtiene del World Bank Group (2016). La tasa de cambio real multilateral se obtiene del Bank of International Settlements (BIS) (2016). La oferta monetaria, M3, se obtiene del Centro de Economía Internacional de Argentina (2016) con base al FMI y Bancos Centrales; en el caso de Colombia y Perú se obtienen de sus respectivos Bancos Centrales (Banco de la República de Colombia, 2016; Banco Central de la Reserva de Perú, 2016). El índice MSCI, creado por Morgan Stanley Capital International (Bloomberg, 2016), el cual mide el rendimiento de los segmentos de alta y mediana capitalización del mercado, es usado como indicador del mercado bursátil. Por último, para capturar el riesgo país, se utiliza el índice Composite Risk Rating calculado por Political Risk Services Group (2016).

4.2. Metodología

La estimación se realiza por medio de un panel de datos desbalanceado. La elección de esta técnica reside en que proporciona más grados de libertad, mayor información, más variabilidad, menos colinealidad entre las variables y una mayor eficiencia (Hsaio, 2007; Wang, 2009). Además, para un mejor ajuste del modelo econométrico, la variable dependiente se calcula aplicando una transformación logarítmica del número de anuncios de M&As; esta metodología ha sido aplicada en otros estudios sobre determinantes (Wang, 2009; Piñeiro, Chaitany & Tamazia, 2008; Cortés, Agudelo & Mongrut, 2012; Vasco, Cortés, Durán & Gaitán, 2014).

$$Y_{it} = \ln (1 + \text{número de M\&A})$$

Igualmente, las variables, excepto la oferta monetaria y el riesgo país, se rezagaron por un año por dos motivos, primero para controlar posibles problemas de endogeneidad siguiendo a Harford (2005) y Cortés et al. (2012); y segundo, por motivaciones económicas, es decir, las M&As son respuestas ante choques económicos, por lo tanto, sucederán después de percibir un incremento en la demanda y analizar otras variables macroeconómicas que afecta la decisión de realizar la transacción. No obstante, varios trabajos utilizan variables rezagadas soportando esta metodología (Wang, 2009; Komlenovic et al., 2011; Višić & Perić, 2011).

Por lo tanto, para examinar la actividad de M&As y su relación con diferentes variables macroeconómicas, como se planteó en las hipótesis en la sección anterior, el modelo a estimar se representa por la ecuación (1):

$$M\&A_{it} = B_1 \text{cicloeconómico}_{it-1} + B_2 \text{tasa de Interés}_{it-1} + B_4 \text{tasa de cambio Real}_{it-1} + B_5 \text{inflación}_{it-1} + B_6 \text{oferta monetaria}_{it} + B_7 \text{Riesgo país}_{it} + B_8 \text{indice bursátil}_{it-1} + u_{it} \quad (1)$$

Donde:

M&A: Número de fusiones y adquisiciones del sector manufacturero en cada uno de los países estudiados.

Ciclo económico: Logaritmo del ciclo de la industria manufacturera en dólares constantes, año base 2010. Donde el ciclo es la diferencia entre la serie del PIB manufacturero y su tendencia calculada por medio del filtro de Hodrick-Prescott.

Tasa de interés: Tasa de colocación (*prime rate*) que responde a las necesidades de financiación a corto y medio plazo del sector comercial.

Tasa de cambio real: Medida como el cambio porcentual del tipo de cambio de real efectivo calculado por el BIS, año base 2010. Un aumento significa depreciación.

Inflación: Cambio porcentual de los índices de precios mayoristas³ a nivel general, año base 2010.

Oferta monetaria: Diferencia de la oferta monetaria ampliada (M3) medida como porcentaje del PIB en dólares constantes, año base 2010.

Riesgo país: Diferencia de la puntuación de riesgo país, número entre 0 y 100, donde 100 es igual a un entorno de menor riesgo.

Índice bursátil: Medida como el cambio porcentual del índice MSCI.

