



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Universidad del Perú. Decana de América

Dirección General de Estudios de Posgrado

Facultad de Ciencias Económicas

Unidad de Posgrado

**Factores determinantes en las decisiones de inversión y
desarrollo de los mercados de países emergentes:
periodo 2011 – 2015**

TESIS

Para optar el Grado Académico de Magíster en Economía con
mención en Finanzas

AUTOR

José Winston CASTILLO RAMÍREZ

ASESOR

Mg. Víctor Fernando Jesús BURGOS ZAVALETA

Lima, Perú

2021



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

Referencia bibliográfica

Castillo, J. (2021). *Factores determinantes en las decisiones de inversión y desarrollo de los mercados de países emergentes: periodo 2011 – 2015*. [Tesis de maestría, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Ciencias Económicas, Unidad de Posgrado]. Repositorio institucional Cybertesis UNMSM.

Metadatos complementarios

Datos de autor	
Nombres y apellidos	JOSÉ WINSTON CASTILLO RAMÍREZ
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	10477060
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0001-8635-6152
Datos de asesor	
Nombres y apellidos	VICTOR FERNANDO JESÚS BURGOS ZAVALETA
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	10220341
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0001-7530-2669
Datos del jurado	
Presidente del jurado	
Nombres y apellidos	RICHARD HERNÁN ROCA GARAY
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	06952566
Miembro del jurado 1	
Nombres y apellidos	CARLOS PALOMINO SELEM
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08258689
Miembro del jurado 2	
Nombres y apellidos	JUAN JOSÉ JAVIER JARA
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	42714192
Miembro del jurado 3	
Nombres y apellidos	CARLOS BENJAMÍN CONTRERAS PAZ
Tipo de documento	DNI

Número de documento de identidad	06273294
Datos de investigación	
Línea de investigación	No aplica.
Grupo de investigación	No aplica.
Agencia de financiamiento	Sin financiamiento.
Ubicación geográfica de la investigación	País: Perú Departamento: Lima Provincia: Lima Distrito: San Luis Latitud: -12.07674 Longitud: -76.99435
Año o rango de años en que se realizó la investigación	2018 – 2019
URL de disciplinas OCDE	Economía https://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.02.01



Universidad Nacional Mayor de San Marcos
Universidad del Perú. Decana de América
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
“Año del Bicentenario del Perú: 200 años de Independencia”

**ACTA PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAGISTER EN ECONOMÍA CON
MENCION EN FINANZAS**

En la ciudad de Lima a los quince días del mes junio del dos mil veinte y uno a la 19:00 horas, reunidos en la Sala Virtual a través de la Plataforma Google Meet meet.google.com/aym-cqdt-ury, FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS, ante el Jurado Examinador designado mediante Dictamen Virtual N° 000062-2021-UPG-VDIP-FCE/UNMSM, presidido por el:

MG. RICHARD HERNAN ROCA GARAY

e integrado por los miembros: Mg. Carlos Palomino Selem, Mg. Juan José Javier Jara, Mg. Carlos Benjamín Contreras Paz y Mg. Víctor Fernando Jesús Burgos Zavaleta. El Presidente del Jurado Examinador dio lectura al legajo correspondiente e invitó a Don **José Winston Castillo Ramírez** a efectuar la exposición oral de su tesis “**FACTORES DETERMINANTES EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE PAÍSES EMERGENTES: PERIODO 2011 - 2015**”, presentado para optar el Grado Académico de Magister en Economía con mención en Finanzas en aplicación al Reglamento General de Estudios de Posgrado de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, aprobado por la Resolución Rectoral N°00301-R-09 y la Directiva para la sustentación virtual de tesis de posgrado en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, aprobado por la Resolución Rectoral N°01357-R-20.

Terminada la exposición del Candidato a Magister, los Miembros del Jurado Examinador procedieron a formular sus preguntas, las cuales fueron respondidas adecuadamente por el graduando.

A continuación, el Jurado Examinador entró en deliberación y evaluación de la Tesis en sí y de la sustentación de esta, encontrándose que el Candidato a Magister ha obtenido la siguiente calificación:

14 (CATORCE) APROBADO

El presidente del Jurado Examinador hizo conocer al graduando su aprobación, recomendando que la Facultad de Ciencias Económicas proponga a la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, le otorgue el Grado Académico de Magister en Economía con mención en Finanzas.

En fe de lo cual firman la presente acta

MG. RICHARD HERNAN ROCA GARAY
PRESIDENTE

MG. CARLOS PALOMINO SELEM
MIEMBRO

MG. VÍCTOR FERNANDO JESÚS BURGOS ZAVALETA
ASESOR

MG. JUAN JOSÉ JAVIER JARA
MIEMBRO

MG. CARLOS BENJAMÍN CONTRERAS PAZ
MIEMBRO

Dedicatoria

A mis padres, por su amor incondicional.

Agradecimiento

A mi Asesor, Mg. Víctor Fernando Jesús Burgos Zavaleta por sus enseñanzas, guía y disposición en la realización de esta tesis.

A mis padres, mi fuente de inspiración y motivación infinita.

ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA	III
AGRADECIMIENTO	IV
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	2
1.1. Situación problemática	2
1.2. Formulación del Problema	6
1.1.1 Problema general	6
1.1.2 Problemas específicos	6
1.3. Justificación de la Investigación	7
1.4. Objetivos de la investigación	8
1.4.1. Objetivo general	8
1.4.2. Objetivos específicos	8
1.5. Hipótesis de la investigación	9
1.5.1. Hipótesis general	9
1.5.2. Hipótesis específicas	9
CAPITULO 2: MARCO TEÓRICO	11
2.1. Marco filosófico o epistemológico de la investigación	11
2.2. Antecedentes de investigación	11
2.3. Bases teóricas.	14
2.3.1. Conceptualización	15
2.3.2. Determinantes de la inversión	15
2.3.3. Teorías de Inversión	17
2.3.4. Mercados financieros	21
2.3.5. Teorías de los mercados financieros	25
2.3.6. Desarrollo de Mercados bursátiles	28
2.3.7. Indicadores de análisis bursátil	31
2.3.8. Indicadores del desarrollo del mercado de bonos	32
2.3.9. Indicadores o variables Proxy de Mercado	34
2.3.10. Otros temas y artículos científicos relacionados a la investigación	35

2.3.11. Definiciones de variables: Apertura comercial	39
2.3.12. Factores de riesgo sobre inversiones	40
2.3.13. Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias	41
2.3.14. Factores financieros	42
2.3.15. Estabilidad Macroeconómica	43
2.4. Marco contextual de los países estudiados	45
2.5. Conceptualización de variables	49
2.5.6. Factores de riesgo sobre inversiones	49
CAPÍTULO 3. METODOLOGÍA	52
3.1. Tipo y diseño de Investigación	52
3.2. Unidad de análisis	53
3.3. Población de estudio	55
3.4. Tamaño de muestra	55
3.5. Selección de muestra	55
3.6. Técnicas de recolección de datos	55
3.7. Análisis e interpretación de la información	56
CAPÍTULO 4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN	60
4.1. Análisis, interpretación y discusión de resultados	60
4.2. Pruebas de hipótesis	68
4.2.1. Prueba de hipótesis 1 sobre la apertura comercial.	68
4.2.2. Prueba de hipótesis 2 sobre los factores de riesgo	69
4.2.3. Prueba de hipótesis 3 sobre los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias	70
4.2.4 Prueba de hipótesis 4 sobre factores financieros	71
4.2.5 Prueba de hipótesis 5 sobre la estabilidad macroeconómica	71
4.2.5 Prueba de hipótesis 6 sobre el desarrollo del mercado bursátil	72
4.3. Presentación de resultados	77
CONCLUSIONES	81
RECOMENDACIONES	84

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Indicadores Inversión Extranjera Directa Chile, Colombia y Perú	47
Tabla 2. Volúmenes negociados (\$/ millones) en el mercado de capitales Chile, Colombia y Perú 2011-2015	48
Tabla 3. Indicadores y fuentes de datos.	56
Tabla 4. Signos teóricos esperados.	58
Tabla 5. Data Panel	62
Tabla 6. Matriz de correlación.	65
Tabla 7. Resultados teóricos	67

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. FBKF en dólares constantes con año base 2010. Fuente. Banco Mundial (2018).....	3
Figura 2. FBKF como porcentaje del PBI de Chile, Colombia y Perú.	4
Figura 3. Composición típica del mercado de valores. Fuente. MEF (2019).	24
Figura 4. Indicadores Inversión Extranjera Directa Chile, Colombia y Perú.	47
Figura 5. Volúmenes negociados (\$/ millones) en el mercado de capitales Chile, Colombia y Perú 2011-2015	48
<i>Figura 6. Datos originales para cada país evaluado. Fuente. Elaboración propia.</i>	63
<i>Figura 7. Modelo 1 estimado. Fuente. Elaboración propia.</i>	67
<i>Figura 8. Test de efecto fijo redundante. Fuente: Elaboración propia.</i>	74
<i>Figura 9. Correlograma de residuos. Fuente: Elaboración propia.</i>	75
<i>Figura 10. Prueba de igualdad de varianza. Fuente: Elaboración propia.</i>	75
<i>Figura 11. Prueba de normalidad. Fuente: Elaboración propia.</i>	76
<i>Figura 12. Residuos estimados. Fuente: Elaboración propia.</i>	76

RESUMEN

La presente investigación se enfocó en determinar la influencia de los factores de decisión de inversión directa evaluando su impacto sobre los mercados financieros de las economías emergentes de Perú, Colombia y Chile, en el período 2011-2015. Para ello se empleó un diseño de investigación no experimental de tipo causal el cual combina datos de tipo transversales y longitudinales en un Data Panel con la finalidad de cuantificar una relación funcional. Para la recolección de datos se utilizó como población y muestra un Data Panel formado por los registros de las variables proxys del mercado financiero, apertura comercial, factor de riesgo sobre las inversiones como reflejo de estabilidad institucional, costos impositivos como contribuciones sobre las ganancias, factores financieros, estabilidad macroeconómica y capitalización bursátil para los países emergentes estudiados en el periodo 2011-2015. La estimación se realizó con un modelo econométrico de Data Panel de efectos fijos y fue validado con criterios de consistencia teórica, estadística y econométrica. Los resultados indican que se logró estimar un modelo con efectos fijos con criterios aceptables de validación utilizando la variable volumen de acciones negociadas como variable dependiente, y como variables independientes: las importaciones totales de bienes y servicios, la prima de riesgo país, impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia, tasa de interés activa y la inversión extranjera directa como porcentaje del PBI. Se concluyó que las importaciones como indicador de la apertura comercial de los países, es una variable que explica de forma significativa el comportamiento del volumen de acciones negociadas en el mercado de valores, asimismo, resultó significativa la prima de riesgo país, los impuestos laborales como contribuciones a las ganancias y el porcentaje de inversión extranjera directa como porcentaje del PBI el cual resultó significativo, sin embargo evidenció una relación negativa producto del poco direccionamiento de este tipo de inversiones hacia el mercado de valores.

Palabras clave: inversión, mercados financieros, países emergentes.

ABSTRACT

This research focused on determining the influence of direct investment decision factors on the development of financial markets in the emerging economies of Peru, Chile and Colombia, in the period 2011-2015. To this end, a non-experimental causal research design was used, which combines cross-sectional and longitudinal data in a Data Panel in order to quantify a functional relationship. For data collection, a Data Panel was used as a population and shows the records of the proxy variables of the financial market, trade openness, investment risk factor, institutional stability, labor costs, financial factors, macroeconomic stability and stock market capitalization for the emerging countries studied in the period 2011-2015. The estimate was made with a fixed-effect Data Panel econometric model and was validated with theoretical, statistical and econometric consistency criteria. The results indicate that it was possible to estimate a model with fixed effects with acceptable validation criteria using the variable volume of shares traded as a dependent variable, and as independent variables: total imports of goods and services, country risk premium, labor taxes and profit contributions, active interest rate and foreign direct investment as a percentage of GDP. It was concluded that imports as an indicator of the trade openness of the countries, is a variable that explains significantly the behavior of the volume of shares traded in the stock market, also, it was significant the country risk premium, labor costs, and the percentage of foreign direct investment as a percentage of GDP which was significant, however it showed a negative relationship due to the little direction of this type of investment to the stock market.

Keywords: investment, financial markets, emerging countries.

INTRODUCCIÓN

Históricamente, los flujos de inversión directa de tipo internacional han tenido un papel variable en el desarrollo de los llamados países emergentes, los cuales muestran indicadores económicos que se encaminan a ubicarse a la par de los países desarrollados. Sin embargo, no hay duda que las decisiones que mueven la inversión directa afectan el desarrollo de los sectores productivos y financieros de dichos países. Precisamente el mercado financiero, el cual abarca lo referente al sistema bancario y mercado de valores, constituye un elemento clave que puede verse afectado por estos flujos económicos de origen extranjero.

Dentro del mercado financiero se destaca el mercado de valores, el cual puede ser visto como un espacio donde las empresas privadas y diversos entes transan valores como acciones, bonos, títulos de renta fija o variable, con el fin de captar recursos u obtener ganancias. No obstante, la temática que inspira el presente trabajo de investigación ha sido poco estudiado en el marco de los países emergentes.

En este sentido, la presente investigación se orientó a determinar la influencia de los factores de decisión de inversión directa evaluando su impacto sobre los mercados financieros de las economías emergentes de Perú, Colombia y Chile, en el período 2011-2015. Para ello se utilizó una modelación econométrica de Data Panel con factores fijos el cual facilita la captura de la heterogeneidad asociada a las características no observadas entre los países y el paso del tiempo. La investigación abordó la problemática planteada, marco teórico, metodología de estimación y los resultados, conclusiones y recomendaciones respectivas. Se trata de una aproximación empírica para contribuir con el debate académico acerca del efecto de los determinantes de la inversión directa sobre el mercado de financiero de Chile, Colombia y Perú, países emergentes que lideran el crecimiento económico de la región latinoamericana.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1. Situación problemática

Las inversiones de capitales en las economías emergentes son de vital importancia para apoyar su crecimiento económico, siendo el sector privado un agente fundamental para el desarrollo de las actividades productivas lo que incide en el dinamismo de la economía, la innovación y la productividad (Yuanyuan, Stevens & Lebedev, 2019; y CEPAL, 2018).

En nuestra región, identificando a los países que conforman principalmente América Latina se ha observado un crecimiento en la tendencia de las inversiones, es decir un claro interés por apostar en nuestras economías, con significativa incidencia en maquinarias y equipos vinculados al sector construcción, cabe evaluar en nivel encadenamiento con la economía con una visión más integral. También se ha observado que las inversiones coinciden en tener un alto grado de concentración, lo cual reduce la participación a un menor número de empresas (CEPAL, 2018).

Las economías emergentes son aquellos países que pasan por una transformación de una estructura productiva interna semi-desarrollada a desarrollada, apoyadas en el proceso de industrialización. Este proceso les permite en el mediano plazo elevar su nivel de competitividad frente a las economías desarrolladas (Waqas, Hashmi & Nazir, 2015).

Ludeña (2015) define a las economías emergentes como aquellas que están en una etapa de incipiente industrialización, con un nivel de tasa de

crecimiento sostenido, con una mediana dependencia económica y endeudamiento financiero con el exterior, y con una presencia mediana en el mercado global. Una característica particular de estas economías, es la presencia de un régimen cambiario que no es restringido.

Según el Índice Bursátil Financial Time Stock Exchange (FTSE, 2019), las economías ubicadas en Suramérica que se clasificaron como emergentes al septiembre del 2019 fueron Chile, Colombia y Perú. En la Figura 1, se observa que la FBKF considerando a precios del 2010 alcanzó en dichas economías emergentes en el periodo 2011 y 2015, cifras por encima de los \$30 billones. Se observa que, Colombia estuvo en un rango de \$70 y \$80 billones, siendo el país con mayor nivel de formación de capital fijo de las tres economías (\$76,79 billones en promedio). En el caso de Perú, fue la economía con el menor nivel de formación bruta de capital fijo de las tres economías (\$43,07 billones), estando por debajo de Chile (\$59,61 billones).

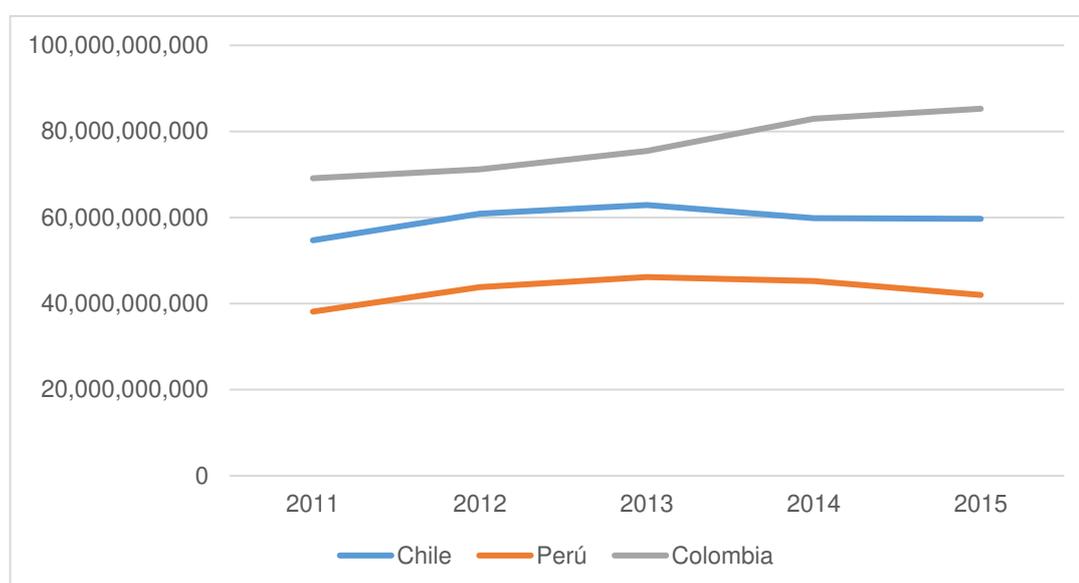


Figura 1. **FBKF en dólares constantes con año base 2010.** Fuente. Banco Mundial (2018).

Estas tres economías que al 2019 son consideradas como emergentes, fueron participantes de la creación de la Alianza del Pacífico, como mecanismo de integración regional establecido desde el 2011, y constituido jurídicamente en

el año 2012, cuyo propósito es crear mercados que sean atractivos y permitir fortalecer la competitividad a sus países miembros a nivel internacional (Alianza del Pacífico, 2015).

Ahora bien, en la Figura 2 se observa que, de las tres economías entre el período 2011-2015, el país con una mejor participación, en promedio, de la formación bruta de capital con respecto al PBI fue Chile (24,7%). Perú tuvo en promedio, el 22,9% como participación de la formación de capital con respecto al PBI, mientras que Colombia fue con el menor porcentaje (22,9%).