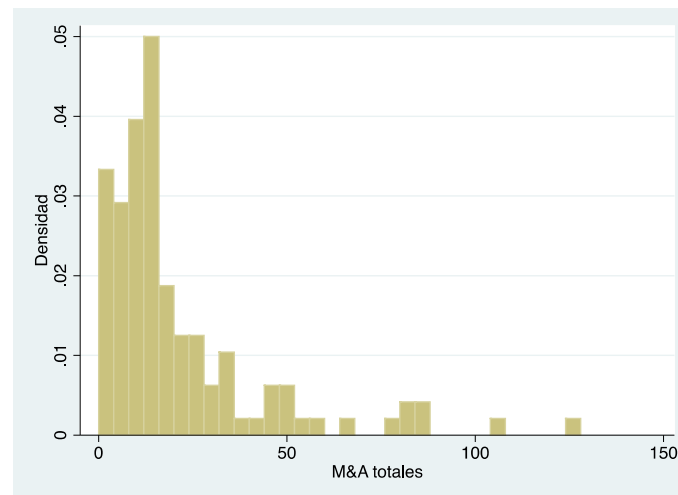
Se aplican las pruebas habituales para datos de panel con el objetivo de obtener la especificación correcta del modelo. El test de especificación de Hausman rechaza la hipótesis nula a favor de efectos fijos. Adicionalmente, se realiza el test de Wooldridge para detectar auto correlación, el test de Breusch-Pagan para detectar correlación contemporánea entre residuales y el test de Wald por posible heterocedasticidad. Dada estas pruebas econométricas, se detecta la presencia de heterocedasticidad y correlación contemporánea; por lo tanto, para corregir estos problemas se utiliza una regresión MCO con errores estándares corregidos para panel (*Panel Corrected Standard Errors* o PCSE) desarrollado por Beck & Katz (1995). Otro método existente para corregir este problema es mínimos cuadrados generalizados factibles (*Feasible Generalized Least Squares* o FGLS); sin embargo, este último no permite trabajar con paneles desbalanceados, dejando como opción los modelos PCSE.

Considerando que se cuenta con datos de conteo y que la variable sin transformación exhibe una distribución binomial (Figura 2), adicional al proceso anteriormente mencionado, se examino la robustez del modelo por medio de una regresión binomial negativa. Este tipo de regresión es más flexible que los modelos Poisson típicamente usados, ya que este último asume que la media y la varianza son iguales, a diferencia del primero que no implica esta condición (Cameron & Trivedi, 2005). Para estar seguro de la elección entre el modelo

³ Según la ficha técnica de la CEPAL para Argentina, Brasil, Chile y Perú se utiliza el índice de precio mayorista, para Colombia y México el índice de precios al productor.

binomial negativo y Poisson se realiza diferentes pruebas de ajuste; el modelo Binomial Negativo obtiene una menor diferencia absoluta entre los valores predichos y observados. Además, cuando se compara los estadísticos Akaike (*Akaike Information Criterion* o AIC) y Schwarz (*Bayesian Information Criterion* o BIC) el modelo binomial negativo es preferido sobre el de Poisson.

Figura 2. *Distribución del número de M&As*



Fuente: Elaboración del autor.

5. Resultados

Los resultados de las regresiones realizadas se presentan en la tabla 4. En la primera columna se exhiben los coeficientes de la regresión con la variable transformada en logaritmos, $\ln(1+M\&A)$. El modelo estimado cumple con los supuestos estadísticos teóricos asociados a este tipo de procesos. La coherencia en los signos de los coeficientes estimados y su significancia estadística, junto a un valor mayor a 0.95 encontrado para el índice de bondad de ajuste, permiten afirmar que el modelo es adecuado para representar el proceso generador de los datos. Todas las variables exógenas que aparecen en el modelo presentan el signo acorde con la teoría económica, a excepción de la tasa de interés, evidenciando que la actividad de M&As para los países de América Latina referenciados en la muestra, está explicada por el ciclo económico y otras variables macroeconómicas.

El ciclo económico manufacturero, tal como se esperaba, resulta significativo. Este resultado es acorde a lo encontrado por Nelson (1959), Beckettii (1986), Makaew (2010), Komlenovic

Tabla 4.*Resultado de las estimaciones: modelo PCSE y binomial negativo bajo efectos fijos*

	Modelo I: Panel de datos con efectos fijos	Modelo II: Binomial negativa para datos de panel	Modelo III: Panel de datos con efectos fijos Transfronterizas	Modelo IV: Binomial negativa para datos de panel Transfronterizas	Modelo V: Panel de datos con efectos fijos
Variable dependiente	ln M&A Total	M&A Total	ln M&A transfronterizas	M&A Transfronterizas	ln M&A Total
Ciclo Económico	3.264* (0.012)	3.331** (0.009)	4.564*** (0.001)	4.764*** (0.001)	
Ciclo*Expansión					7.060** (0.001)
inflación	-0.0236** (0.003)	-0.0260** (0.003)	-0.0223** (0.008)	-0.0253** (0.008)	-0.0237** (0.002)
M3	0.0429** (0.006)	0.0365* (0.013)	0.028 (0.155)	0.0184 (0.278)	0.0370* (0.012)
Depreciación	0.0118* (0.017)	0.0117* (0.026)	0.0153** (0.005)	0.0164** (0.003)	0.0086 (0.055)
Tasa de interés	0.00462 (0.425)	0.00354 (0.416)	0.00679 (0.261)	0.00576 (0.246)	0.00293 (0.593)
Índice Bursátil	0.000695 (0.709)	0.0013 (0.41)	0.00211 (0.252)	0.00228 (0.218)	-0.00132 (0.475)
Riesgo país	0.0105 (0.517)	0.0139 (0.408)	0.00646 (0.705)	0.0108 (0.567)	0.000756 (0.960)
crisis Latinoamérica	-0.645*** (0.000)	-0.564** (0.008)	-0.644** (0.001)	-0.745** (0.004)	-0.713*** (0.000)
crisis2009	-0.194 (0.440)	-0.224 (0.315)	-0.287 (0.247)	-0.352 (0.179)	0.0152 (0.947)
Argentina	-0.867** (0.002)		-0.607* (0.045)		-1.063*** (0.000)
Chile	-1.771*** (0.000)		-1.574*** (0.000)		-1.861*** (0.000)
Colombia	-1.823*** (0.000)		-1.544*** (0.000)		-1.882*** (0.000)
México	-1.101*** (0.000)		-0.653* (0.027)		-1.108*** (0.000)
Perú	-2.149*** (0.000)		-3.103*** (0.000)		-2.218*** (0.000)
Constante	3.985*** (0.000)	2.066*** (0.000)	3.103*** (0.000)	1.957*** (0.000)	4.024*** (0.000)
N	112	112	112	112	112
R ² Ajustado	0.267		0.229		0.295
Función log verosimilitud		-339.16518		-284.93849	
Wald chi ²	823.78	47.63	528.67	44.37	940.49

Esta tabla muestra los resultados de las regresiones para los países bajo estudio, según la base de datos Thomson Reuters Datastream desde el año 1995 hasta el 2014. La primera columna tiene como variable dependiente el número de fusiones y adquisiciones transformada ($\ln(1 + \text{numero M\&A})$) bajo un modelo PCSE incluyendo las transacciones nacionales y transfronterizas. La segunda es la regresión binomial negativa para M&As nacionales y transfronterizas. La 3 y 4 columna replican las regresiones anteriores pero con solo las M&As transfronterizas. Finalmente, la última columna tiene como variable dependiente el número de M&As transformada con la variable de interacción entre el ciclo y la variable ficticia de expansión, 1 en dicho caso 0 lo contrario. En estas regresiones se excluyen las compras apalancadas, escisiones, recapitalizaciones, recompras y privatizaciones. En paréntesis se muestra el p-value. *, **, *** representan significancia al 5%, 1% y 0.1% respectivamente.