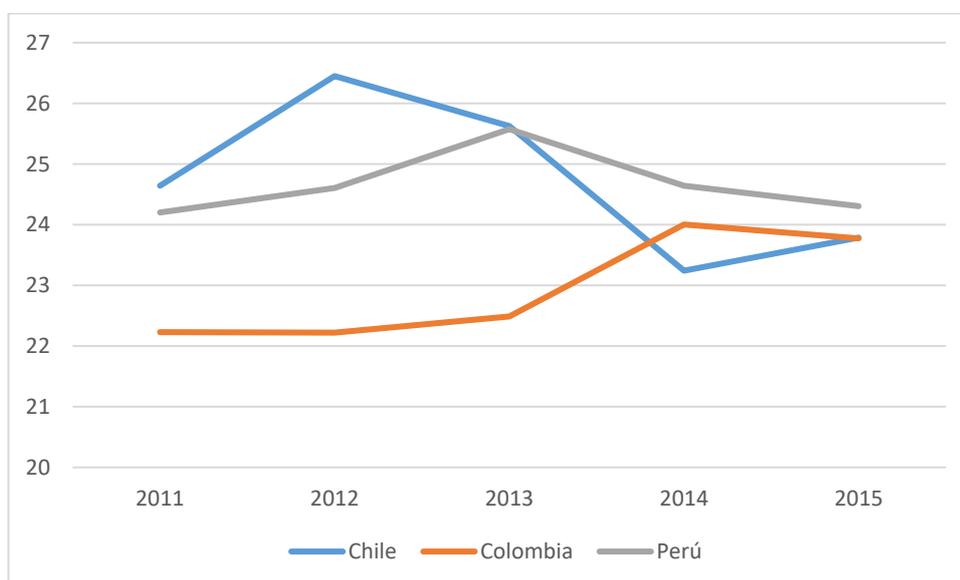


Figura 2. FBKF como porcentaje del PBI de Chile, Colombia y Perú.

Fuente: Banco Mundial (2018).

La incorporación de los miembros del Alianza Pacífico se debe, principalmente, a la demostración de un estable sistema institucional democrática, mercados dinámicos e integrados a nivel global, y condiciones que favorecen la inversión (Alianza del Pacífico, 2015).

Entre algunas recomendaciones que plantean teóricos como Ludeña (2015), para impulsar el crecimiento sostenido en las economías emergentes se mencionan las siguientes: (a) El fortalecimiento del mercado interno, (b) La

asignación de recursos hacia los agentes económicos como micros y pequeñas empresas, (c) El impulso de nodos de desarrollo, (d) El apoyo a la inversión tecnológica y educación profesionalizada y (e) Shock de confianza para los inversionistas.

Con respecto al último elemento antes señalado, el shock de confianza para los inversionistas en economías emergentes, Tuchman (2014) explicó algunos factores de riesgo que deben considerarse. Primero, la inversión en el mercado emergente contiene situaciones de altibajos, por lo que inversores deben conocer el grado de exposición a la volatilidad que pueden manejar. Segundo, los riesgos son difíciles de medir debido a la interacción de aspectos con incertidumbre, tales como la intervención regulatoria en el mercado, o bien, la competencia agresiva de otros. No se descarta aspectos de índole política en estas economías.

Lo anteriormente descrito, incide en lo que Mogrovejo (2005) determina como los factores que considera una empresa para invertir en una economía: el tamaño del mercado, la dotación de factores de producción, el sistema institucional, la infraestructura y el escenario macroeconómico. Alguna debilidad de estos factores, determina el riesgo de inversión de un capital, y, por ende, su rentabilidad y su impacto en el crecimiento económico de un país.

Las debilidades de los factores que determinan la inversión anteriormente mencionados, en las economías emergentes como Perú, Chile y Colombia, integrantes de la Alianza del Pacífico, han influido en la merma de la inversión de capital al 2016, como lo indica Peñaranda (2016). Según Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDEP), los países de la Alianza captaron al 2016, el 3,3% del PBI del bloque económico, siendo una caída del 20,1% con respecto al 2015. Sólo Colombia fue la economía con un flujo mayor, mientras que los demás países disminuyeron. Se indica además que, en comparación del año 2012, todas las economías integrantes de la Alianza han visto reducidas las entradas de la inversión de capitales: al 2016 Perú recibió el 58,2% de lo percibido del 2012, Chile recibió el 40,9%, mientras que Colombia fue el 90,4% (Peñaranda, 2016).

En el caso de Perú, según Peñaranda (2016), la inversión de capital directo disminuyó en 17% por la culminación de megaproyectos como Cerro Verde, Las Bambas y Toromocho. El autor antes citado coincide con Mogrovejo (2005) cuando sostiene que los factores que influyen en la inversión de capital son las ventajas comparativas que ofrece una economía con respecto a otras: tamaño de mercado, el marco regulatorio, la tasa de impuesto, la capacidad de factores productivos, Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias, y la apertura al comercio internacional.

El escenario anteriormente descrito para las economías emergentes como Colombia, Perú y Chile, integrantes de la Alianza del Pacífico, conlleva al planteamiento de determinar la influencia de los factores de decisión de inversión directa, como la apertura comercial, el sistema institucional, la disponibilidad de factores de producción y el escenario macroeconómico en el marco de la evaluación del impacto sobre los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Colombia y Chile, en el período 2011-2015.

1.2. Formulación del Problema

1.1.1 Problema general

¿De qué manera influye los factores de decisión de inversión directa en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015?

1.1.2 Problemas específicos

- ¿Cómo incide la apertura comercial sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?
- ¿Cómo inciden los factores de riesgo sobre el desenvolvimiento de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?

- ¿Cómo inciden los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?
- ¿Cómo inciden los factores financieros sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?
- ¿Cómo incide la estabilidad macroeconómica sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?
- ¿Cómo incide el desarrollo del mercado bursátil sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Chile y Colombia, entre los años 2011 al 2015?

1.3. Justificación de la Investigación

A nivel teórico, esta investigación contribuye en el estudio de la influencia de los factores de decisión de inversión directa en los niveles de inversión de las economías emergentes, siendo que tales factores, el tamaño del mercado, la dotación de factores de producción, el sistema institucional, la infraestructura y el escenario macroeconómico, inciden en el riesgo de inversión de un capital, en la rentabilidad y el impacto en el crecimiento económico de un país.

A nivel metodológico, esta investigación aporta en los métodos cuantitativos, a través de una investigación no experimental transaccional, con la aplicación de un modelo econométrico que determine el impacto de los factores de decisión de inversión directa en las economías emergentes como Perú, Chile y Colombia, integrantes de la Alianza del Pacífico.

A nivel práctico, esta investigación contribuye en la generación de información factible sobre las necesidades de mitigación en las fallas o debilidades estructurales, así como el aprovechamiento de las fortalezas de las características de las economías emergentes integrantes de la Alianza del Pacífico, que contribuye en la decisión de la inversión de capital privado en beneficio del desarrollo y sostenibilidad del crecimiento económico de dichos países.

1.4. Objetivos de la investigación

1.4.1. Objetivo general

Determinar la incidencia de los factores de decisión de inversión directa y su impacto sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años periodo 2011 al 2015.

1.4.2. Objetivos específicos

- Determinar la incidencia de la apertura comercial sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.
- Determinar la incidencia de los factores de riesgo sobre las inversiones para contribuir en la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.
- Determinar la incidencia de los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias sobre la evolución de los mercados

financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.

- Determinar la incidencia de factores financieros sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.
- Determinar la incidencia de la estabilidad macroeconómica sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidos como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.
- Determinar la incidencia del desarrollo del mercado bursátil en la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidos como economías emergentes, durante los años 2011 al 2015.

1.5. Hipótesis de la investigación

1.5.1. Hipótesis general

Existe incidencia de los factores de decisión de inversión directa sobre la evolución de los mercados financieros de Perú, Colombia y Chile, definidas como economías emergentes, durante los años periodo 2011 al 2015.

1.5.2. Hipótesis específicas

- Existe relación entre las importaciones y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores.
- Existe relación entre el riesgo país y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores.
- Existe relación entre los impuestos laborales como contribuciones sobre la ganancia y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores.

- Existe relación entre la tasa de interés activa y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores.
- Existe relación entre la IED como porcentaje del PBI y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores.
- Existe relación entre la capitalización bursátil y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores

CAPITULO 2: MARCO TEÓRICO

2.1. Marco filosófico o epistemológico de la investigación

Tal y como señala Coq (2005) “No existe posibilidad de construcción del conocimiento económico estándar más allá de las directrices del racionalismo crítico (Friedman 1953) o del positivismo (Keynes 1996)” (p .9). por tanto, la presente investigación tiene su génesis epistemológica en la construcción de modelos matemáticos o econométricos de la realidad, aun cuando dichos modelos muchas veces son puestos en duda o resultan un tanto de alquimia moderna (Lawson, 1997 citado en Coq, 2005). También se basa en el estructuralismo, donde la realidad se concibe de forma sistémica mediante la conjunción de relaciones preponderantes y basándose en una noción reduccionista dominada por el enfoque cuantitativo (Coq, 2005).

2.2. Antecedentes de investigación

La temática referida a la presente investigación, ha sido abordada desde diferentes ópticas y alcances en variados estudios de origen nacional e internacional.

En este sentido, Molina (2015) realizó una investigación titulada: “Análisis de la interdependencia entre mercados de valores americanos periodo de estudio 2009-2014”, su objetivo se centró en detectar las posibles relaciones de interdependencia (como síntoma de vulnerabilidad al contagio financiero) entre las principales bolsas de valores de América en el período 2009-2014. Para lograr dicho cometido, utilizó un diseño no experimental de tipo explicativo y longitudinal, describiendo inicialmente los indicadores operacionales relaciones a las incidencias con los indicadores bursátiles. Para medir la interdependencia entre los índices de valores, efectuó una técnica econométrica empleando la herramienta de cointegración de Granger.

El autor concluyó que se ha venido presentando un crecimiento en el número de empresas que cotizan en el mercado de valores latinoamericano en Chile, Perú, México y Ecuador, asimismo, ha crecido el volumen de acciones transado en Brasil, Colombia, México, Argentina y Perú. Al comparar el desempeño del PBI de cada país y el volumen comercializado, se evidenció comportamientos ligeramente positivos en México y Argentina. Asimismo, la rentabilidad y riesgo de los mercados latinoamericanos ha venido decreciendo. Se halló que los índices más influyentes y que crean interdependencia, fueron el Down Jones Industrial Average de EEUU y el IGBC de Colombia.

Por otra parte, se tiene el aporte de Pedrozo (2015) quien efectuó una investigación titulada: "Impacto de la inversión extranjera en el mercado bursátil colombiano período 1990-2014". Para lograr dicho objetivo se efectuó un estudio de tipo no experimental y explicativo, empleando un análisis de tipo econométrico que relacionó los flujos de inversión extranjera directa y las variables: índice bursátil de la bolsa de valores de Colombia (COLCAP), Tasa de rendimiento del mercado (TRM), West Texas Intermediate (WTI) y el precio de la acción de Ecopetrol (ECOPETROL).

Se concluyó que los flujos de inversión extranjera que entran al mercado de valores colombiano son de corto plazo y de tipo especulativo, teniendo un promedio de permanencia de seis meses, asimismo, la conflictividad política ha influido directamente en el precio de las acciones. El modelo econométrico efectuado no registró relaciones significativas, recomendándose ampliar la muestra de datos e incluir la variable riesgo país o probar otra periodicidad.

También se tiene el aporte de: Bolanos, Burneo, Galindo & Berggrun (2015), cuya investigación se tituló: "Indicadores de mercado de valores de la integración de mercados emergentes en América Latina (MILA): Chile, Colombia y Perú". El propósito principal de este trabajo fue evaluar el impacto del MILA sobre los indicadores bursátiles de sus países miembros, el periodo de análisis de la investigación abarcó los años 2008 al 2013.

Concluyeron que el impacto que tuvo el MILA no habría sido el esperado. Los impactos en términos de rentabilidad, riesgo y correlación han sido marginales y el impacto en el volumen ha sido negativo. Una crítica al presente trabajo es no haber considerado variables determinantes del sector real y monetario, por ello se consideran a sus conclusiones como parcialmente explicativas.

Otro aporte referido al tema, fue efectuado por Rincón & González (2016), dichos autores presentaron una investigación titulada: “Efectos de la crisis financiera internacional de 2008 en el desempeño de las bolsas de valores de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú”. Su objetivo, se enfocó en analizar la relación de la crisis financiera del 2008 en el comportamiento de las seis bolsas más relevantes de Latinoamérica en el período 2006-2015. Se basaron en un enfoque de tipo cualitativo y cuantitativo. La visión cualitativa se sustentó en el análisis documental de las causas que originaron la crisis financiera en el año 2008. La visión cuantitativa se basó en el examen descriptivo del tamaño y estructura de las bolsas de valores de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los autores concluyeron que el impacto de la crisis financiera en los países latinoamericanos estudiados se dio en la demanda internacional y en el choque financiero. La demanda internacional disminuyó afectando las exportaciones de materia prima sobre todo de países como Argentina y México. El choque financiero fue la reducción de la inversión extranjera y el pánico financiero, trasladando sus inversiones a la compra de bonos del tesoro de otros países desarrollados. Recomiendan ejecutar reformas para aumentar la supervisión de las instituciones financieras y evitar los riesgos de contagio en la crisis.

De igual manera, se tiene el trabajo efectuado por Mamani (2019), titulado: “El índice de las acciones de las empresas mineras y su influencia en la rentabilidad de la bolsa de valores de lima, período 2014 – 2017”, el propósito de la investigación fue evaluar la relación entre los indicadores accionarios de

las empresas mineras y el impacto sobre los niveles de rentabilidad de la Bolsa de Valores.

Como resultado de la investigación, el autor encuentra una relación significativa entre la evolución del sector minero en su participación bursátil y los indicadores de rendimiento de la Bolsa de Valores de Lima, más aún considerando que se evaluó en una coyuntura de auge de dicho sector, con una participación en crecimiento de las inversiones extranjeras quienes han efectuado diversos proyectos de exploración y producción, cabe resaltar que la participación en términos de volumen y valor de las acciones de este sector sobre el total de la Bolsa de Valores de Lima es considerablemente significativa.

Finalmente, también se tiene el aporte de Ticona (2019), el cual realizó una investigación titulada: “La bolsa de valores de Lima y su rentabilidad respecto a las principales bolsas del mundo y la economía peruana 2009 – 2016”, teniendo como objetivo central estudiar desde una perspectiva de largo plazo la relación entre el Índice general de la Bolsa de Valores de Lima y los índices respectivos de las principales bolsas a nivel mundial (Lima, Tokyo, New York, Reino Unido, Toronto, Australia, Sao Paulo, Santiago y Colombia). Así como también se midió el efecto de un conjunto de variables macroeconómicas del Perú. Para ello, se empleó un diseño no experimental de tipo explicativo basado en datos diarios y mensuales durante el período 2009-2016, utilizando el análisis econométrico de cointegración y causalidad de Granger.

Las conclusiones indicaron que existe una relación positiva entre el índice bursátil de la Bolsa de Valores de Lima con los mercados bursátiles de Chile, Brasil y Colombia. Asimismo, en relación a las bolsas no latinoamericana, se evidenció una fuerte relación con la bolsa de Estados Unidos y Japón. De igual manera, las variables macroeconómicas tipo de cambio, PBI, oferta monetaria y exportaciones, se cointegraron en el largo plazo con la rentabilidad del Índice de la Bolsa de Valores de Lima.

2.3. Bases teóricas.

2.3.1. Conceptualización

La inversión suele definirse como la cantidad de bienes de capital adquiridos por unidad de tiempo que no se consumen, pero que se utilizan para la producción. Por ello, también puede definirse como el *acervo de capital* de una economía, es decir, el conjunto de plantas, equipos, construcciones e inventarios existentes. Dicho concepto agrupa el acervo de capital privado y el acervo de capital público, el primero referido a los equipos, plantas e inventarios que posean las empresas, y el segundo, concerniente a las vías de comunicación, escuelas, universidades de origen estatal (Parkin, Esquivel & Muñoz, 2007).

Cuando se incrementa el acervo de nuevo capital, según Samuelson y Nordhaus (2010), se dice que se está en presencia de un aumento de la *inversión bruta*. Asimismo, al restar de la inversión bruta el total correspondiente por desgaste o depreciación, emerge el concepto de *inversión neta*.

En los modelos teóricos convencionales, la inversión suele ser financiada mediante el ahorro, el cual se define como la totalidad del ingreso menos el consumo. De igual manera, el rendimiento o rentabilidad del capital, se expresa mediante la tasa de interés real, la cual corresponde a la tasa de interés una vez deducida la inflación (Mankin, 2014).

2.3.2. Determinantes de la inversión

Ingresos

Esto implica en términos agregados, que el comportamiento del PBI constituye un factor determinante del nivel de inversión (Samuelson & Nordhaus, 2010). Por ejemplo, si las condiciones de la economía provocan que las empresas posean muy alta capacidad ociosa o tengan periodos de paro, existiría muy poco estímulo para ampliar el stock de equipos o inventarios, por tanto, la

inversión será baja. En este marco, la inversión es explicada por el crecimiento del ingreso a nivel global (Mankin, 2014).

Costos

Los costos de inversión, constituyen un segundo factor de importancia al momento que los agentes económicos decidan invertir o no. Dicho costo incluye no solo el costo del bien de capital sino también la tasa de interés que se pagaría para poder financiar la compra. Por ejemplo, si una empresa compra una nueva línea de producción y para ello se endeuda mediante una emisión de bonos, el costo del dicho préstamo es el monto adeudado más la tasa de interés que recibirían los tenedores de dichos bonos (Samuelson & Nordhaus, 2010).

Por otra parte, los impuestos sobre los beneficios representan un costo que desestimula la inversión o de forma inversa una exención fiscal promovería la inversión. De esta manera, se tiene que las empresas pagan el impuesto de sociedades sobre sus beneficios, por lo que, una reducción de impuestos aumenta los beneficios obtenidos después del pago de impuestos, y esto actúa como un incentivo para invertir (De Gregorio, 2007).

Expectativas

Las expectativas futuras de beneficios y el nivel confianza, son variables fundamentales para poder motivar los procesos de inversión, esto debido a que los inversionistas evalúan los costos y beneficios de las inversiones sobre la base de su opinión, considerando los escenarios económicos que puedan ocurrir. Del mismo modo, los cambios en la confianza de las empresas pueden tener una influencia considerable en las decisiones de inversión. La incertidumbre sobre el futuro puede reducir la confianza, lo cual ocasionaría que las empresas puedan posponer sus decisiones de inversión hasta recuperar dicha confianza (Samuelson & Nordhaus, 2010).

De manera similar, las expectativas que puedan poseer las empresas sobre el estado futuro de la economía, constituyen un factor que estimula o desalienta el proceso de inversión, por ello las firmas dedican esfuerzos en

minimizar la incertidumbre. Muchas veces las encuestas sectoriales brindan un panorama de las expectativas sobre el desempeño de la economía y de las posibles inversiones (De Gregorio, 2007).

2.3.3. Teorías de Inversión

Teoría del acelerador

La teoría del acelerador fue concebida por Thomas Carver & Albert Aftalion, antes de la economía keynesiana, pero se hizo pública a medida que la teoría keynesiana comenzó a dominar el campo de la economía en el siglo XX. La misma, estipula que la inversión de capital es una función de la producción. En este sentido, esta teoría asevera que si el mercado se encuentra en una situación en que la demanda es mayor que la oferta, las empresas para cubrir dicha brecha incrementarán sus niveles de inversión de modo que se compense adecuadamente la relación capital/producción, lo que generará mayores beneficios a la compañía (Twine, Kinza & Bashaasha, 2017).