(2008), Komlenovic, Mamun & Mishra (2011) y Haller (2013) soportando la hipótesis 1, un incremento del PIB manufacturero por encima de su tendencia (expansión), incrementa el número de fusiones y adquisiciones del sector. Las M&As son pro cíclicas debido a que un incremento de la actividad económica actual sugiere un cambio en la demanda y por lo tanto las empresas se fusionan para ganar capacidad operacional, lo que a su vez se traduce en un incremento en la producción industrial (Becketti, 1986; Hardford, 2005; Cook, 2007). Así mismo, las M&As son producto de una mayor liquidez acompañada en momentos de expansión, ya que aumenta los flujos de caja de la compañías y atenúan sus restricciones financieras (Shleifer & Vishny, 1992; Hardford, 2005). Cabe notar que este coeficiente recoge el efecto tanto por encima como por debajo de la tendencia, surgiendo un posible problema de asimetría. Para corregir este problema se utiliza la metodología desarrollada por Cavallari & D'Addona (2013) como se muestra al final de esta sección.

En línea con los trabajos de Yang et al. (2000) y Alguacil et al. (2011), la inflación es significativa y con signo negativo, sugiriendo que la inflación influye negativamente debido a que afecta el retorno a la inversión y es signo de inestabilidad económica. Así mismo, la oferta monetaria es significativa y por lo tanto permite afirmar que la liquidez es determinante de la actividad de M&As, resultado acorde con los hallados por Hardford (2005), Wang (2009) y Uddin et al. (2011), donde una mayor liquidez se traduce en mejores costos de financiamiento y permite una mejor asignación de los recursos. La depreciación, medida como el cambio porcentual de la tasa de cambio real, resulta positiva y significativa. Este hallazgo es igualmente encontrado en los trabajos de Cebenoyan et al. (1992) y Boateng et al. (2014), lo que conduce a afirmar que efectivamente la tasa de cambio influye en las diferencias de valor entre la firma oferente y objetivo y que las firmas domésticas son menos valiosas a las extranjeras cuando existe una apreciación del dólar (depreciación moneda local).

Entre las variables que no resultan significativas están la tasa de interés, índice bursátil y riesgo país. En cuanto al resultado de la tasa de interés se puede argumentar, desde la teoría de los mercados financieros eficientes, que ninguna empresa tiene una ventaja financiera frente a otra, ya que todas las empresas tienen el mismo acceso de financiamiento a un coste igual (ajustado por el riesgo) (Forssbaeck & Oxelheim, 2008). Así mismo, soportado por Jiménez & Manuelito (2011), los sistemas financieros de la región cuenta con un grado de desarrollo inferior al de los países más desarrollados; por lo tanto, es posible que las firmas

oferentes no adquieran deuda en los países bajo estudio dando como resultado un efecto indiferente ante la tasa de interés.

El índice bursátil tampoco resulta significativo, una de los motivos es debido a que su efecto puede estar recogido en otras variables del modelo (Ciclo económico o Liquidez). Hardford (2005) concluye en su trabajo que las M&A están motivadas por el efecto de la liquidez de capital – variable significativa en el modelo – en vez de algún efecto de sobrevaloración de las compañías. Igualmente, Jiménez & Manuelito (2011) argumentan que el mercado accionario en la región presenta un rezago significativo si se compara con los países desarrollados y algunos países emergentes en Asia y Europa, esto a pesar del dinamismo alcanzado entre 2003 y 2008.

Guiados por el comportamiento de las M&As, se incluyen dos variables ficticias para controlar por la crisis de Latinoamérica durante el 2001-2003 y los efectos de la crisis subprime en el 2009. Ambas capturan el efecto negativo de las crisis; sin embargo solo la primera es significativa. En la tabla 4 también se encuentran los efectos fijos por países, estos resultan altamente significativos. La magnitud del efecto es acorde con el volumen de actividad por países, siendo Brasil el país de referencia y con más número de transacciones durante el periodo de estudio.

En la segunda columna se presentan los resultados de la regresión binomial negativa; estos son acordes a los encontrados por la regresión por panel y las variables significativas son las mismas. En cuanto a los efectos de cada variable, estos tampoco cambian mucho, resultado que soporta los resultados anteriores y, por lo tanto, le da mayor robustez a las estimaciones obtenidas.