Por tanto, si se percibe que el crecimiento de la demanda será sostenida, entonces se sugiere que la compañía o empresas del sector, incrementen sus inversiones o gastos en bienes de capital considerando la incorporación de tecnología y mejora de sus procesos. Así es como apreciamos el efecto de esta teoría, dada la identificación de la relación del aumento de la demanda y su incidencia en la consecuente mayor demanda de bienes de capital. Mayor consumo de bienes y su correlación positiva con la mayor demanda de bienes de capital (Samuelson & Nordhaus, 2010).

El efecto acelerador también sugiere que un pequeño cambio en la producción nacional (Producto Interno Bruto, PBI) puede desencadenar un cambio mayor en la inversión agregada. El efecto acelerador se explica por el hecho que la inversión real depende de las expectativas empresariales y de la divisibilidad del capital. Por ejemplo, un pequeño aumento del PBI, y por lo tanto de la demanda agregada, puede proporcionar expectativas positivas con respecto al crecimiento futuro, y la necesidad de que las empresas reabastezcan sus

bienes de capital o amplíen su escala de operaciones. Sin embargo, debido a que los bienes de capital son generalmente indivisibles, las empresas deben comprar capital a una escala mayor que el cambio real en las garantías de demanda agregada (De Gregorio, 2007).

Una de las críticas que ha recibido este modelo es que a pesar que tiene en cuenta las expectativas y la incertidumbre, es que no incluye la consideración de cómo pueden cambiar las expectativas. Keynes sobre este punto señaló que, durante períodos de inestabilidad, tales como colapsos financieros, las variables económicas del desempeño actual y pasado no serían un buen indicador del desempeño futuro. Los modelos de acelerador no tienen en cuenta explícitamente, el cómo los cambios en la formación de expectativas pueden afectar las decisiones de inversión. Asimismo, la suposición de que la relación capital/producción está fijada en el modelo de acelerador significa que no puede existir una sustitución de factores de producción (Twine, et al., 2017).

Teoría neoclásica

Después de Keynes, se ha desarrollado una teoría neoclásica de la inversión para explicar el comportamiento de la inversión con respecto a la inversión fija en empresas. El modelo neoclásico de inversión de Jorgenson (1963) abordó el problema que los modelos de aceleradores no son eficaces. Esta teoría se basa en la teoría neoclásica de la acumulación óptima de capital, que está determinada por los precios relativos de los factores de producción. El modelo de inversión de Jorgenson toma en cuenta variables relacionadas con los costos, vinculando el nivel deseado de capital social con las tasas de interés, los impuestos y los beneficios. Dentro de este marco, los inversionistas alcanzan el nivel óptimo de inversión al maximizar las ganancias descontadas durante períodos de tiempo infinitos (Twine, et al., 2017).

Sin embargo, según Lensink, Bo & Sterken (2001), dado que los bienes de equipo son duraderos, las empresas podrían encontrarse en una situación en la que no pueden vender bienes de capital no deseados. Ello fue solucionado

con la suposición simplificadora que existe un mercado perfecto para los bienes de capital usados. Esta suposición permitió a Jorgenson considerar que las empresas se alquilaban capital a sí mismas durante cada período y el precio del alquiler se denominó costo del capital.

En esta teoría, la inversión entendida como la adición al capital de una economía, está determinada por el producto marginal del capital (MPK) y el costo del capital para el usuario, que también se denomina costo real de alquiler del capital. El producto marginal de capital (MPK) mide la adición a la producción utilizando una unidad adicional de capital, mano de obra y tecnología que permanece constante.

El costo del capital para el usuario representa el alquiler del capital que una empresa posee o alquila y mide el costo de oportunidad de los fondos gastados en la producción o compra de un equipo de capital. Las empresas intentan maximizar los beneficios o maximizar el valor actual. Por lo tanto, mientras el valor del producto marginal del capital (que en realidad son ingresos o beneficios marginales obtenidos del uso de capital en la producción) supere el capital de alquiler o de costo de usuario, será rentable para la empresa añadirlo a su capital social. Maximizará sus beneficios cuando haya alcanzado el stock de capital en el que el producto marginal de capital (MPK) equivale al costo de capital del usuario (Lensink, et al., 2001).

Q de Tobin

James Tobin premio Nobel de economía, fue el primero en explicar la relación entre el mercado de valores y la inversión, por ello, se le conoce como la teoría *q de Tobin*. Para entender la teoría, es necesario recordar que las empresas normalmente necesitan dinero para invertir y este dinero puede obtenerse mediante préstamos o mediante la venta de acciones en los mercados financieros. Cuando la empresa vende una acción, el comprador la adquiere para obtener una plusvalía por el aumento del valor de mercado de dichas acciones, en otras palabras, el comprador de acciones, adquiere dichas acciones cuando espera obtener una ganancia de capital (De Gregorio, 2007).

De igual manera, el autor antes citado, refiere que el precio de las acciones es un reflejo de los incentivos para invertir, encontrándose, por ejemplo: si las acciones se ubican en valores altos, esto indicaría que las empresas tienen mayores posibilidades de realizar inversiones rentables, pues implica un mayor volumen de beneficios para los accionistas. Bajo este marco, la *q* de Tobin se define como:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado del capital instalado}}{\text{costo de reposición del capital instalado}}$$

El numerador se obtiene del valor del mercado en la bolsa de valores mientras que el denominador es el costo del capital si se adquiere hoy. La teoría establece que si *q* es mayor que uno ($q > 1$), la inversión adicional en la empresa tendría sentido porque los beneficios generados superarían el costo de los activos de la empresa. Si *q* es inferior a uno ($q < 1$), la empresa estaría mejor vendiendo sus activos en lugar de intentar utilizarlos. El estado ideal es donde *q* es aproximadamente igual a uno, pues indicaría que la empresa está en equilibrio (Montoro & Navarro, 2010).

La teoría ecléctica

La aplicación de esta teoría, considera un ámbito de evaluación a tres niveles para concretar si es pertinente llevar a cabo la inversión extranjera. Se trata de determinar si el costo interno es menos que realizar toda la transacción en el entorno internacional. Desarrolla la teoría de la internalización de John H. Dunning.

Se enfoca considerando las diversas relaciones que tiene la empresa tanto internas como las relaciones con el mercado. Se evalúan las opciones más rentables sin descuidar los niveles de calidad, de modo que se consideran todas las posibilidades factibles o con potencial para generar beneficios.

Para que la IED sea beneficiosa, se debe presentar según Hollensen & Arteaga (2010), los siguientes tres niveles: En primer lugar, identificar la

ventaja de propiedad, es decir, contar con los derechos de marca, autor, de uso, incluyendo la propiedad de la información, además contar con las competencias internas; Un segundo aspecto, es la ventaja de la ubicación. Esto, asociado a la disponibilidad de los recursos y sus costos, en tercer lugar tenemos a la ventaja de la internalización, lo que significa que se evalúa para concluir si es conveniente la producción interna o se puede considerar o incorporar la contratación de terceros.

De esta manera, y como se ha demostrado en el recorrido teórico, existen variados enfoques que explican el comportamiento de la IED en un país receptor, lo cual puede hacer muy amplio el alcance ante la falta de una teoría unificada. No obstante, esta investigación tiene como base la teoría ecléctica de Dunning antes expuesta, la cual postula que la IED se realiza para que las firmas sean más competitivas en los mercados extranjeros siempre y cuando las condiciones que brinda la localización de la economía que recibe los recursos sea atractiva para generar mayores beneficios.

Por tanto, según esta teoría que apoya a esta investigación, las empresas para realizar una IED deben tomar en cuenta factores como el tamaño del mercado de la economía receptora, la cantidad de factores de producción, las características de sus instituciones, infraestructura y estabilidad macroeconómica.

2.3.4. Mercados financieros

Se puede definir un mercado financiero como un espacio, o un conjunto de mecanismos que permite el intercambio de activos financieros a un determinado precio. En los mercados financieros de tipo convencional, era fundamental el contacto físico entre demandantes y ofertantes, sin embargo, gracias a los avances informáticos y el internet la noción de lugar ha perdido vigencia dando paso a las negociaciones virtuales (Martin & Trujillo, 2004).

Para estos autores, se trata de una plataforma que facilita a los operadores la compra y venta de instrumentos financieros y valores, los cuales pueden ser acciones, bonos, papeles comerciales, letras, obligaciones, cheques, entre

otros. Al respecto, es necesario acotar que los mercados financieros son conocidos por sus precios transparentes, sus estrictas regulaciones, sus costos y honorarios y sus directrices claras, por lo cual, una de sus principales características, es que las fuerzas del mercado determinan el precio de los activos.

Los mercados financieros son comunes a todos los países y desempeñan un papel importante en el crecimiento económico de los países, ya que actúan como intermediarios entre ahorradores e inversores, o bien ayudan a los ahorradores a convertirse en inversores. Por otro lado, también permiten a las empresas a recaudar dinero para expandir su negocio (De Gregorio, 2007).

Funciones de los mercados financieros

Para el autor Pilbeam (2018), los mercados financieros desarrollan las siguientes funciones:

- **Determinación de precio:** La demanda y la oferta de un activo en un mercado financiero ayudan a determinar su precio. Los inversores son los proveedores de los fondos, mientras que las industrias necesitan los fondos. Así pues, la interacción entre estos dos participantes y otras fuerzas del mercado ayuda a determinar el precio.
- **Movilización del ahorro:** Para que una economía tenga éxito es crucial que el dinero no esté ocioso. Así, un mercado financiero ayuda a conectar a los que tienen dinero con los que lo necesitan.
- **Asegura la liquidez:** Los activos que los compradores y vendedores negocian en el mercado financiero tienen una alta liquidez. Esto significa que los inversores pueden vender fácilmente esos activos y convertirlos en efectivo cuando lo deseen. La liquidez es una razón importante para que los inversores participen en las operaciones.

- Ahorra tiempo y dinero: Los mercados financieros sirven como una plataforma donde compradores y vendedores pueden encontrarse fácilmente sin hacer demasiado esfuerzo o perder tiempo. Además, dado que estos mercados manejan tantas transacciones, les ayuda a lograr economías de escala. Esto resulta en menores costos de transacción y honorarios para los inversionistas.

Clasificación de los mercados financieros

El mercado financiero se puede dividir en dos segmentos según el vencimiento del crédito: el mercado del dinero y el mercado de capitales. El mercado de dinero, corresponde a un tipo de mercado en los que los inversores compran y venden valores que vencen en un plazo de un año. Los activos que los inversionistas compran y venden en este mercado, son: papeles comerciales, certificados de depósito, letras del tesoro y otros (Pilbeam, 2018).

El mercado de capitales, es un mercado donde los inversores compran y venden activos financieros a mediano y largo plazo. Existen dos tipos de mercado de capitales: (1) Mercado primario, donde una empresa emite sus acciones por primera vez, o una empresa que ya cotiza en bolsa emite acciones nuevas, y (2) Mercado secundario o mercado de valores, donde los compradores y vendedores negocian valores ya emitidos en el mercado primario (Pilbeam, 2018).

El mercado de valores

Según el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (MEF, 2019) “El mercado de valores es un mecanismo en el que concurren los ciudadanos y empresas para invertir en valores como bonos o acciones que le produzcan eventualmente una ganancia o para captar recursos financieros de aquellos que lo tienen disponible” (Parr. 1). En la figura 3, se presentan los principales componentes del mercado bursátil de acciones y mercado de bonos, de esta manera, los que acuden al mercado de valores con la finalidad de captar

cursos, se denominan emisores y, los que pueden financiar los recursos, se les denomina, inversores. Los derechos de los inversionistas están definidos tanto sobre los dividendos así como los resultados de la empresa, entre otros (MEF, 2019).

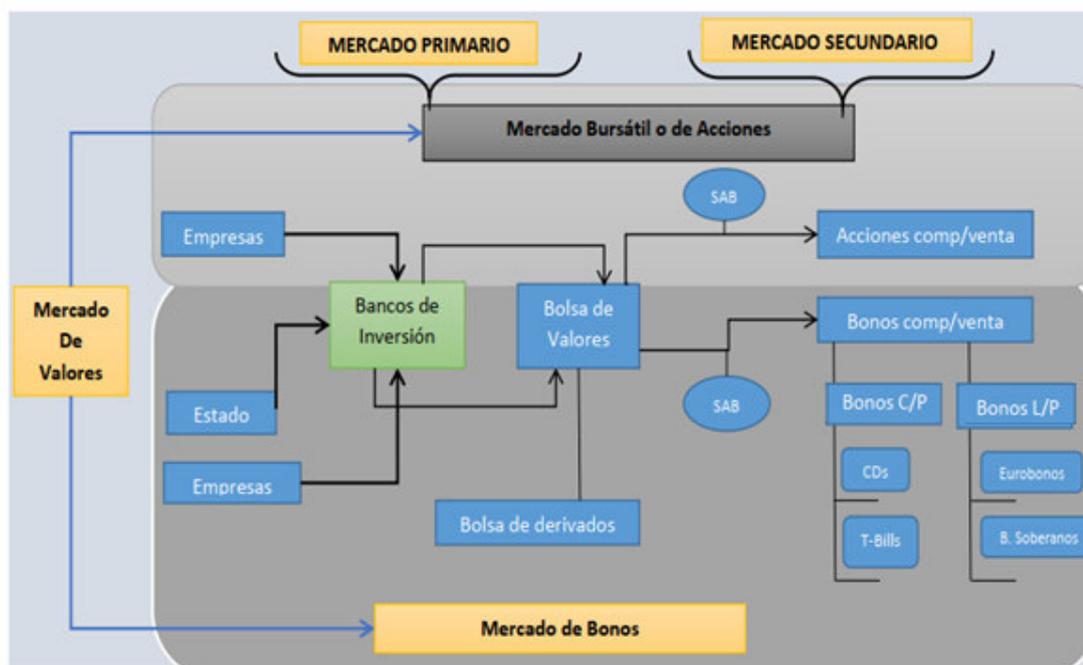


Figura 3. Composición típica del mercado de valores. Fuente. MEF (2019).

Mercados de valores basados en cotizaciones.

Los mercados basados en cotizaciones, para los autores Flepp, Nüesch, & Franck (2017), son sistemas bursátiles electrónicos en los que compradores y vendedores participan en transacciones con corredores designados. Esta estructura sólo publica las cotizaciones de compra y venta de acciones específicas que los agentes de bolsa están dispuestos a negociar. En una estructura de mercado puramente basada en la cotización, los operadores deben interactuar directamente con los operadores, que suministran liquidez en el mercado. Para generar ganancias, tratan de comprar bajo en la oferta y vender alto en la demanda, y tienen una alta rotación.

Mercados de valores en función de las órdenes.

En los mercados impulsados por las ordenes, los compradores y vendedores publican los precios y las cantidades de los valores que desean negociar por sí mismos, sin acudir a ningún intermediario contrario al mercado impulsado por la cotización. La mayoría de los mercados basados en órdenes se basan en un proceso de subasta, en el que los compradores buscan los precios más bajos y los vendedores los más altos. Una coincidencia entre estas dos partes resulta en una ejecución de la operación (Flepp, et al., 2017).

Mercados de valores híbridos.

La tercera estructura de mercado es el mercado híbrido, también conocido como estructura de mercado mixto. Combina característica tanto de un mercado basado en cotizaciones como de un mercado basado en órdenes, adoptando un sistema tradicional de corredores de bolsa con una plataforma de negociación electrónica, siendo esta última mucho más rápida (Flepp, et al., 2017).

2.3.5. Teorías de los mercados financieros

Teoría de portafolio.

Es una teoría propuesta en sus inicios por Harry Markowitz, el cual sugirió que el criterio de selección de alternativas de inversión como el valor actual neto (VAN), deberían ser reemplazado por dos dimensiones: la rentabilidad esperada y el riesgo definido como la desviación estándar de la distribución de retornos. En la teoría se argumenta que no es realista asumir que los inversores o asesores de inversión pueden predecir con certeza el rendimiento futuro de las acciones individuales. Sin embargo, si es posible tomar decisiones de cartera o portafolio y hacer una compensación entre los rendimientos esperados y el riesgo, por tanto, este modelo busca la reducción de la varianza total de la rentabilidad de la cartera, combinando diferentes

activos cuyos rendimientos no son perfectos positivamente (Lee, Cheng & Chong, 2016).

Teoría de precios de los activos de capital (CAPM).

El modelo de "fijación de precios" (CAPM) se convirtió en la columna vertebral de muchos estudios de fijación de precios de activos en los mercados financieros. De tal modo, se muestra la expresión que resume como determinar el rendimiento que se exige a los activos financieros: (Pilbeam, 2018):

$$E(r)_i = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_i) + \varepsilon_i$$

Donde: $E(r)_i$ es la esperanza de rendimiento o el exigido al título i
 $(R_m - R_i)$ es el diferencial entre el rendimiento del mercado y el del activo i el cuál se premia en función a su exposición el riesgo dado por el β_i , indicador de la volatilidad o cuando riesgo incorpora mi activo i al mercado.
 α_i indica el nivel de rendimiento esperado cuando no se asume riesgo
 ε_i es la variable aleatoria, permite contar con la información de los errores residuales generados en la estimación.

β_i mide la sensibilidad de la acción individual a los movimientos de la rentabilidad del mercado bursátil en su conjunto, fue ampliamente utilizado por analistas financieros y corredores de bolsa. Junto con otros indicadores, la Ratio de Sharpe se utiliza en la evaluación del desempeño de fondos de inversión y otros gestores de carteras (Pilbeam, 2018).

Este modelo viene a responder a una de las dificultades presentadas en el modelo de Markowitz, en donde se requiere la estimación de una matriz de varianza-covarianza la cual se vuelve muy grande si se tiene en cuenta el número de alternativas. En consecuencia, Sharpe simplificó el procedimiento de estimación, suponiendo que los rendimientos de los valores sólo están interrelacionados por su sensibilidad a un factor común, típicamente el retorno de un índice de mercado amplio. Para ello, asumió que todos los inversores

pueden prestar y pedir prestado al tipo de interés libre de riesgo, que acuerdan dichas transacciones en la forma de una frontera eficiente, y que los costos de transacción están ausentes.

Bajo de estos supuestos simplificadores, todos los inversores seleccionarán una combinación de cartera de mercado y el activo libre de riesgo (o tomar prestado al tipo de interés libre de riesgo). Todas las carteras se situarán en la "Línea del Mercado de Capitales", y la pendiente de esta línea indica el precio del riesgo determinado por el mercado.

Teoría de mercado eficiente (EMT)

La Teoría del Mercado Eficiente (EMT) establece que, los precios de los valores en los mercados financieros reflejan toda la información disponible para los inversores. Según esta teoría, la eficiencia del mercado puede ser probada de diferentes maneras. Una prueba de "eficiencia débil" sólo utiliza el precio pasado con el fin de predecir los precios futuros del activo financiero en cuestión. En una prueba para una "eficiencia semi-fuerte", el conjunto de información se amplía para incluir no sólo datos de precios anteriores, pero toda la información disponible públicamente. Por último, una prueba para la "eficiencia fuerte " incluye no sólo la información disponible públicamente, sino también la información privilegiada que pueden poseer los gerentes de la empresa, empleados, banqueros y auditores (Pilbeam, 2018).