En las columnas 3 y 4 se presentan las regresiones para las M&A transfronterizas. El ciclo económico es significativo y tiene un efecto mayor en comparación a las M&A totales. Así mismo, la inflación y la depreciación son significativas, ambas al 1%. Por el contrario la oferta monetaria no resulta significativa. Este resultado evidencia el planteamiento hecho por Pablo (2009), los compradores vienen de países con un menor crecimiento del PIB y con tasas de cambio depreciadas. Los países emergentes tienen un mayor crecimiento del PIB, es decir, mercados en expansión y con mayores oportunidades de inversión que los países desarrollados; por lo tanto, es una variable mucho más importante cuando se trata de M&As transfronterizas. La crisis de Latinoamérica resulta significativa igualmente, del mismo modo

que en las otras regresiones. También, se estimó la regresión binomial negativa para este tipo de transacción encontrando resultados similares.

Como se mencionó previamente se encontró un problema de asimetría debido a que el ciclo de la industria manufacturera capta el efecto tanto de expansión como de recesión. Para corregir este problema se utiliza la metodología desarrollada por Cavallari & D'Addona (2013) donde se crea una variable ficticia que toma el valor de 1 cuando existe una expansión y 0 lo contrario; seguidamente se crea una variable interactiva entre la dummy y el ciclo manufacturero. La regresión con la variable interactiva (columna 5) resulta significativa y no altera la significancia de las demás variables del modelo, excepto la depreciación que resulta ser significativa al 10% en esta ocasión. Efectivamente los resultados confirman que la asimetría juega un rol y el efecto que tiene el ciclo es el doble que el modelo anterior, lo que confirma que en promedio, en los momentos de expansión de la economía las M&As son mayores a los periodos en recesión.

6. Conclusiones

En este estudio se investiga el impacto de diferentes variables macroeconómicas sobre el comportamiento de las fusiones y adquisiciones del sector manufacturero para seis países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), en especial su relación con el ciclo económico. Dunnig (2009) señalaba la creciente importancia de las variables macroeconómicas desde hace 20 años atrás en la explicación de las M&As. Igualmente, Komlenovick et al. (2011) señala que la literatura reciente se ha enfocado en la explicación de las M&As por medio de variables a nivel industria y firma; por lo tanto, es pertinente estudiar el impacto que tiene las variables a nivel macroeconómico en la actividad de M&As. Esto bajo el argumento de que un ambiente macroeconómico favorable es necesario para el desarrollo de ventajas competitivas en las firmas y sus decisiones de inversión (Uddin et al.; 2011).

Los resultados de las regresiones indican que efectivamente las variables macroeconómicas tienen un efecto sobre las M&As y explican alrededor de un tercio del cambio en la actividad. Específicamente, se encontró que el ciclo económico, liquidez y depreciación tienen un efecto positivo mientras la inflación tiene un efecto negativo. Por el contrario las variables no significativas son la tasa de interés e índice bursátil. En cuanto a la variable de mayor interés, el ciclo económico, se encontró que tiene una relación pro-cíclica con las M&As y que su

impacto es mucho mayor cuando se trata de transacciones transfronterizas. Igualmente, se identifica un problema de asimetría y se comprueba que durante las épocas de expansión las M&As son mayores a las de recesión.

Estos resultados sugieren que los tomadores de decisiones deben incluir como elemento clave de análisis los cambios en el ambiente macroeconómico con el fin de crear ventajas competitivas, reducir los costos de transacción e incrementar los beneficios a largo plazo. Así mismo, este análisis se hace necesario en un mundo donde la globalización, liberalización de las economías, movilización de factores y localización de la producción es irrefutable. Por parte de los gobiernos, se debe propender a establecer políticas que continúen creando mercados dinámicos, en expansión y, sobre todo, estables, con bajos niveles de inflación. Lo anterior es mucho más importante, si se tiene en cuenta que un modo de inversión extranjera directa es precisamente este tipo de transacciones, alcanzando hasta el 80% del total (Hyun & Kim, 2010); sugiriendo que promover las políticas mencionadas anteriormente, impulsa varios beneficios para una economía tales como la difusión tecnológica, formación del capital humano, integración del comercio internacional, entorno empresarial más competitivo y mejor desarrollo empresarial (OECD, 2012).