La EMT es importante en el contexto del asesoramiento en materia de inversiones y de la gestión de carteras. Si la EMT se mantiene en una forma semi-fuerte, los inversores o asesores sin información privilegiada no pueden encontrar oportunidades de beneficio no explotadas a través de los valores o el comercio. La EMT también es importante en el contexto de los requisitos de información para las empresas que cotizan en bolsa y de las normas relativas al uso de información privilegiada (Pilbeam, 2018).

2.3.6. Desarrollo de Mercados bursátiles

En el Mercado Bursátil se encuentran las instituciones, empresas o corporaciones, así como agentes individuales que desean participar de los productos o activos financieros que se transan en dicho mercado, podemos mencionar: la Bolsa propiamente, las sociedades de bolsa, las Financieras e Instituciones bancarias, y por definición se encuentran los emisores y los inversionistas. Este mercado permite que los emisores (oferta) e inversionistas (demandantes) de activos financieros o valores, se encuentren en un lugar común para invertir o financiar a las empresas o agentes del mercado mediante la compra o venta de activos financieros o títulos.

El crecimiento de las actividades y transacciones financieras, así como las necesidades de financiamientos y coberturas, exigen desarrollar alternativas confiables, transparentes, pero a su vez efectivas. Contar con diversidad de alternativas es necesaria, la evolución de los mercados y sus necesidades así lo exige. Los inversionistas evaluarán dichas alternativas a las que ofrecen los medios convencionales donde se incluyan a los pequeños empresarios y agentes particulares. Los mercados bursátiles vienen mostrándose como una alternativa exitosa, con un nivel de desarrollo acorde a la evolución de los mercados el cual sostener sus niveles de participación como medio para aportar en el desarrollo de las actividades de sus economías, cabe fortalecer el análisis y evaluación de dicha relación y su incidencia.

Es así, que se viene desarrollando mercados alternativos bursátiles cuyo propósito es brindar financiamiento accesible a las medianas y pequeñas empresas que cuenten con actividades sostenibles que sean de interés de los inversionistas, entonces encontrar en esta alternativa el punto de encuentro que permita el acceso a los recursos que brinda este mercado bursátil. (Jiménez, 2013).

Mercado Alternativo de Valores (MAV)

El Mercado Alternativo Bursátil o de Valores (MAB o MAV según su ubicación) es un mercado pensado para las PYMES. De modo tal, estas empresas pueden conseguir nuevos accionistas para crecer más rápidamente, cosa que sin éste les resulta mucho más complicado. En el Perú es una alternativa implementada desde el año 2018 pero altamente eficaz para dicho sector. En tal sentido, presenta las siguientes características:

- Incorpora una mejora en la imagen de las empresas participantes, lo que potencialmente puede incidir en sus ventas o el acceso a mayor demanda, incluso facilita el acceso a otras modalidades de financiamiento.
- Este sistema es operado por las propias bolsas de valores.
- Promovido y supervisado por las Comisiones Nacionales del Mercado de Valores.
- Orientado a pequeñas y medianas empresas que tengan necesidades de financiamiento a sus planes de crecimiento.

Ventajas que se ofrecen a las empresas:

Como se podrá apreciar a continuación, las ventajas son similares a las de cualquier mercado de valores, entre las más relevantes tenemos:

- Transparencia y visibilidad – Presencia en Road Shows.
- Considera la relación con los proveedores y clientes.
- Es posible contar con el respaldo para obtener la valoración permanente de las empresas en términos de mercado, lo que permite identificar la performance de la empresa reflejada en su precio.
- Mejora el poder de negociación de la empresa con otras fuentes de financiamiento, facilita el acceso a nuevos clientes.

- Posibilita el desarrollo de mejores prácticas corporativas o empresariales. (Jiménez, 2013).

Ventajas que ofrece al inversionista

Las ventajas de este mercado para el inversionista, destacan las siguientes:

- Mayor heterogeneidad sectorial
- La regulación, le permite seguridad, transparencia.
- Permite acceder a alternativas que pueden favorecerlos tributariamente.
- Es un mercado líquido. (Jiménez, 2013).

Índice de capitalización bursátil

Se puede definir como el valor que resulta de las acciones que se cotizan en bolsa por sus cantidades de acciones, lo que determina el valor total de la Bolsa en dicho momento. Es decir que dicho índice considera el precio por el número de acciones de toda la bolsa. Aquí podemos percibir la importancia que tiene en dicho índice, tanto las variaciones de precios como el tamaño o participación de cada empresa dentro de este esquema, es decir, aquellas empresas de mayor tamaño, tendrán una significancia mayor y las variaciones de precio serán más o menos significativas sobre dicho índice en función a su participación en el mercado.

Es importante considerar el nivel de capitalización tomando en cuenta la estructura o características de la bolsa, por ejemplo, en Colombia, la participación de la deuda pública es mayor que la privada, lo que genera un nivel de análisis particular acorde a dicha estructura, además de tener en cuenta que su nivel de concentración es muy alto, es decir, que su nivel de capitalización bursátil se encuentra entre pocas empresas a comparación de otras bolsas como la peruana con mayor participación de empresas listadas en su mercado bursátil. Sin embargo, no por ello logra los niveles de profundidad esperados, queda pendiente un esperado desarrollo y amplitud

de su mercado, sobre todo en los niveles de liquidez que lo hagan mas atractivos y con el potencial de atender a las demandas o necesidades de colocación de las grandes empresas o corporaciones a fin de evitar que migren a otras alternativas para satisfacer sus necesidades o expectativas.

El caso de Chile es de mayor significancia en términos de empresas listadas en bolsa, pero su característica fue para el periodo de estudio, su gran concentración de capital en pocas empresas, por consecuencia el nivel de liquidez se acota y donde las PYMES tienen un acceso muy limitado lo que implica su poca contribución a dicho sector.

Sin embargo, se ha estimado relevante que lo indicado sea contrastado con la evidencia, por lo cual se incluye como una variable que debe ser incorporada en el modelo para validar lo señalado.

2.3.7. Indicadores de análisis bursátil

a. Capitalización bursátil/PIB

Relaciona la capitalización bursátil, es decir su valor como mercado en términos del PBI. Nos permite una referencia de la dimensión del mercado bursátil versus su economía. Bajo otra óptica, la teoría señala que permite relacionar la capacidad de movilizar el capital y mediante la diversificación mitigar los niveles de riesgo. (Borges, Landaberry y Licandro, 2012).

b. Cantidad de empresas inscritas y que cotizan en bolsa

También permite reconocer el tamaño del mercado, es un medio apropiado cuando se desea comparar distintos mercados bursátiles para realizar un análisis de sus factores y determinantes de sus evoluciones. De acuerdo a Levine (1995, citado por Borges, Landaberry y Licandro, 2012), Un factor a considerar es analizar cómo va el nivel de participación de las empresas en cantidad de empresas y su nivel de capitalización bursátil, para estudiar y analizar sobre los factores que determinan dichas variaciones en los niveles de crecimiento.

c. Valor total transado/PIB

Es un indicador que permite medir el nivel de liquidez del mercado, importante en el análisis cuando nos permite determinar que dicho mercado bursátil tiene la capacidad de satisfacer a las grandes demandas de los inversionistas y agentes del mercado, mientras más líquido, se considera que se encuentra mejor desarrollado, dado que permite que se realicen las operaciones sin las limitaciones propias de la escasez de recursos, un mercado bursátil tiene que garantizar los adecuados niveles de liquidez además de considerar su eficiencia en oportunidad y los costos de transacción implícitos. (Aduda, 2012, citado por Borges, Landaberry y Licandro, 2012).

d. Turnover

Considera la relación que existe en la valorización de las acciones que se han transado con la capitalización bursátil, ello nos permite obtener información sobre el nivel de actividad considerando su tamaño. Para precisar, entonces el turnover identifica las transacciones realizadas en relación con su tamaño como mercado bursátil.(Levine, 1995, citado por Borges, Landaberry y Licandro, 2012).

e. Medición de la Volatilidad de los retornos

A través de la medición de las desviaciones con la medias de los retornos esperados se puede estimar la volatilidad del mercado, información determinante sobre las expectativas de los inversionistas. Los factores que determinan los niveles de volatilidad no necesariamente están adecuadamente vinculados a sus niveles de desarrollo, los factores que determinan estas desviaciones pueden ser exógenos. La volatilidad es un factor inherente a la actividad bursátil, lo que debemos considerar es la capacidad de poder evaluar como responden los agentes a dicha variable y la capacidad de respuesta de los mercados.

2.3.8. Indicadores del desarrollo del mercado de bonos

Índice de Capitalización mercado de bonos/ PIB

Nos permite relacionar la incidencia de la deuda de las instituciones y con el producto. Con relación a los bonos, determina su tamaño como mercado. De acuerdo al emisor, los bonos pueden ser públicos o privados. Al igual que en el caso de acciones, permite identificar la participación de este mercado sobre la economía. Indicador elaborado por Bhattacharjey (2011).

Indicador alternativo del Mercado Financiero: Spread

Se define como el diferencial entre las tasa activas y pasivas que corresponden al sector financiero o bancario. Teóricamente también es un indicador del desarrollo del mercado financiero, cuando el spread es menor se le vincula a un mejor desarrollo del mercado ya que se considera que es más eficiente pues una brecha menor también implica costos menores al financiamiento, entonces acudimos a esta alternativa de financiamiento. Un mayor spread implica mayores costos al financiamiento, mayor carga financiera para los emisores y en su relación con el riesgo, la demanda por este activo como mecanismo de financiamiento será menor. (Adelegan y Radzewicz-Bak, 2009).

Cabe precisar que la disminución del spread hace mas competitivo al sector financiero-bancario, entre ellas a los mercados de acciones y bonos. Sin embargo, hay que considerar que el comportamiento de los agentes del mercado pueden tener componentes especulativos, entonces es un factor que debe considerarse en el análisis para identificar los factores que determinan el desarrollo de ambos mercados, el financiero bancario, así como el de deuda, bonos.

Enfoque multidimensional del Mercado Financiero

Se basa en tomar en consideración las dimensiones del mercado financiero: tamaño, acceso, eficiencia y estabilidad; El tamaño, nos permite valorizar los

instrumentos y activos financieros que han sido transados pero debe tener una referencia, el más indicado es el PBI. De igual modo, la dimensión acceso permite identificar el nivel de simplicidad para tomar determinada alternativa; como dimensión de eficiencia ya se ha descrito al spread además del turnover; como cuarta dimensión se tiene a la estabilidad del mercado, la cual puede se puede medir si se considera la volatilidad del mercado, la solidez institucional, los niveles de riesgo que perciben los inversionistas.

2.3.9. Indicadores o variables Proxy de Mercado

Un proxy de mercado es una representación amplia de todo el mercado de valores. Básicamente, se puede utilizar un proxy de mercado como base para estudios estadísticos o de fondos indexados. Por tanto, el índice S&P 500 es el proxy de mercado más popular para el mercado de valores de EE. UU (Ludlow y Mota, 2006). Los fondos indexados y los fondos cotizados en bolsa (ETF) se han creado para incluir todas o algunas de las acciones del índice S&P 500. Los inversores y analistas utilizan los movimientos de precios en el S&P 500 como una aproximación para diversas investigaciones estadísticas sobre patrones de comportamiento del mercado de valores.

Índice de referencia: Standard and Poors 500 (S&P 500)

Un índice que es una referencia sobre los mercados bursátiles es el El S&P 500, el cual contiene a las mayores empresas de los Estados Unidos. Las 500 empresas que se consideran en este índice, dado que concentra el 80% de la capitalización del mercado bursátil en Estados Unidos y su actividad como comportamiento refleja el desempeño de la economía, esa relación es característica de un mercado adecuadamente desarrollado. (Bejar, 2006, citado por Palma, 2020).

Índice de referencia: Promedio Industrial Dow Jones

Este índice es más general, pues incluye a las diversas empresas que cotizan en el mercado de valores de los Estados Unidos, lo que permite apreciar el nivel de actividad y comportamiento de sus participantes en dicho mercado. El cálculo de este índice se realiza cuantificando los valores o capitalización bursátil de las empresas que se encuentran en dicho mercado y se divide entre el valor de una variable que es actualizada periódicamente con lo que se obtiene dicho índice. (castro, 2020)

Índice de referencia: NASDAQ

Con este indicador identificamos a las 100 empresas mayores de la bolsa NASDAQ en la cual gran parte está ligada al sector tecnológico aunque se incluyen empresas de otras industrias con la excepción de aquellas que pertenecen al sector financiero.

Por tal motivo se le relaciona como un buen indicador del desarrollo del sector tecnológico. Otros sectores relacionados son los de servicios, los industriales y cabe destacar al sector de telecomunicaciones. (Chen, 2019)

2.3.10. Otros temas y artículos científicos relacionados a la investigación

Horna (2020), presentó el artículo “Perspectivas del financiamiento corporativo y el mercado de valores del Perú”, se enfoca en la revisión del comportamiento en el mercado de valores peruano relacionándolo con la emisión de bonos corporativos y el efecto de la tasa de interés, haciendo comparación de los periodos 2005-2010 y 2015-2019. La investigación realizada es de tipo documental y descriptiva, los datos corresponden a la colocación de bonos corporativos en montos, plazos de vencimiento y tasas de interés, se complementa con la información recopilada de las notas informativas de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), de las clasificadoras de riesgo y su aplicación a las empresas de la investigación. (Horna, 2020).

Entre las que destacan Administradora Jockey Plaza Shopping Center S.A que en el 2015 lanzó una emisión de bonos corporativos US\$ 97.3 millones, Telefónica del Perú, Luz del Sur, Alicorp y entidades del sistema financiero como BBVA y Scotiabank. Por consiguiente, entre las conclusiones señala en cuanto a las variaciones de las tasas de interés en ambos periodos, se obtuvo una correlación fuerte y negativa, lo que indica que la disminución de las tasas de interés entre ambos periodos, 2005-2010 y 2015-2019, es estadísticamente significativo. Y esto se explica por el hecho de que, al haber mayores emisiones por mayores montos, e incluso un aumento en el número de emisores, más confianza se genera en el mercado por los inversores, lo que conlleva a la baja de las tasas de interés. (Horna, 2020).

Asimismo, El estudio indica que, Perú se ubica en segundo lugar, como país con más cantidad de empresas bursátiles, y al compararse con México demuestra que presenta una cultura que se inicia hacia la apertura, pues comparativamente se observan más empresas dispuestas a mostrar su información, por otra parte, comparativamente tiene más empresas que contribuyen al sector primario, conducta que resulta coherente para ser un país considerado en vías de desarrollo. (Horna, 2020).

Por tanto, Perú viene introduciendo cambios, como el dado a nivel de reglamentos (Ley N°30050, aprobada en resolución SMV N°021-2013-SMV/01: implica la reducción de trámites y de costos en la emisión de valores en el mercado) con la finalidad de que sean más abiertos y participativos, fomentando el ingreso de más empresas al mercado de valores lo que permita que contribuyan conjuntamente con los inversionistas a la creación de valor sostenido en el largo plazo. (Horna, 2020).

Agudelo, Agudelo y Peláez (2018) presentaron el artículo “Determinantes y pronóstico de la actividad bursátil del mercado accionario colombiano”, tuvo como propósito la realización un estudio sobre los determinantes y la evolución de la actividad bursátil con periodicidad mensual en el mercado accionario colombiano, el periodo de estudio fue de 2007 a 2016. En el diseño del modelo se emplearon series de tiempo tipo ARIMAX y GARCH para

facilitar como hallazgo que la actividad bursátil puede ser pronosticada en considerando los valores rezagados a un mes inclusive aquellas innovaciones de cinco y 12 meses. (Agudelo y Peláez, 2018)

Por consiguiente, entre las conclusiones señala que la mayor parte de la actividad bursátil proceda de instituciones, algo esperado, pero sorprende el nivel de significancia de las personas naturales en este mercado. (Agudelo y Peláez, 2018)

Una apreciación importante es analizar la participación del componente extranjero, el cual si bien ha aumentado, el autor concluye que actúa acorde a la coyuntura por lo cual su participación es más volátil.

Otra importante observación se da en el análisis de los efectos autorregresivos de los valores transados, el cual como resultado de dicho análisis muestran cómo están relacionados o explicados con los volúmenes transados en el periodo anterior. Se puede interpretar como el tiempo de espera para que los agentes respondan a lo acontecido o información del mercado.

Galicia, Cárdenas y Rivas (2017) presentaron el artículo titulado “Las bolsas de valores de los países afiliados al Mercado Integral Latinoamericano (Colombia, Chile, Perú y México)”, se tomó como muestra a diversas empresas que participan del mercado de valores de Colombia, Chile, México y Perú, miembros del MILA. Si bien fue una investigación documental, tuvo como propósito determinar que PBI, población

Entre los hallazgos más importantes se concluye, que el tamaño de la economía y el desarrollo de sus mercados de valores no tiene la incidencia esperada, lo mismo ocurre con el mercado integrado.

Entonces, lo fundamental es el desarrollo de las estrategias empresariales más allá del tamaño de la economía, por tanto, el autor recomienda que futuras investigaciones evalúen la integración de otros países de América Latina a MILA, además sugiere se analice porqué las empresas más

importantes del sector tecnológico en Latinoamérica no tiene mayor participación en el mercado bursátil.

Otro aspecto a destacar y analizar es haber identificado que factores como la diferencia de tratamiento fiscal en cada país participante en el MILA limitan su integración, dado que se trasladan costos diferentes en cada mercado, además se aprecia que para la elaboración de los índices se toman activos con características heterogéneas por sectores.

Brugger, y Ortiz (2012) presentaron el artículo “Mercados accionarios y su relación con la economía real en América Latina”, tuvo como propósito examinar la relación entre el desempeño de las bolsas latinoamericanas de valores con su economía real aplicando siete modelos econométricos para los casos de Argentina, Brasil, Chile y México.

La investigación concluye en la débil correlación identificada entre los rendimientos de los mercados bursátiles y el equilibrio de sus PBI y esto sea hace aún más evidente en el corto plazo, pero se fortalece en el largo plazo. En economías y mercados de valores desarrollados se da una relación en ambos sentidos lo cual es un indicador de mercados adecuadamente integrados y vinculados con su economía.

Ruiz (2004) presento el artículo “Mercados Financieros y Crecimiento Económico en América Latina: Un análisis econométrico”, se enfoca en el estudio de como el desarrollo de los mercados crediticios y de valores impactan positivamente sobre el crecimiento de las economías estudiadas, en esta investigación son Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Basado en el análisis de los resultados de la modelación econométrica, concluye que no hay una incidencia significativa con el crecimiento económico.

De tal manera, entre las conclusiones destaca el análisis de las regresiones que utilizan técnicas de MCO no apoya ni niega la validez de la hipótesis inicialmente indicada. Dado que los resultados de las regresiones realizadas sugieren que el desarrollo de los mercados financieros no incide en el

crecimiento económico, en principio, se puede inferir que los datos los datos registrados no proveen evidencia en dicho sentido. Bajo dicha perspectiva, el autor enfocó el análisis sobre, las externalidades como factores importantes para explicar la relación entre los mercados financieros y el crecimiento económico. La aplicación de ajustes estadísticos al modelo, permitieron una mejor evaluación de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico de los países estudiados en la investigación.