Adicionalmente, como se menciona al inicio del trabajo, las M&As son vistas como herramientas eficaces ante choques económicos que pueden ayudar a promover el crecimiento de la industria cuando se tiene economías con baja productividad. Con respecto a los resultados no significativos de la tasa de interés y el mercado de bursátil, esto significa que los mercados financieros en América Latina son estrechos y poco desarrollados, sugiriendo entonces políticas para un mayor desarrollo y fortalecimiento de estos mercados en la región, con el fin de asegurar en un futuro una mejor obtención y asignación de los recursos, y así aumentar el nivel de transacciones en la región, tanto a nivel local como internacional.

Este trabajo aporta a la literatura sobre las M&As de la región, tema poco estudiado. Sin embargo, dada la limitación del tiempo para desarrollar el estudio, se sugiere que próximos estudios de la región consideren examinar en conjunto las variables macroeconómicas y otras variables a nivel industria y firma. De esta manera, se puede realizar una evaluación de que variables son significativas para la explicación de la actividad y comprobar si las variables macroeconómicas son relevantes para esta decisión.

Bibliografía

Aguiar, M., & Gopinath, G. (2005). Fire-sale foreign direct investment and liquidity crises. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 439-452.

Andrade, G., & Stafford, E. (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 1-36.

Ang, J. S., & Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research*, 29(2), 199-216.

Arbatli, E. C. (2011). Economic policies and FDI inflows to emerging market economies. *IMF Working Papers*, 1-25.

Baker, M., Foley, C. F., & Wurgler, J. (2009). Multinationals as arbitrageurs: The effect of stock market valuations on foreign direct investment. *Review of Financial Studies*, 22(1), 337-369.

Banco Central de Reserva del Perú. (2016). Recuperado de Cuadros Estadísticos: Anexo 3D Evolución de Agregados Monetarios Promedio de Periodo: <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-de-la-nota-semanal.html>

Banco de la República. (2016). Recuperado de Agregados monetarios y crediticios: base monetaria, M3 y sus componentes: <http://www.banrep.gov.co/es/agregados-monetarios-crediticios>

Bank of International Settlements (BIS). (2016). Recuperado de Effective exchange rate indices: <https://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187>

Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*, 89(03), 634-647.

Becketti, S. (1986). Corporate mergers and the business cycle. *Economic Review*, 71(5), 13-26.

Bi, X. G., & Gregory, A. (2011). Stock market driven acquisitions versus the Q theory of takeovers: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 628-656.

Bloomberg L.P. . (2016). Índice Morgan Stanley Capital International 1995 a 2014 rendimientos diarios para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Recuperado de Terminal de Bloomberg

Boateng, A., Hua, X., Uddin, M., & Du, M. (2014). Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance*, 30, 202-216.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance*. Eleventh Edition: McGraw-Hill.

Bris, A., Cabolis, C., & Janowski, V. (1990). The effect of merger laws on merger activity: international evidence. *Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions: Research and Analysis on Activity Worldwide since*.

Buch, C. M., & Lipponer, A. (2005). Business cycles and FDI: evidence from German sectoral data. *Review of World Economics*, 141(4), 732-759.

Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.

Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge university press.

Cavallari, L., & d'Addona, S. (2013). Business cycle determinants of US foreign direct investments. *Applied Economics Letters*, 20(10), 966-970.

Carlino, G., & DeFina, R. (1998). The differential regional effects of monetary policy. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 572-587. Chicago.

Cebenoyan, A. S., Papaioannou, G. J., & Travlos, N. G. (1992). Foreign takeover activity in the US and wealth effects for target firm shareholders. *Financial Management*, 58-68.

Centro de Economía Internacional de Argentina. (2016). Recuperado de Estadísticas Internacionales - Sector Financiero: Agregados monetarios: <http://www.cei.gob.ar/es/sector-financiero>

Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.