2.3.11. Definiciones de variables: Apertura comercial

Es un proceso que permite la expansión de oportunidades y a su vez eliminar las barreras que impiden la expansión del comercio exterior de un país, entre las medidas que favorecen la apertura comercial se tiene las disminuciones de los aranceles o permisos de importación (Galindo, y Castaño, 2008). Una definición muy aceptada es la que identifica la capacidad de un país para relacionarse con el exterior, es decir vincula las competencias del mercado local con el mercado externo (Páez, 2020).

Ventajas y desventajas de la apertura comercial

Debemos considerar que la apertura comercial es un aporte importante para los países. Su adecuada implementación, implica mejores condiciones de vida para los ciudadanos y sus economías. Se mencionan algunas ventajas:

- Aporta a las mejoras prácticas de las empresas e industrial, incorporación tecnológica y de especialización de los sectores implicados, potencia la aplicación de economías de escala.
- Incrementa los niveles de productividad.
- Aporta al desarrollo e impulsa el crecimiento de la economía.

Sin embargo, cabe mencionar algunas desventajas a tomar en consideración:

- Puede afectar la capacidad o competencia de la producción nacional dada la orientación a la producción extranjera.

- Dada el impacto en la producción nacional, este efecto se traslada en el empleo y por lo tanto en los salarios.
- La apertura que implica mayores flujos de mercancías tiene a considerarse como un factor riesgoso contra la seguridad de un país.

Es importante resaltar la consideración de estos factores, pues la implementación de la política de apertura comercial debe tener en cuenta un alto grado de planificación en su aplicación. (Páez, 2020)

2.3.12. Factores de riesgo sobre inversiones

Estos factores pueden ser definidos en función a la dispersión con relación a las expectativas del rendimiento esperado o exigido, sobre todo si se percibe que sea menor al previsto, considera que el inversionista avalúa su costo de oportunidad y que la inversión cubra al menos el rendimiento esperado (Jiménez, 2018). Es decir, cada inversionista, realiza una evaluación de los factores de riesgo por más mínimo que sea y para asumirlo debe ser compensado con la cobertura del rendimiento exigido. En tal sentido, destaca el riesgo país puesto que mientras mayor sea este indicador en un país, mayor será el costo de capital que deben incurrir los inversionistas.

Riesgo país

Es un indicador económico que mide la posibilidad de impago como consecuencia de las acciones del país de origen y no de la solvencia del emisor. Si la prima de riesgo tiende a elevarse el riesgo país también lo hace (Galindo, y Castaño, 2008).

El riesgo país, permitirá que el inversionista cuente con un indicador de incumplimiento que le permitirá incorporarlo como factor adicional para determinar su costo de oportunidad. Además, cabe precisar que la correlación es positiva, es decir, mayor riesgo país o calificación de riesgo, entonces corresponde compensarlo con un mayor costo al financiamiento o retorno a los inversionistas. Esta medida es fundamental para la medición de los inversionistas extranjeros, vinculadas a demás a la generación de empleo y la

producción nacional, al margen de las fuentes que las generen (Asobancaria, 2020). Cuando se estudia al riesgo país se deben considerar variables como la estabilidad macroeconómica, la solidez institucional, marco jurídico, equilibrio social y político, dichas variables son las que definirán el nivel de riesgo de un país, existen distintas maneras de cálculo pero el que para evaluaciones financieras, económicas o ligadas a inversión se refieren, se usa como principal referente mundialmente aceptado, al indicador o métrica realizada por Moody's, Standard & Poor's (S&P) y Fitch.

Las diversas mediciones de riesgo de un país convergen en estimar el nivel de las políticas económicas con responsabilidad fiscal, la competitividad del país, su estabilidad jurídica y de sus reglas de juego, la garantía y respeto por los derechos de propiedad, contar con instituciones sólidas con estabilidad política y paz social.

Los principales factores que inciden en la calificación riesgo de un país son:

- Económicos: El déficit fiscal, nivel de crecimiento del producto interno, políticas macroeconómicas consistentes y de largo plazo, conexión con el entorno globalizado, política comercial y financiera expansiva y diversificada
- Sociales: Equilibrio para la paz interna sin ruido político, que las políticas del gasto social se orienten productivamente
- Sobre las inversiones: Dar un clima de estabilidad, contar con instituciones sólidas, jurídicamente seguras y estables también en el ámbito tributario (Asobancaria, 2020).

2.3.13. Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias

Si bien la inversión percibe como incentivo la carga tributaria o impositiva, nos hemos inclinado por este concepto, por ser más específico y no sujeto a las deducciones o variaciones que implica por ejemplo utilizar los impuestos sobre las ganancias de capitales, los impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias es un concepto más constante en la aplicación a los países y en el periodo de evaluación. Es el valor presente de los beneficios de tipo laboral que recibe un trabajador inscrito en un régimen de contratación luego de un año de servicios dentro de la firma (Galindo, y

Castaño, 2008). Por tanto, se debe considerar que el empleador debe afrontar una carga social cada vez que establece un vínculo laboral con su trabajador, estos costos además sus remuneraciones, la carga que por ley debe asumir incluyendo a aquellos que de manera privada establezca (Colls, 2020). Cabe precisar que el término de vinculación laboral también implica costos laborales mientras no se hayan extinguido sus obligaciones.

Por otro lado, este tipo de costos se integra de varias partidas, además de los salarios. Partidas que, en su cómputo, forman lo que denominamos como Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias, así, estas partidas se describen a continuación:

- Costos salariales antes de impuestos y cotizaciones (incluyendo complementos, horas extras, pagos extraordinarios).
- Cotizaciones a la Seguridad Social que paga el empleador.
- Cotizaciones a seguros privados, así como sistemas de previsión social acordados en los acuerdos colectivos.
- Prestaciones sociales por parte del empleador, si las hubiera.
- Subvenciones y ventajas en las cotizaciones a la Seguridad Social.
- Otras partidas de gasto como indemnizaciones por despido, dietas, transporte, así como la propia formación (Colls, 2020).

De tal modo, todas estas partidas, sumadas y en un cómputo total, conforman los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias.

2.3.14. Factores financieros

Los factores financieros impulsan la capacidad de las empresas para optimizar sus actividades. Básicamente, están enfocados una visión de largo plazo, sostenidos en el crecimiento y desarrollo de su competitividad para poder sostenerse en el tiempo. (García, 2018). Es así que, que se debe enfocar e identificar la manera más eficiente de asignar los recursos en las alternativas de inversión que permitan la generación del mayor valor para la

empresa. En tal sentido, la canalización del financiamiento, debe contar con la información previa sobre los costos a asumir versus los beneficios esperados además de la evaluación integral de las alternativas de inversión y sus distintos escenarios de aplicación.

Tasa de interés activa

Es la tasa que se paga a las entidades financieras al recibir un préstamo, la cual puede ser nominal o efectiva. Básicamente, se emplea para determinar el costo efectivo del financiamiento, es decir no solo la tasa de interés, sino además incorporar todos los gastos o comisiones asociados al financiamiento que determinen el verdadero valor del financiamiento (Gestión digital, 2019)

2.3.15. Estabilidad Macroeconómica

En términos generales es una condición donde un país alcanza indicadores de pleno empleo, desarrollo económico, estabilidad de precios, equilibrio en la balanza de precios y en las finanzas públicas (Galindo, y Castaño, 2008). Principalmente, suele ser sinónimo de salud, solidez o fortaleza de una economía, al mismo tiempo que la inestabilidad se suele identificar con debilidad, descontrol, volatilidad o incertidumbre

Relación de la Estabilidad Macroeconómica con la Inversión Extranjera Directa (IED)

La IED, es el monto de inversión internacional que efectúa un agente residente de un país en una nación foránea, con el fin de obtener un flujo de ganancias (Galindo, y Castaño, 2008). Así pues, los actores de este circuito consideran las transferencias de capitales entre los agentes de la economía, es decir las individuos y familias, a las empresas o corporaciones así como a sus gobiernos, todo esto en un contexto de apertura que permita decidir por fijar su actividad localmente, en filiales o en el extranjero a través de la adquisición o participación en dichas empresas (Galindo, y Castaño, 2008).

La IED por tanto, es un elemento trascendente para incorporar mejoras y competitividad lo que posibilita su expansión y posicionamiento en el contexto internacional. En un contexto globalizado, amplía sus posibilidades de incorporarse como factor impulsor de las economías donde radica y contribuir con su desarrollo (IG Group, 2018).

Por otro lado, es preciso considerar a las inversiones de origen nacional pero que han sido financiadas con flujos de capitales extranjeros, los cuales si no comprometen la participación de la empresa se encuentran también en el ámbito de las inversiones extranjeras pero de manera indirecta.

No puede vincularse el interés del inversionista extranjero en un escenario de inestabilidad o incertidumbre, el análisis en la determinación de los niveles de IED son altamente correlacionados con los indicadores macroeconómicos de los países receptores.

Clasificaciones de inversión extranjera directa

Dentro de sus clasificaciones o tipos de IED son consideradas como horizontales o verticales, otra clasificación las denomina como IED conglomerada e IED de plataforma. Se definen de la siguiente forma:

- **IED horizontal:** De acuerdo al tipo de relación comercial considera a las IED cuyos capitales transferidos mantienen la misma actividad del país de origen (IG Group, 2018, p.6).
- **IED vertical:** De acuerdo al tipo de relación comercial considera a las IED cuyos capitales transferidos van a una empresa de origen extranjero pero relacionada a la cadena productiva en otro país. (IG Group, 2018, p.7).
- **IED conglomerada:** De acuerdo al tipo de relación comercial considera a las IED cuyos capitales transferidos para un negocio o actividad en otro país que no es del origen y no vinculada a la naturaleza del negocio de origen (IG Group, 2018, p.8)
- **IED de plataforma:** De acuerdo al tipo de relación comercial considera a las IED cuyos capitales transferidos tiene por finalidad contar con una

plataforma vinculante para exportar u operar en un país tercero (IG Group, 2018, p.9)

2.4. Marco contextual de los países estudiados

2.4.1. Inversión extranjera directa.

La IED expresada como porcentaje del PBI presentó una tendencia descendente en el periodo de 2011-2015 en Chile y Perú, mientras que en Colombia, mantuvo una tendencia estable (Tabla 1 y Figura 4). En efecto, en el caso de Chile la disminución del flujo de IED se explicó por la caída de los términos de intercambio de los minerales metálicos de exportación como el cobre y por la reducción en la inversión asociada a la explotación de dicho mineral, de igual forma, también influyó la ralentización de China y el cambio en los flujos de inversión de América Latina hacia los países desarrollados (PWC, 2017), de hecho la IED varió de \$24150 millones en 2011 a \$21056 millones a 2015, lo cual afectó hacia la baja el ratio de IED/PBI de 9,57% en 2011 a 8,63% en 2015 (Tabla 1).

De forma similar, el Perú en el periodo 2011-2015 experimentó una caída en la IED producto de la culminación de grandes proyectos mineros como las Bambas y Cerro Verde, los cuales entraron en fase de producción (BCRP, 2016), variando de la IED de \$13622 millones en 2012 a \$8314 millones en 2015, influyendo en la disminución del ratio de IED/PBI de pasando de 7,07% en 2012 a 4,38% en 2015 (Tabla 1).

Asimismo, Colombia fue el único país que durante el periodo de estudio presentó valores de flujos de IED entre \$14500 millones y \$16200 millones, por lo cual mantuvo con poca variación el ratio de IED/PBI (Tabla 1). Según Vallejo (2017) se aprecia que en Colombia "Destacaron como los sectores de mayor participación o captación de las IED a los sectores de hidrocarburos y minería, entre ambas concentraron 30% de las IED, también resultados significativos los sectores manufacturero con el 19.9% del IED, el sector de servicios con 17.4% del IED y el sector comercio con una participación del 15.4%.

Tabla 1. Indicadores Inversión Extranjera Directa Chile, Colombia y Perú

Año	Chile IED (\$ Millones)	Chile IED/PBI	Var %	Colombia IED (\$ Millones)	Colombia IED/PBI	Var %	Peru IED (\$ Millones)	Perú IED/PBI	Var %
2011	24150	9,57%		14647	4,38%		7682	4,47%	
2012	30293	11,34%	18,45%	15039	4,06%	-7,33%	13622	7,07%	58,10%
2013	20825	7,48%	-34,04%	16209	4,24%	4,59%	9826	4,88%	-30,93%
2014	23736	9,11%	21,79%	16167	4,24%	-0,06%	3930	1,96%	-59,97%
2015	21056	8,63%	-5,25%	11723	3,99%	-5,84%	8314	4,38%	124,07%

Fuente: Data Banco Mundial – (Elaboración propia).

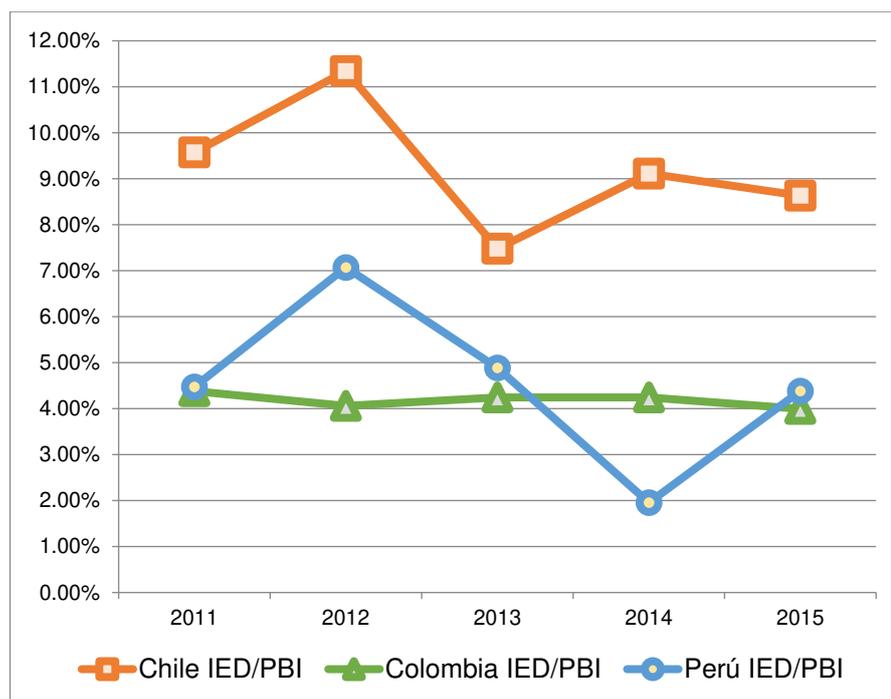


Figura 4. Indicadores Inversión Extranjera Directa Chile, Colombia y Perú

Fuente: Data Banco Mundial – (Elaboración propia).

2.4.2. Mercado financiero

Tal y como se muestra en la Tabla 2 y Figura 5, el volumen de negociación en los mercados bursátiles de Colombia, Chile, y Perú ha tenido una tendencia descendente durante el periodo de 2011-2015. En el caso de Chile la caída acumulada se atribuyó a una menor demanda de acciones y una mayor presión de ventas por parte de los inversionistas nacionales y extranjeros los cuales se vieron afectadas por el retroceso de los proyectos mineros (Rankia, 2019).

Por su parte en Colombia, según Agudelo, Agudelo y Peláez (2017) la reducción de la actividad bursátil ha estado asociada a la caída del precio del petróleo, así como otros activos financieros y commodities, la depreciación de su moneda con relación al dólar, factores externos propios de la volatilidad global reflejada en los mercados internacionales y el debacle de Interbolsa la mayor SCB del mercado financiero colombiano. En el caso del Perú la tendencia reflejó una mayor aversión al riesgo que prevaleció en el mercado, especialmente en el mercado de acciones (BVL, 2015).

Tabla 2. Volúmenes negociados (\$/ millones) en el mercado de capitales Chile, Colombia y Perú 2011-2015

Año	Chile Vol negociado	Var %	Colombia Vol Negociado	Var %	Peru Vol Negociado	Var %
2011	51.267		25.946		5.176	
2012	46.492	-9%	32.203	24%	5.279	2%
2013	41.227	-11%	20.409	-37%	3.173	-40%
2014	27.131	-34%	17.216	-16%	3.228	2%
2015	19.675	-27%	11.587	-33%	1.451	-55%

Fuente: Data Banco Mundial – (Elaboración propia)

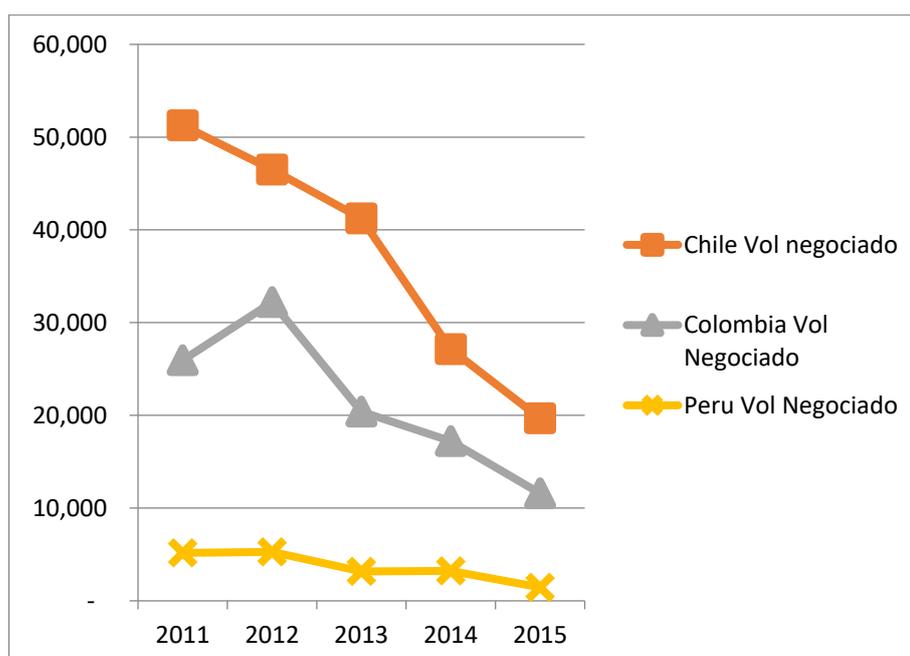


Figura 5. Volúmenes negociados (\$/ millones) en el mercado de capitales Chile, Colombia y Perú 2011-2015

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

2.5. Conceptualización de variables

2.5.1. Apertura comercial

Es un proceso que permite la expansión de oportunidades además de eliminar las barreras que limiten el crecimiento del sector comercio exterior, entre las medidas que favorecen la apertura comercial se tiene las disminuciones de los aranceles o permisos de importación (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.2. Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias

Es el valor presente de los costos de tipo laboral afecto sobre los beneficios de las empresas que inciden en sus resultados y son determinantes en las decisiones de inversión. (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.3. Decisiones de inversión

Es el proceso que permite la escogencia de una alternativa de inversión dado un conjunto de criterios de selección con el fin de alcanzar un nivel esperado de rentabilidad (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.4 Estabilidad macroeconómica

En términos generales es una condición donde un país alcanza indicadores de pleno empleo, desarrollo económico, estabilidad de precios, equilibrio en la balanza de precios y en las finanzas públicas (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.5. Factores financieros

Los factores financieros impulsan la capacidad de las empresas para optimizar sus actividades. Básicamente, están enfocados una visión de largo plazo, sostenidos en el crecimiento y desarrollo de su competitividad para poder sostenerse en el tiempo. (García, 2018).