Piñeiro Chousa, J., Tamazian, A., & Chaitanya, V. (2008). Does growth & quality of capital markets drive foreign capital? The case of cross-border mergers & acquisitions from leading emerging economies.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2015). Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe: http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/39010/S1501143_es.pdf?sequence=4

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2016). CEPALSTAT. Recuperado de Base de Datos y Publicaciones Estadísticas: http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web_cepalstat/Portada.asp?idioma=i

Cook, S. (2007). On the relationship between mergers and economic activity: Evidence from an optimised hybrid method. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 379(2), 628-634.

Cortés, L. M., Agudelo, D. & Mongrut, S. (2012). Waves and Determinants in the Activity of Mergers and Acquisitions: The Case of Latin America. *Center for Research in Economics and Finance (CIEF)*, Working Papers, No. 12-22. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2400730> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2400730>.

Cortés, L. M., García, J. J., & Agudelo, D. (2015). Effects of Mergers and Acquisitions on Shareholder Wealth: Event Study for Latin American Airlines. *Latin American Business Review*, 16(3), 205-226.

Cortés, L. M., Duran, I., Gaitan, S. & Vasco, M. (2016). Mergers and Acquisitions in Latin America: Industrial Productivity and Corporate Governance. *Center for Research in Economics and Finance (CIEF)*, Working Papers, No. 16-06. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2750145>

Desai, M. A., Foley, C. F., & Forbes, K. J. (2008). Financial constraints and growth: Multinational and local firm responses to currency depreciations. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2857-2888.

Di Giovanni, J. (2005). What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening. *Journal of International Economics*, 65(1), 127-149.

Dunning, J. H. (2009). Location and the multinational enterprise: A neglected factor? *Journal of International Business Studies*, 40, 5–19.

Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 241-273.

Eckbo, B. E., & Langohr, H. (1989). Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and private tender offers in France. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 363-403.

Eisfeldt, A. L., & Rampini, A. A. (2006). Capital reallocation and liquidity. *Journal of Monetary Economics*, 53(3), 369-399.

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.

Evenett, S. (2004). The cross-border mergers and acquisitions wave of the late 1990s. In *Challenges to globalization: Analyzing the economics* (pp. 411-470). University of Chicago Press.

Froot, K. A., Perold, A. F., & Stein, J. C. (1991). *Shareholder trading practices and corporate investment horizons* (No. w3638). National Bureau of Economic Research.

Forssbäck, J., & Oxelheim, L. (2008). Finance-specific factors as drivers of cross-border investment—An empirical investigation. *International Business Review*, 17(6), 630-641.

Fuenzalida, D., Mongrut, S., Nash, M., & Tapia, J. (2006). Tender offers in South America: are abnormal returns really high? *Estudios Gerenciales*, 22(101), 13–36.

García, J. J., Gutiérrez, L. H., & Trillas, F. (2012). Reforma regulatoria energética en Europa: impacto de los cambios de control corporativo sobre el valor de las empresas.

Globerman, S., & Shapiro, D. (2005). Assessing international mergers and acquisitions as a mode of foreign direct investment. *Governance, multinationals and growth*, 68-99.

Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.

Gort, M. (1969). An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 624-642.

Haller, F. (2013). Macro-Economic Forces, Managerial Behaviour and Board Networks as Drivers of M&A Activity.

Haugen, R. A., & Udell, J. G. (1972). Rates of return to stockholders of acquired companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(01), 1387-1398.

Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.

Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844.

Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.

Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). *Financial markets and corporate strategy* (No. 2nd Eu). McGraw-Hill.

Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model. *The World Economy*, 33(2), 292-310.

Jiménez, L. F., & Manuelito, S. (2011). América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y propuestas. *Revista de la CEPAL*, (103), 47-75.

Karagedikli, Ö., Ryan, M., Steenkamp, D., & Vehbi, T. (2013). What happens when the Kiwi flies? The sectoral effects of the exchange rate shocks.

Kim, S., & Kim, S. (2006). *Global corporate finance: text and cases*. John Wiley & Sons.

Kiyamaz, H. (2004). Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors. *Journal of Banking & Finance*, 28(6), 1413-1439.