2.5.6. Factores de riesgo sobre inversiones

Estos factores son determinantes en los inversionistas, toda vez que se perciba el riesgo de no lograr la rentabilidad esperado o exigida por la

puesta en marcha del capital invertido, si se percibe la alta probabilidad de ocurrencia de ese escenario, se vincula un alto nivel de riesgo, el cual deberá ser compensado con un mayor costo de oportunidad (Jiménez, 2018).

2.5.7. Inversiones extranjeras directa

Conocida por sus siglas IDE, es el monto de inversión internacional que efectúa un agente residente de un país en una nación foránea, con el fin de obtener un flujo de ganancias (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.8. Mercado financiero

Es el lugar o espacio virtual donde se efectúan transacciones financieras entre particulares, firmas, instituciones financieras, intermediarios y autoridades gubernamentales que buscan comprar o vender acciones, títulos de valores, instrumentos financieros o divisas (Galindo, y Castaño, 2008).

2.5.9. Países emergentes

Es un país que ha podido incrementar su nivel de ingresos de sus habitantes y su calidad de vida, estando en camino de lograr un mayor nivel de desarrollo económico y social como sus pares de los países desarrollados (Galindo, y Castaño, 2008).

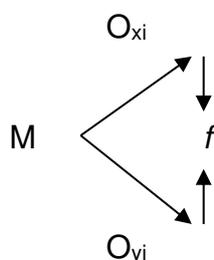
2.5.10. Riesgo país

Es un indicador económico que mide la posibilidad de impago como consecuencia de las acciones del país de origen y no de la solvencia del emisor. Si la prima de riesgo tiende a elevarse el riesgo país también lo hace (Galindo, y Castaño, 2008).

CAPÍTULO 3. METODOLOGÍA

3.1. Tipo y diseño de Investigación

Se empleó un tipo de investigación no experimental, en el cual no se intervienen las variables de análisis, ni se crean grupos experimentales, sino que hace énfasis en el estudio del comportamiento de las variables tal y como se presentan (Hernández, Fernández & Baptista, 2014). Por ello, se optó por un diseño de investigación causal que combina datos de tipo transversales y longitudinales, donde se busca cuantificar la relación funcional entre la variable dependiente definida en la presente investigación como el desarrollo de los mercados financieros de Chile, Colombia y Perú (economía emergentes) y las variables independientes (apertura comercial, sistema institucional, Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias, factores financieros, estabilidad macroeconómica y capitalización bursátil) en el periodo 2011-2015. En ese sentido, el diseño de la presente investigación se puede representar esquemáticamente como:



Donde:

M = Muestra de datos.

O_x = Observación de las variables independientes en el país i (apertura comercial, sistema institucional, Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias, factores financieros, estabilidad macroeconómica y capitalización bursátil).

O_{yi} = Observación de la variable dependiente en el país i (mercados financieros).

i = Perú ($i=1$), Chile ($i=2$) y Colombia ($i=3$).

f = relación funcional entre las variables.

3.2. Unidad de análisis

La unidad de análisis estuvo constituida por los registros anuales durante el periodo 2011-2015 en Perú, Chile y Colombia, de las siguientes variables:

Variable dependiente:

Mercado financiero: la medición del mercado financiero se efectuó tomando como indicador proxy el volumen negociado (VOL) (millones de \$) de las siguientes bolsas de valores:

En Perú: Bolsa de Valores de Lima S. A. A.

En Chile: Bolsa de Comercio de Santiago.

En Colombia: Bolsa de Valores de Colombia.

Variables independientes:

Las variables independientes han sido seleccionadas tomando como referencia el trabajo de Mogrovejo (2005) y Cruz et al, (2017) quienes analizaron los factores que determinan la IED en una muestra de países latinoamericanos.

Apertura comercial (AC): Importaciones totales (millones de \$), y la tasa arancelaria aplicada promedio (porcentaje):

Estas variables expresan la preponderancia de las barreras al comercio exterior de un país que afectarían el flujo de IED (Cruz et al, 2017).

Sistema institucional (SI): Prima de riesgo país medido por el indicador de bonos de los países emergentes.

El riesgo-país constituye una variable que puede representar de forma indirecta el marco institucional de los países. La compleja dinámica social y política que caracteriza a muchos países emergentes se traduce en mayores o menores posibilidades de inversión y esto se refleja en los índices de riesgo país (Mogrovejo, 2005).

Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias (CL): Impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia (porcentaje).

Corresponde a una variable que puede facilitar o dificultar la estructura de costos y por ende el flujo de IED en un país (Mogrovejo, 2005).

Factores financieros (FF): Población Total, Tasa de interés activa que cobran los bancos por los préstamos a los inversionistas de primera línea (porcentaje)

Representan variables particulares y domesticas que pueden atraer el flujo de IED a un país (Cruz et al, 2017).

Estabilidad macroeconómica (EM): Índice tipo de cambio real efectivo (2010=100), Inversión Extranjera Directa como porcentaje del PBI (%), Índice de precios al consumidor (% de crecimiento anual).

Son variables que reflejan las condiciones de la economía del país huésped y que pueden afectar las expectativas de los inversores extranjeros (Mogrovejo, 2005).

3.3. Población de estudio

La población se definió como el Data Panel formado por el total de registros de las unidades de análisis durante el periodo 2011-2015 en los países emergentes de: Perú, Chile y Colombia.

3.4. Tamaño de muestra

En este caso por la naturaleza de la investigación se optó por una estrategia de tipo censal, es decir se trabajó con la totalidad de los registros disponibles.

3.5. Selección de muestra

La selección de la muestra correspondió a toda la población.

3.6. Técnicas de recolección de datos

La recolección de datos se efectuó mediante fuentes secundarias utilizando las bases de datos de diversas instituciones internacionales reconocidas y confiables. En la Tabla 3 se resume los indicadores y las fuentes de información utilizadas.

Tabla 3. Indicadores y fuentes de datos.

Variable	Indicador	Fuente
Mercados financieros	Volumen negociado de acciones (millones de \$)	Banco Mundial
Apertura comercial	Importaciones totales (millones de \$)	Banco Mundial
	Tasa arancelaria aplicada, promedio ponderado, productos manufacturados (porcentaje).	Banco Mundial
Factores de Riesgo	Riesgo país (indicador de bonos de países emergentes)	JP Morgan
Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias	Impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia (porcentaje)	Banco Mundial
Factores financieros	Población	Banco Mundial
	Total, Tasa de interés activa (porcentaje).	Banco Mundial
Estabilidad macroeconómica	Índice de precios al consumidor (Tasa de crecimiento anual)	Banco Mundial
	Inversión Extranjera Directa como porcentaje del PBI (%)	Banco Mundial
Desarrollo de mercado bursátil	Capitalización bursátil	Banco Mundial

Fuente. Elaboración propia.

Posteriormente, se construyó un Data Panel, con los datos de las variables para cada país emergente en estudio (Perú, Chile y Colombia) durante los años 2011-2015.

3.7. Análisis e interpretación de la información

Los datos del Data Panel fueron cargados en el programa Eviews 7 donde se realizó las estimaciones. Previamente, se diagnosticaron los datos en busca de valores anormales productos de shock económicos utilizando gráficas de líneas. Asimismo, se aplicó un análisis descriptivo a cada una de las variables en estudio mediante estadísticos descriptivos y prueba de igualdad de varianza.

Posteriormente, se estimó el modelo de data panel, para ello, se optó por una estimación de efectos fijos tanto a nivel de sección cruzada como de periodo utilizando el programa Eviews 7. Según Mayorga & Muñoz (2000), dicho modelo considera que existe un término constante diferente para cada individuo, y supone que los efectos individuales son independientes entre sí. En este sentido, los autores detallan que cuando se trabaja con una muestra de datos seleccionados a convivencia, lo más favorable es trabajar con modelos de efectos fijos.

La ecuación de regresión de los datos de panel, para un modelo de efectos fijos es la siguiente (León & Benavides, 2015).

$$Y_i = ia_i + b_1X_{1i} + b_2X_{2i} + \dots b_KX_{ki} + U_i;$$

para $i = 1, 2, \dots, N$ y $t = 1, 2, \dots, T$.

Dónde:

N = número de individuos o sección transversal

T = el número de períodos de tiempo.

X_{it} = es la variable independiente expresada como una combinación de sección transversal (países) y series temporales (2011-2015).

U_i = es el residuo individual que es la característica aleatoria de la observación de la unidad.

En la presente investigación la estimación con modelos con efectos fijos permite que cada país emergente posea su propio intercepto, controlando así las características que no varían con el tiempo (León & Benavides, 2015).

De igual manera, para comprobar si la elección del modelo de efectos fijos es adecuada frente a un modelo de efectos aleatorios, se efectuó la *prueba de redundancia de efectos fijos*, la cual utiliza como hipótesis nula (H_0) que el modelo de efectos aleatorio explica de mejor forma la variable dependiente, utilizando como estadístico de prueba una prueba Chi Cuadrado (Mayorga & Muñoz, 2000).

Por otra parte, para seleccionar el modelo desde un punto de vista teórico, se utilizó los siguientes signos esperados de la estimación:

Tabla 4. Signos teóricos esperados.

Variable	Indicador	Signo
Apertura comercial	Importaciones totales	+
	Tasa arancelaria aplicada	-
Factores de Riesgo	Prima de riesgo país	-
	Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias	-
Factores financieros	Población	+
	Tasa de interés activa	-
Estabilidad macroeconómica	Variación anual del Índice de precios al consumidor	-
	Inversión Extranjera Directa como porcentaje del PBI (%)	+
Desarrollo de mercado bursátil	Capitalización bursátil	+

Fuente. Elaboración propia.

Se examinó desde un enfoque estadístico el valor del R^2 ajustado y de la significación de la prueba F como medida de ajuste global.

Finalmente, el modelo fue validado mediante los criterios econométricos de significancia de los coeficientes individuales o betas, prueba de autocorrelación (correlograma de residuos), prueba de heterocedasticidad (test de Barlett, Levene y Brow-Forythe) y la normalidad de los residuos (Test de Jarque-Bera).

CAPÍTULO 4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

4.1. Análisis, interpretación y discusión de resultados

La Tabla 5, muestra el Data Panel elaborado con las variables evaluadas. Dichas variables fueron codificadas según la siguiente nomenclatura:

- PAIS, se refiere a la sección cruzada k donde k= 1= Chile, 2=Colombia y 3=Perú.
- AÑO, es el año i evaluado, siendo i=2011... 2015.
- VOL_{ki}, indica el volumen de acciones negociadas por las bolsas de valores del país k en el año i (millones de \$).
- IMP_{k1}, indica las importaciones de bienes (bs) y servicios (ss) del país k en el año i (millones de \$).
- TAR_{ki}, indica la tasa arancelaria de productos manufacturados del país k en el año i (%).
- RIESGO_{ki}, indica la prima de riesgo del país k en el año i (%).
- ILAB_{ki}, Indica los Impuestos laborales y contribuciones del país k en el año i (como % de las ganancias comerciales).
- POB_{ki}, indica la población total del país k en el año i.

- TIA_{ki} , indica la tasa de interés activa del país k en el año i (%).
- ITC_{ki} , indica el índice de tipo de cambio efectivo del país k en el año i (año base 2010).
- $IED2_{ki}$, Inversión Extranjera Directa como porcentaje del PBI del país k en el año i (%).
- IPC_{ki} , Índice de Precios al consumidor del país k en el año i (%).
- CAP_{ki} , Capitalización bursátil de las empresas nacionales que cotizan en bolsa (millones de dólares corrientes)

Tabla 5. Data Panel.

PAIS	AÑO	VOL	IMP	TAR	RIESGO	ILAB	POB	TIA	ITC	IED2	IPC	CAPI
1	2011	51266.63	86884.94	2.00	1.45	3.80	17233576.00	9.00	100.70	0.0957360	3.34	270289
1	2012	46491.89	91222.24	1.70	1.51	3.80	17400347.00	10.10	102.90	0.1134033	3.01	313325
1	2013	41226.99	91237.69	5.90	1.54	3.80	17571507.00	9.30	101.30	0.0748062	1.79	265150
1	2014	27130.87	83794.98	0.60	1.43	5.30	17758959.00	8.10	91.90	0.0911035	4.72	233245
1	2015	19674.57	72190.11	0.60	1.85	5.30	17969353.00	5.50	91.00	0.0863221	4.35	190352
2	2011	25946.34	67639.08	5.60	1.58	28.80	45663099.00	11.20	100.10	0.0437931	3.42	201296
2	2012	32202.94	74272.98	4.60	1.48	28.80	46076848.00	12.60	105.30	0.0405838	3.17	262101
2	2013	20409.20	76041.74	4.60	1.58	28.80	46497267.00	11.00	101.30	0.0424478	2.02	202693
2	2014	17216.00	79472.43	4.30	1.67	30.10	46969209.00	10.90	95.90	0.0424206	2.90	146746
2	2015	11586.53	66651.33	6.00	2.50	18.60	47520667.00	11.40	77.60	0.0399453	4.99	85955
3	2011	5176.17	43774.37	1.90	1.74	11.00	29264318.00	18.70	91.40	0.0447263	3.37	81878
3	2012	5278.84	48490.29	1.90	1.57	11.00	29506788.00	19.20	86.20	0.0707114	3.66	102617
3	2013	3173.10	50251.30	1.90	1.59	11.00	29773987.00	18.10	87.10	0.0488429	2.81	80978
3	2014	3227.69	48683.69	1.80	1.62	11.00	30090359.00	15.70	90.10	0.0195535	3.24	78840
3	2015	1451.05	45316.86	2.20	2.01	11.00	30470734.00	16.10	97.70	0.0438133	3.55	56556

Fuente. Data Banco Mundial (2019) y JP Morgan (2019) - (Elaboración propia)

Para poder alcanzar el objetivo general de la presente investigación, ‘determinar la influencia de los factores de decisión de inversión directa en el ‘desarrollo de los mercados financieros’ de Perú, Chile y Colombia (economías emergentes), en el período 2011-2015’, se tomó como variable proxy del comportamiento de los mercados financieros, el volumen de acciones negociadas en las principales bolsas de valores de los tres países emergentes evaluados, siendo la variable dependiente del estudio.

Las variables independientes correspondieron a las variables restantes del Data Panel (IMP, TAR, RIESGO, ILAB, POB, TIA, ITC, IED2, IPC, CAPI).

Los pasos utilizados para efectuar el análisis e interpretación de resultados fueron:

- 1) Primeramente, se efectuó un análisis gráfico de cada variable discriminada por país, para amaizar el comportamiento de la serie en cada país (Figura 6).

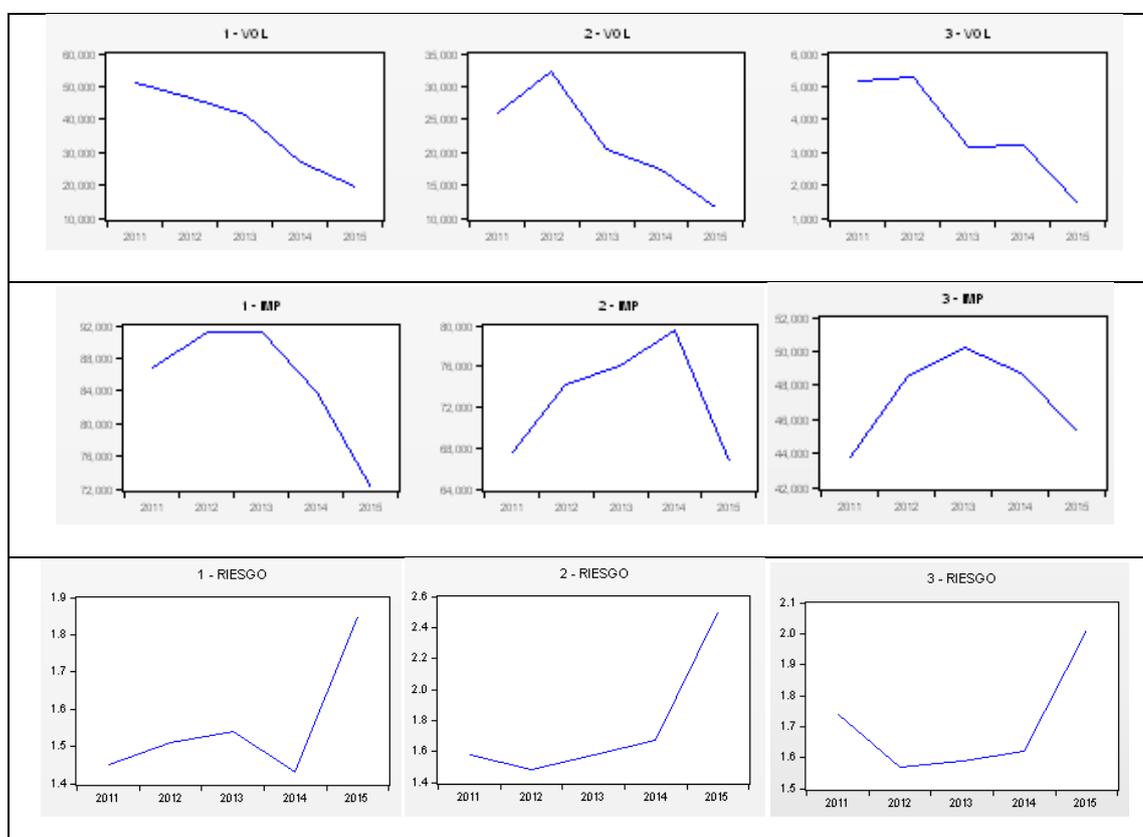
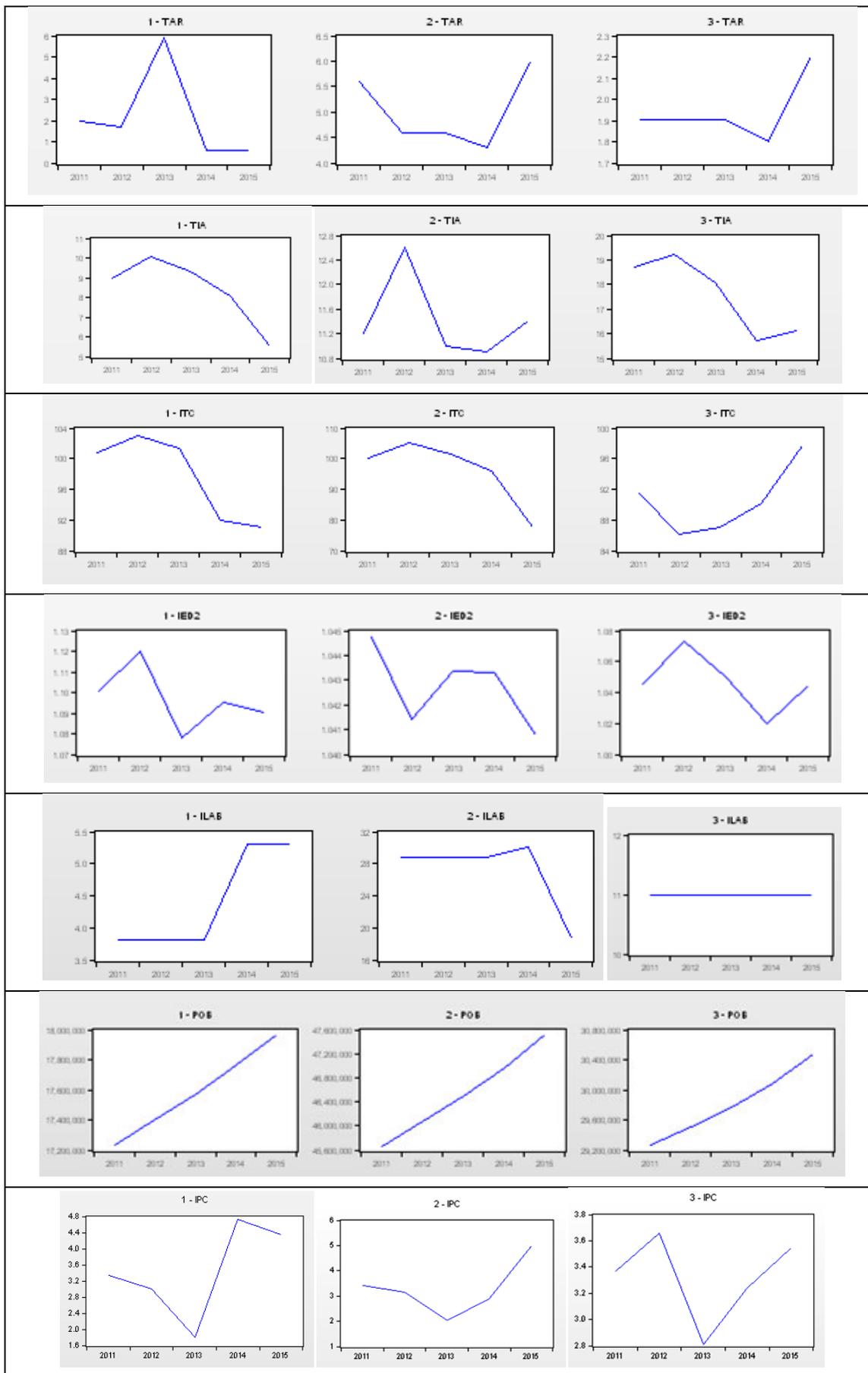


Figura 6. Datos originales para cada país evaluado. Fuente. Elaboración propia.