Komlenovic, S. (2008). *Aggregate merger activity and the business cycle* (Doctoral dissertation, University of Saskatchewan Saskatoon).

Komlenovic, S., Mamun, A., & Mishra, D. (2011). Business cycle and aggregate industry mergers. *Journal of Economics and Finance*, 35(3), 239-259.

Lambrecht, B. M. (2004). The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 41-62.

Makaew, T. (2010). The dynamics of international mergers and acquisitions. Disponible en SSRN 1572005.

Maksimovic, V., Phillips, G., 2001. The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *J. Finan.* 56(6), 2019–2065.

Markham, J. W. (1955). *Survey of the Evidence and Findings on Mergers. In Business concentration and price policy* (pp. 141-212). Princeton University Press.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.

Melicher, R. W., Ledolter, J., & D'Antonio, L. J. (1983). A time series analysis of aggregate merger activity. *The Review of Economics and Statistics*, 423-430.

Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.

Nelson, R. L. (1959). *Merger movements in American industry, 1895-1956*. NBER Books.

Nordal, K. B. (2001). Country risk, country risk indices and valuation of FDI: a real options approach. *Emerging Markets Review*, 2(3), 197-217.

Pablo, E. (2009). Determinants of cross-border M&As in Latin America. *Journal of Business Research*, 62(9), 861–867. doi: 10.1016/j.jbusres.2008.10.004

Political Risk Service Group (PRSG). (2016). *Recuperado de International Country Risk Guide (ICRG): Composite Risk Rating*: <http://www.prsgroup.com/about-us/our-two-methodologies/icrg>

OECD. (2012). *Foreign Direct Investment for Development. Recuperado de Maximising benefits, minimising cost*. : <https://www.oecd.org/investment/investmentfordevelopment/1959815.pdf>

Oxelheim, L., Randøy, T., & Stonehill, A. (2001). On the treatment of finance-specific factors within the OLI paradigm. *International Business Review*, 10(4), 381-398.

Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.

Sayek, S. (2009). Foreign direct investment and inflation. *Southern Economic Journal*, 76(2), 419-443.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic management journal*, 12(S2), 51-59.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.

Sierra, L. P., & Manrique, K. (2014). Impacto del tipo de cambio real en los sectores industriales de Colombia: una primera aproximación. *Revista CEPAL*.

Singh, S. K., & Rao, D. T. (2014). Sectoral effects of monetary policy shock: evidence from India (No. 62069). University Library of Munich, Germany.

Thomson Reuters Datastream. (2016). Mergers and Acquisitions. Recuperado de <http://financial.thomsonreuters.com/en/markets-industries/investment-banking-financial-advisory/mergers-and-acquisitions.htm>

Uddin, M., & Boateng, A. (2011). Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors. *International Business Review*, 20(5), 547-556.

Vasco, M., Cortés, L. M., Gaitán, S., & Durán, I. (2014). Mergers and Acquisitions in Latin America, Corporate Governance and Gravity Model. *Journal of Economics Finance and Administrative Science* 19, n° 37: 108-117.

Vasconcellos, G. M., & Kish, R. J. (1998). Cross-border mergers and acquisitions: the European–US experience. *Journal of Multinational Financial Management*, 8(4), 431-450.

Višić, J., & Perić, B. Š. (2011). The determinants of value of incoming cross-border mergers & acquisitions in European transition countries. *Communist and Post-Communist Studies*, 44(3), 173-182.

Wang, J. (2009). The Macro Determinants of M & A Timing in China. *International Journal of Business and Management*, 3(9), 141.

Weston, J.F., Jawien, P.S., (1999). Perspectives on mergers and restructuring. *Bus. Econ.* 34, 29–33.

World Bank Group. (2016). Recuperado de Data: Lending interest rate (%): <http://data.worldbank.org/indicador/FR.INR.LEND>

Yagil, J. (1996). Mergers and macro-economic factors. *Review of financial economics*, 5(2), 181-190.

Yang, J. Y. Y., Groenewold, N., & Tcha, M. (2000). The determinants of foreign direct investment in Australia. *Economic Record*, 76(232), 45-54.