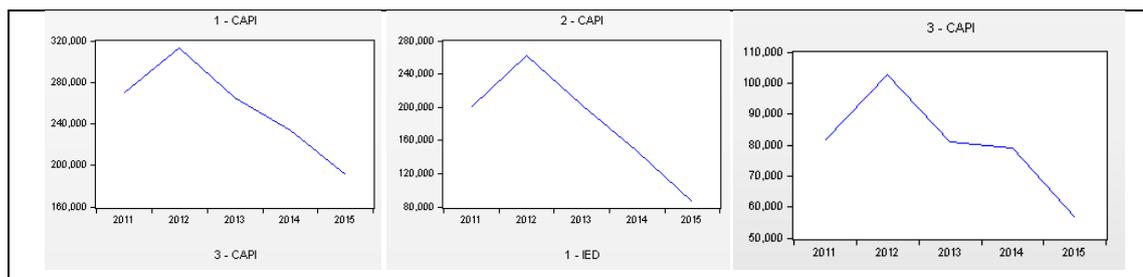


Figura 6. Datos originales para cada país evaluado. Fuente. Elaboración propia.

De la Figura 6 se tiene:

- La variable dependiente (VOL) tiene una clara tendencia descendente en los tres países estudiados.
- Las variables IMP, RIESGO, TAR, TIA, ITC, IED2, POB, IPC, CAPI no presentan patrones erráticos, semi-constantes o no coherentes entre sí para cada país, lo cual las hace candidatas a incluirse en el modelo de data panel.
- La variable ILAB tiene un comportamiento errático o constante entre los países evaluados.

2) Posteriormente, se efectuó la matriz de correlación entre la variable dependiente y las variables independientes seleccionadas.

Tabla 6. Matriz de correlación.

	VOL	IMP	TAR	TIA	ITC	IED2	ILAB	POB	RIESGO	IPC	CAPI
VOL	1.00	0.90	0.16	-0.70	0.66	0.68	-0.18	-0.35	-0.46	-0.23	0.96
IMP	0.90	1.00	0.24	-0.85	0.52	0.61	-0.06	-0.22	-0.33	-0.18	0.90
TAR	0.16	0.24	1.00	-0.12	0.17	-0.43	0.63	0.67	0.26	-0.32	0.11
TIA	-0.70	-0.85	-0.12	1.00	-0.33	-0.51	0.08	0.22	0.07	-0.14	-0.71
ITC	0.66	0.52	0.17	-0.33	1.00	0.23	0.17	-0.07	-0.62	-0.61	0.71
IED2	0.68	0.61	-0.43	-0.51	0.23	1.00	-0.66	-0.76	-0.35	0.12	0.67
ILAB	-0.18	-0.06	0.63	0.08	0.17	-0.66	1.00	0.95	0.09	-0.18	-0.11
POB	-0.35	-0.22	0.67	0.22	-0.07	-0.76	0.95	1.00	0.34	-0.05	-0.31
RIESGO	-0.46	-0.33	0.26	0.07	-0.62	-0.35	0.09	0.34	1.00	0.51	-0.57
IPC	-0.23	-0.18	-0.32	-0.14	-0.61	0.12	-0.18	-0.05	0.51	1.00	-0.25

Fuente. Elaboración propia.

De dicho análisis se obtuvo:

- Las variables IMP, TIA, ITC, IED2, RIESGO, CAPI registran los mejores valores de correlación con la variable dependiente haciéndolas candidatas a entrar en el modelo.
- Existe una alta correlación entre IMP y la TIA, que dificultaría la inclusión de las dos variables de forma simultánea en el modelo, por riesgos de multicolinealidad.
- En correspondencia con el modelo planteado, se seleccionó como variables de entrada:
 - 1) De apertura comercial: IMP, es decir, las importaciones totales.
 - 2) De factores de riesgo: variable RIESGO, es decir, la prima de riesgo país.
 - 3) De Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias: ILAB, es decir, los Impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia.
 - 4) De factores financieros: TIA, es decir, la tasa de interés activa.
 - 5) De estabilidad macroeconómica: IED2, es decir, la IED como porcentaje del PBI.
 - 6) De desarrollo del mercado bursátil: CAPI, es decir la capitalización bursátil de las empresas nacionales que cotizan en bolsa.

- 2) En esta etapa de los resultados, se estimó un modelo econométrico de datos panel con secciones cruzadas y periodos fijos con la siguiente forma funcional:

$$Vol_i = ia_i + b_1IMP_{1i} + b_2RIESGO_{2i} + b_3ILAB_{3i} + b_4TIA_{4i} + b_5IED2_{5i} + b_6CAPI_{6i} + U_i$$

Dependent Variable: VOL
 Method: Panel Least Squares
 Date: 08/03/21 Time: 13:30
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 3
 Total panel (balanced) observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IMP	1.332130	0.134513	9.903370	0.0100
RIESGO	-29760.52	7739.029	-3.845511	0.0615
ILAB	-1684.959	320.1868	-5.262425	0.0343
TIA	-658.1766	722.5305	-0.910933	0.4585
IED2	-145784.8	44186.40	-3.299313	0.0809
CAP1	0.037708	0.031378	1.201735	0.3525
C	159885.6	51929.30	3.078909	0.0913

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Period fixed (dummy variables)			
R-squared	0.999344	Mean dependent var	20763.92
Adjusted R-squared	0.995405	S.D. dependent var	16432.03
S.E. of regression	1113.902	Akaike info criterion	16.58756
Sum squared resid	2481555.	Schwarz criterion	17.20120
Log likelihood	-111.4067	Hannan-Quinn criter.	16.58102
F-statistic	253.7172	Durbin-Watson stat	3.001806
Prob(F-statistic)	0.003932		

Figura 7. **Modelo 1 estimado.** Fuente. *Elaboración propia.*

Tabla 7. **Resultados teóricos.**

Variable	Coefficiente	Signo esperado	Interpretación
IMP	1.332	Correcto	Al aumentar en 1 millón de \$ las importaciones, el volumen de acciones negociadas en los mercados bursátiles evaluados aumenta 1.32 millones de \$
RIESGO	-29760.42	Correcto	Al aumentar en 1 punto el riesgo país, el volumen de acciones negociadas en los mercados bursátiles evaluados disminuye 29760.2 millones de \$
ILAB	-1684.96	Correcto	Al aumentar en 1% los impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia, el volumen de acciones negociadas en los mercados bursátiles

			evaluados disminuye 1684.96 millones de \$
TIA	-658.18	Correcto	Al aumentar en 1% la tasa de interés activa, el volumen de acciones negociadas en los mercados bursátiles evaluados disminuye 658.18 millones de \$.
IED2	-145784.8	Parcialmente correcto	Al aumentar en 1% el porcentaje de la IED sobre el PBI, el volumen de acciones negociadas en los mercados bursátiles evaluados disminuye 145784.8 millones de \$. Esto si bien contradice el signo esperado según la teoría de inversión analizada, ello puede obedecer a que la inversión extranjera directa tuvo un comportamiento especulativo en el mercado financiero, sin una tendencia estable a largo plazo, asimismo, dado que una buena parte de la inversión extranjera directa se destina al sector público, afecta en menor medida al sector privado que cotiza en la bolsa de valores y sus expectativas de ganancia.
CAP1	0.037708	Correcto	Al aumentar un millón de dólares la magnitud de la capitalización bursátil de las empresas nacionales que cotizan en bolsa se incrementa el volumen negociado en 0.037708 millones de \$.

Fuente. Elaboración propia.

4.2. Pruebas de hipótesis

4.2.1. Prueba de hipótesis 1 sobre la apertura comercial.

$H_0=B_1=0$ (no existe relación entre las importaciones y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_1\neq 0$ (existe relación entre las importaciones y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que

$0.0010 < 0.05$ se rechaza la H_0 , es decir, existe relación significativa entre las importaciones y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Según Cruz et al (2017) y Mogrovejo (2005) las importaciones son un indicador de la apertura comercial, la cual facilita la adquisición de activos e insumos específicos a las empresas, favoreciendo sus operaciones y por ende mejorando su expectativa de ganancia en los mercados de valores, de hecho, la Figura 6 reveló que las estadísticas del total de importaciones disminuyeron en los países analizados en el data panel desde el año 2013 al igual que el volumen de acciones negociadas.

4.2.2. Prueba de hipótesis 2 sobre los factores de riesgo

$H_0=B_2=0$ (no existe relación entre el riesgo país y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_2\neq 0$ (existe relación entre el riesgo país y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que

$0.0615 > 0.05$ se acepta la H_0 , es decir, no existe relación significativa entre el riesgo país y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Contrariamente, Cruz et al (2017) señalaron que el riesgo país es un factor determinante que puede atraer o repeler las inversiones reflejando la inestabilidad política, conflictos de las instituciones o corrupción de los funcionarios públicos. De igual forma, se observó en la Figura 6 que las estadísticas del riesgo país de los países de la data panel reflejaron un incremento en el periodo 2013-2015, desestimulando el volumen de acciones negociadas el cual también reflejó un comportamiento a la baja.

4.2.3. Prueba de hipótesis 3 sobre los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias

$H_0=B_3=0$ (no existe relación entre los impuestos laborales como contribuciones sobre la ganancia y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_3 \neq 0$ (existe relación entre los impuestos laborales como contribuciones sobre la ganancia y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que

$0.0343 < 0.05$ se rechaza la H_0 , es decir, existe relación significativa entre los impuestos laborales como contribuciones sobre la ganancia y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Es decir, que los factores impositivos resultan determinantes en el modelo. Sin embargo, al respecto, Mogrovejo (2005) reseñó que los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias no han sido significativos en los modelos que explican la IED en América Latina. Dicho contraste puede deberse, como señala la Figura 6, a la existencia de comportamientos

desiguales que reflejan las diferentes legislaciones laborales en los países el data panel estudiado.

4.2.4 Prueba de hipótesis 4 sobre factores financieros

$H_0=B_4=0$ (no existe relación entre la tasa de interés activa y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_4\neq 0$ (existe relación entre la tasa de interés activa y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que

$0.4585 > 0.05$ se acepta la H_0 , es decir, no existe relación significativa entre la tasa de interés activo y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Al respecto, Cruz et al (2017) incluye a la tasa de interés como una variable que atrae la IED, no obstante el comportamiento de la misma no influyó en el volumen de acciones negociadas, ello a pesar de la baja en la tasa de interés en los países del data panel estudiado.

4.2.5 Prueba de hipótesis 5 sobre la estabilidad macroeconómica

$H_0=B_5=0$ (no existe relación entre la IED como porcentaje del PBI y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_5\neq 0$ (existe relación entre la IED como porcentaje del PBI y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que $0.08 > 0.05$ se acepta la H_0 , es decir, no existe relación significativa entre la IED como porcentaje del PBI y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Al respecto, Jiménez (2013) puntualiza que el crecimiento del PBI es un factor que atrae la IED, en este marco, sin embargo, las estadísticas de los países del data panel estudiado corroboran la tendencia un tanto errática hacia la baja del ratio de IED/PBI y el total del volumen de acciones negociadas.

4.2.5 Prueba de hipótesis 6 sobre el desarrollo del mercado bursátil

$H_0=B_5=0$ (no existe relación entre el desarrollo del mercado bursátil y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

$H_1=B_5 \neq 0$ (existe relación entre el desarrollo del mercado bursátil y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia bilateral del coeficiente individual es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que $0.3525 > 0.05$ se acepta la H_0 , es decir, no existe relación significativa entre la capitalización y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores. Dicho resultado puede explicarse por la poca habilidad de movilizar capital que sufrieron las bolsas en dicho periodo (Borges et al., 2012).

Validación estadística

A. Hipótesis de ajuste global:

H_0 =Todos los $B_k=0$ (el modelo en su forma global no es significativo, es decir no explica a la variable dependiente).

H_1 =Al menos un $B_k \neq 0$ (el modelo en su forma global es significativo, es decir explica a la variable dependiente).

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia global del modelo medido con la prueba F es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Dado que el resultado muestra que la significancia bilateral de la Prueba F < 0.05 se tiene un buen ajuste global (Figura 7).

B. Coeficiente de determinación ajustado.

Se obtuvo un R^2 ajustado de 0.9934, es decir, es explicativo de las variaciones en el volumen de acciones negociados de acuerdo al modelo estimado.

Validación econométrica

A. Hipótesis de efecto fijo redundante:

H_0 =El efecto fijo en la sección cruzada y en el periodo es redundante.

H_1 =El efecto fijo en la sección cruzada y en el periodo no es redundante.

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si la significancia es menor igual al nivel de significancia fijado se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Al examinar el test de efecto fijo redundante, se obtuvo un rechazo a la hipótesis nula de redundancia del efecto fijo tanto para la sección cruzada como para el periodo de forma individual y conjunta ($p < 0.05$). Esto indica que, el modelo de efectos fijos es adecuado para recoger la heterogeneidad latente tanto a nivel de país como de cada año estudiado (Figura 8).

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: EQ06_FINAL
Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.576086	(2,2)	0.0345
Cross-section Chi-square	35.378932	2	0.0000
Period F	40.509126	(4,2)	0.0242
Period Chi-square	66.104127	4	0.0000
Cross-Section/Period F	27.891625	(6,2)	0.0350
Cross-Section/Period Chi-square	66.582284	6	0.0000

Figura 8. Test de efecto fijo redundante. Fuente: Elaboración propia.

B. Hipótesis de autocorrelación:

H_0 =Existe autocorrelación.

H_1 =No existe autocorrelación.

Nivel de significancia: 0.05

Regla de decisión: si el correlograma de residuos se sale de las bandas se rechaza la H_0 , de lo contrario se acepta.

Nivel de significancia: 0.05

No existen indicios de autocorrelación en los residuos, pues el correlograma de los residuos se mantiene en las bandas de confianza hasta cuatro rezagos (Figura 9).

Date: 08/03/21 Time: 14:23
 Sample: 2011 2015
 Included observations: 15

Autocorrelation			Partial Correlation			AC	PAC	Q-Stat	Prob	
						1	-0.075	-0.075	0.1021	0.749
						2	-0.126	-0.132	0.4116	0.814
						3	-0.183	-0.208	1.1207	0.772
						4	-0.115	-0.182	1.4291	0.839

Figura 9. Correlograma de residuos. Fuente: Elaboración propia.

Hipótesis de heterocedasticidad:

H_0 =Existe heterocedasticidad.

H_1 =No existe heterocedasticidad.

El modelo no presenta problemas de heterocedasticidad, aceptando la Hipótesis nula de igualdad de varianza de los residuos para todos los países en las pruebas de Levene y Brow-Forythe ($p > 0.05$).

EViews - [Series: RESID, Workfile: PANELDATA2:Untitled]

File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stats Ident

Test for Equality of Variances of RESID
 Categorized by values of RESID
 Date: 08/03/21 Time: 14:33
 Sample: 2011 2015
 Included observations: 15

Method	df	Value	Probability
Bartlett	2	0.466918	0.7918
Levene	(2, 12)	0.761940	0.4881
Brown-Forsythe	(2, 12)	0.379935	0.6918

Category Statistics

RESID	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
[-5000, 0)	9	1325.925	1007.209	999.6901
[0, 5000)	5	1781.076	1234.144	1013.352
[10000, 15...]	1	NA	0.000000	0.000000
All	15	3874.139	1015.707	937.5979

Bartlett weighted standard deviation: 1493.138

Figura 10. Prueba de igualdad de varianza. Fuente: Elaboración propia.

D. Hipótesis de normalidad en los residuos

H_0 =Los residuos siguen una distribución normal.

H_1 =Los residuos no siguen una distribución normal.

Se rechaza la Hipótesis nula de normalidad de los residuos del modelo para todos los países según la prueba de Jarque-Bera ($p \leq 0.05$), esto se explica por el tipo de modelo estimado (data panel).

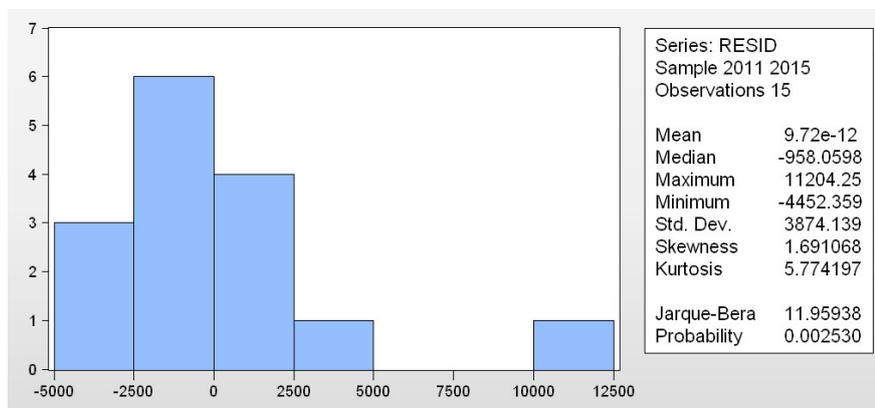


Figura 11. Prueba de normalidad. Fuente: Elaboración propia.

E. Gráfico de residuos

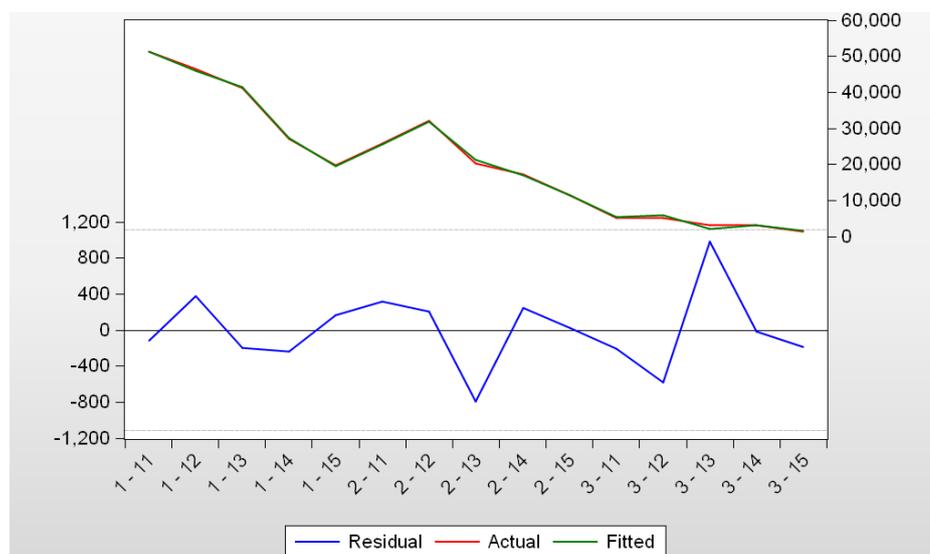


Figura 12. Residuos estimados. Fuente: Elaboración propia.

Los residuos se encuentran entre las bandas de confianza, por tanto, el modelo tiene buen ajuste.

4.3. Presentación de resultados

El primer objetivo específico que perseguía la investigación es lograr identificar la incidencia de la apertura comercial en la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015, en este sentido, el modelo econométrico estimado evidenció que el indicador de importaciones totales ejerce un rol directo y significativo sobre el volumen de acciones negociadas en las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú ($p < 0.05$). Dicho efecto se explicaría, pues las importaciones de bienes y servicios alentarían (o frenarían) el crecimiento económico del sector privado y esto a su vez estimularía una mayor (o menor) expectativa de ganancia en las firmas privadas que cotizan en la bolsa de valores, lo cual a la postre se traduciría en los mercados de valores en un mayor volumen de acciones negociadas. Al respecto, Cruz, Castillo & Pico (2017) afirman que, el grado de desarrollo del sector externo posee una influencia directa sobre la inversión extranjera directa en los países latinoamericanos, haciéndolos más propensos para arriesgar capitales.

El segundo objetivo específico trazado era determinar la influencia de los factores de riesgo en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. Dicha influencia fue medida por el riesgo país y no resultó significativa. Por citar un trabajo consistente con este resultado, según Pedrozo (2018), la conflictividad e inestabilidad, factores vinculadas al riesgo, afectó el mercado bursátil colombiano, sin embargo, no fue incorporada dicha variable en su modelo..

En cuanto al tercer objetivo de determinar la influencia de los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. Se obtuvo que, la variable seleccionada como proxy (impuestos laborales como porcentaje de la ganancia de empresas

privadas), si fue significativa ($p \leq 0.05$). No obstante, según la literatura consultada los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias, aunque inciden directamente en la posibilidad de inversión de las empresas, no parecen ser un factor que afecte de forma significativa el volumen negociado de acciones en los países emergentes estudiados. Dicho comportamiento contradice lo reportado por Mogrovejo (2005) afirmando que los costes laborales como contribuciones sobre las ganancias no resultaron estadísticamente significativos en todos los modelos evaluados.

En relación al cuarto objetivo que buscaba medir la influencia de la disponibilidad de factores financieros en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. En este sentido, la tasa de interés activa (como indicador del factor productivo capital), no resultó significativa ($p > 0.05$) para explicar el comportamiento del volumen de acciones negociadas en los mercados de valores de los países emergentes evaluados. Al respecto, Bolaños, Burneo, Galindo & Berggrun (2015) encontraron que el volumen negociado de acciones del mercado emergentes en América Latina (MILA) viene en descenso, sugiriendo ampliar los estudios del efecto de la tasa de interés activa. Para el estudio surge la disyuntiva si los mercados intermediarios versus los mercados accionarios se pueden identificar como sustitutos o complementarios, según el resultado va por el primer concepto lo cual no es el ideal dado que la teoría sobre el tema, el proceso de emisión de acciones al ser lento y con un nivel de profundidad limitado enfrenta la competencia del sector bancario como una opción rápida e incluso relativamente económica en el periodo estudiado.

El quinto objetivo buscaba medir la influencia de la estabilidad macroeconómica en el desarrollo de los mercados financieros de Chile, Colombia y Perú (economías emergentes), en el período 2011 al 2015. En este sentido, se encontró que la inversión extranjera directa como porcentaje del PBI, no explica el comportamiento del volumen de acciones negociadas en las bolsas de valores de los países emergentes ($p > 0.05$). Esto puede explicarse por el hecho que tradicionalmente la IED en las economías de los

países estudiados se ha orientado al sector minero y de hidrocarburos, el cual fue afectado por las fluctuaciones a la baja de las materias primas, desalentando así la tasa de reinversión extranjera y dinamizando en menor medida los mercados financieros locales (CEPAL, 2016).

En efecto, según Pedrozo (2015) en el caso colombiano se evidenció que los flujos de inversión extranjera que entran al mercado de valores colombiano son de corto plazo y de tipo especulativo haciendo que la relación entre el volumen negociado y la inversión extranjera sea no significativa. Este resultado contradice el encontrado por Mamani (2019) quien reportó que las inversiones extranjeras han efectuado proyectos de exploración y producción en zonas del interior del Perú, dinamizando el volumen de transacciones negociadas en las empresas mineras que cotizan en la bolsa de valores de Lima. Pero cabe enfatizar que en ningún caso se rompe la falta de profundidad, iliquidez y concentración.

En cuanto al sexto objetivo de la investigación centrado en establecer cómo ha sido la incidencia de la capitalización bursátil en la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015, no se encontraron evidencias de una relación significativa con volumen de acciones negociadas en las bolsas de valores de los países emergentes. Estos hallazgos pudieran explicarse por la poca habilidad de movilizar capital que sufrieron las bolsas en dicho periodo y la tendencia a la baja de los mercados (Borges et al., 2012), sin embargo, es un resultado que pudiera ampliarse en investigaciones posteriores dada la evolución de los mercados y a las nuevas condiciones y evolución de los mismos.

CONCLUSIONES

La presente investigación se trazó como primer objetivo específico establecer como ha incidido la apertura comercial en el desarrollo de los mercados financieros de Chile, Colombia y Perú (economías emergentes), en el período 2011 al 2015, dicha variable fue medida mediante las importaciones totales de bienes y servicios, resultando significativa y con un efecto positivo sobre el volumen de acciones negociadas en los mercados de valores de los países estudiados. La apertura comercial surgió como un factor que puede alentar el crecimiento económico de las firmas del sector privado, y esto a su vez, estimularía una mayor expectativa de ganancia de las empresas que cotizan en las bolsas, lo cual incide de forma positiva sobre el volumen de acciones negociadas en los mercados de valores de dichos países.

El segundo objetivo específico de la investigación fue determinar la influencia de los factores de riesgo sobre la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. Dicha influencia fue estimada mediante la variable riesgo país, la cual no resultó significativa, sin embargo, no se debe descuidar el análisis de las condiciones económica, política y jurídica así como contar con sólidas instituciones, escenario que permite mitigar los riesgos a las inversiones y su efecto en el desarrollo de los mercados.

En referencia al tercer objetivo el cual estaba enfocado a determinar la influencia de los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias en la evolución de los mercados financieros de Chile, Colombia y Perú (economías emergentes), en el período 2011 al 2015. Se obtuvo que, las variables seleccionadas como proxy, si resultaron significativas para explicar el comportamiento del volumen de acciones negociadas, por tanto, se deben tener en cuenta para explicar el comportamiento del sector

financiero. Es decir, el efecto de la carga impositiva, al incidir sobre los beneficios de las inversiones, resulta un factor relevante para las inversiones cuyo efecto se transmite a la actividad bursátil.

El cuarto objetivo fue establecer como ha incidido la disponibilidad de factores financieros en la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes de Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. Al respecto, la variable tasa de interés activa no resultó significativa para explicar las variaciones en el volumen de acciones negociadas en los mercados de valores de los países que emergentes evaluados. Sobre esta última variable, se percibe que la tasa de interés activa centra su efecto sobre el crédito financiero bancario y no sobre el mercado de valores de los países estudiados. Es decir, podemos interpretar el resultado como el sector bancario como alternativo mas no como complementario del mercado bursátil ni de capitales.

El quinto objetivo orientado a establecer la incidencia de la estabilidad macroeconómica en la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015. Se evidenció que, el indicador de inversión extranjera directa como porcentaje del PBI, no explica de forma significativa el comportamiento del volumen de acciones negociadas en las bolsas de valores de los países emergentes ($p > 0.05$). Siendo atribuido al hecho que buena parte de la IED que entra a dichos países y que tradicionalmente se orienta al sector de minería metálica e hidrocarburos, se visto reducida y desalentada por las fluctuaciones de precios los minerales metálicos e hidrocarburos, afectando en menor medida el volumen de acciones negociadas en el mercado de valores.

En cuanto al sexto objetivo de la investigación centrado en establecer la incidencia de la capitalización bursátil en la evolución de los mercados financieros de las economías emergentes Chile, Colombia y Perú, en el período 2011 al 2015, no se encontraron evidencias de una relación significativa con volumen de acciones negociadas en las bolsas de valores de los países emergentes, ello debe ampliarse en investigaciones posteriores con datos más recientes.

Por tanto, acorde a la teoría económica y las bases teóricas sobre el tema, los factores determinantes y relevantes según el modelo, son explicados por la apertura de las economías estudiadas, cuya incidencia transmite sus resultados en la actividad bursátil y en relación con el mercado de capitales. Otra conclusión fundamental, se relaciona con la significancia de la carga impositiva sobre los beneficios, las inversiones son sensibles y ello queda determinado en los resultados del modelo, entonces se transmiten en los niveles de inversión en cada país en estudio con el consecuente efecto en los niveles de actividad bursátil, la cual se encuentra relacionada al mercado de capitales.

RECOMENDACIONES

Al resultar la apertura comercial, un factor que explica el comportamiento del mercado de valores en los países estudiados, se recomienda a los gobiernos seguir afinando los mecanismos y políticas para que se consolide el comercio internacional en los países emergentes estudiados. De igual manera, se recomienda en futuras investigaciones profundizar el efecto de los diversos tipos de importaciones sobre el volumen de acciones negociadas en el mercado de valores.

Por otra parte, se recomienda la creación de índices que permitan estudiar de forma, más o menos homogénea, los factores determinantes del nivel riesgo sobre las inversiones de los países emergentes estudiados. De esta manera, queda abierta una nueva línea de investigación al respecto.

Dado que los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias resultaron una variable significativa en el volumen de acciones negociadas, se recomienda seguir profundizando en investigaciones conexas los mecanismos indirectos por medio de los cuales dicha variable afecta las expectativas de ganancia empresarial de las empresas que cotizan en la bolsa de valores. Dado que se ha concluido sobre su nivel de transmisión a través de su incidencia en las decisiones de inversión y su efecto en el nivel de actividad del mercado bursátil y por ende con efecto sobre el de capitales, se recomienda profundizar sobre su relevancia en la toma de decisiones, sobre todo si se considera sobre inversiones rentables y que tienen un nivel adecuado de estabilidad lo cual genera efectos mas sostenibles sobre la economía y sus mercados.

Dado el efecto no significativo de la tasa de interés activa, se recomienda en estudios complementarios incluir en los modelos de data panel la variable financiera crédito al sector privado, con la finalidad de determinar si representa

un segmento de mercado financiero competitivo o complementario del mercado de valores.

Se recomienda al Estado revisar los mecanismos de IED en los mercados de valores con el fin de evitar los efectos de los capitales especulativos. Asimismo, se recomienda a los futuros investigadores desarrollar enfoques que aborden dicha problemática.

Se sugiere ampliar las investigaciones referidas a la capitalización bursátil en los mercados emergentes evaluados con datos más específicos que identifiquen que factores que mantiene las carencias comunes de los mercados de capitales estudiados como son la falta de profundidad, de liquidez, así como su alto nivel de concentración, factores que limitan la evolución esperada de sus mercados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alianza del Pacífico. (2015). *La Alianza del Pacífico, integración profunda con miras a la prosperidad*. Lima: Alianza del Pacífico.
- Agudelo, D., & Peláez, J. (2017). Determinantes y pronóstico de la actividad bursátil para el mercado accionario colombiano. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(44), 4-28. Recuperado de: <http://www.scielo.org.pe/pdf/jefas/v23n44/a02v23n44.pdf>
- Asobancaria, (2020). ¿Qué es el riesgo país y como lo afecta? Recuperado de: <https://www.sabermassermas.com/que-riesgo-pais-como-afecta/>
- Banco Mundial. (2018). *Base estadística del Banco Mundial*. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NE.GDI.TOTL.ZS?view=chart>
- BCRP. (2016). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018*. Recuperado de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2016/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2016.pdf>
- Bolanos, E. R. L., Burneo, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 20(39), 74-83. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/3607/360743432002.pdf>
- Bolsa de Valores de El Salvador, (2021). *Índice de Capitalización Bursátil*. Recuperado de: <https://www.bolsadevalores.com.sv/index.php/centro-de-informacion/educacion-bursatil/glosario/indice-de-capitalizacion-bursatil>
- Borges, M., Landaberry, M. y Licandro, G. (2012). Determinantes del Desarrollo de mercados financieros privados: ¿qué pueden decirnos los datos? *Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay*, 6 (2012), 2-31. <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/6.2012.pdf>
- Brugger, S. y Ortiz, E. (2012). Mercados accionarios y su relación con la economía real en América Latina. *Revista Latinoamericana de Economía*, 43 (168), 63-93. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/118/11822277004.pdf>
- CEPAL. (2016). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile: CEPAL.

- CEPAL. (2018). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Evolución de la inversión en América Latina y el Caribe: hechos estilizados, determinantes y desafíos de política*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Colls, F. (2020). *Coste laboral*. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/coste-laboral.html>
- Coq, D. (2005). La Economía vista desde un Angulo Epistemológico: De la economía a la economía política; del estructuralismo a la complejidad. Cinta de Moebio. *Revista de Epistemología de Ciencias Sociales*, (22) 1-20. Recuperado de <http://www2.facso.uchile.cl/publicaciones/moebio/>
- Cruz, M., Castillo, P., & Pico, B. (2017). Los factores principales de la inversión extranjera directa en algunos países de América Latina. *Revista de Investigación en Ciencias Contables y Administrativas*, 2(1). Recuperado de <https://ricca.umich.mx/index.php/ricca/article/view/27/30>
- De Gregorio, J. (2007). *Macroeconomía intermedia*. México: Pearson Educación.
- Financial Time Stock Exchange 100. (2019). *FTSE Equity Country Classification*. Reino Unido: FTSE.
- Flepp, R., Nüesch, S., & Franck, E. (2017). The liquidity advantage of the quote-driven market: Evidence from the betting industry. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 64, 306-317. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976916300631>
- Galicia, S., Cárdenas, M. y Rivas, L. (2017). Las bolsas de valores de los países afiliados al Mercado Integral Latinoamericano (Colombia, Chile, Perú y México). *Memoria del XI Congreso de la Red Internacional de Investigadores en Competitividad*, 11(17). 1819-1833. Recuperado de: <https://www.riico.net/index.php/riico/article/view/1534/1194>
- Galindo, M., y Castaño, M. (2008). *Diccionario de economía aplicada: Política económica, economía mundial y estructura económica*. España: Ecobook.
- García, P. (2018). *¿Qué es el Factor Financiero?* Recuperado de: <https://factorfinanciero.com/que-es-el-factor-financiero/>
- Gestión Digital, (2019). *Diferencia entre tasa de interés activa y pasiva*. Recuperado de: <https://revistagestion.ec/cifras/diferencia-entre-tasa-de-interes-activa-y-pasiva>
- Gujarati, D., & Porter, D. (2011). *Econometría Básica*. (5a ed.). México: McGraw-Hill.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2014). *Metodología de la investigación*. (6ta ed.). México: McGraw-Hill.

- Hollensen, S., & Arteaga, J. (2010). *Estrategias De Marketing Internacional*. (4ta ed.). México: Prentice Hall.
- Horna, I. (2020). Perspectivas del financiamiento corporativo y el mercado de valores del Perú. *Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 10(19), 135-152. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/journal/5045/504562644008/html/>
- IG Group, (2018). *Inversión extranjera directa (definición)*. Recuperado de: <https://www.ig.com/es/glosario-trading/definicion-de-inversion-extranjera-directa#information-banner-dismiss>
- Jiménez, E. (2013). El mercado bursátil y las cooperativas. *Cooperativismo & Desarrollo*, 21(102), 7-26. Recuperado de: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4866374.pdf>
- Jiménez, A. (2018). *Estos son los principales riesgos de toda inversión*. Recuperado de: <https://www.zaplo.es/blog/principales-riesgos-inversion/>
- JP-Morgan (2019). *Riesgo País EMBI. América Latina, serie histórica*. Recuperado de <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>
- Kemboi, J. K., y Tarus, D. K. (2012). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(5), 57-68. <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/2124/2105>
- Lee, H. S., Cheng, F. F., & Chong, S. C. (2016). Markowitz portfolio theory and capital asset pricing model for Kuala Lumpur stock exchange: A case revisited. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3S), 59-65. Recuperado de <http://psas.upm.edu.my/upmsage/wpcontent/uploads/2017/04/paper8.pdf>
- Lensink, R., Bo, H., & Sterken, E. (2001). *Investment, capital market imperfections, and uncertainty: Theory and empirical results*. London: Edward Elgar Publishing.
- Ludeña, L. (2015). Teoría económica para economías emergentes. *Revista cultura*, 28(1), 223-247. Recuperado de http://www.revistacultura.com.pe/imagenes/pdf/28_7.pdf
- Ludlow, J. y Mota, B. (2006). Volatilidad del IPC, Nasdaq y S&P500: un modelo Garch multivariado. *Análisis Económico*, 48(3), 215-227. <https://www.redalyc.org/pdf/413/41304811.pdf>
- Mamani, L. (2019). *El Índice de las Acciones de las Empresas Mineras y su Influencia en la Rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima, Periodo 2014–2017*. (Tesis de pregrado). Recuperado de <http://repositorio.upt.edu.pe/handle/UPT/779>

- Mankiw, N. (2014). *Macroeconomía*. México: Antoni Bosch editor.
- Martín, J., & Trujillo, A. (2004): *Manual de mercados financieros*. México: Thomson.
- Mayorga, M., & Muñoz, E. (2000). *La técnica de datos de panel una guía para su uso e interpretación*. Banco Central de Costa Rica. Departamento de investigaciones económicas. Recuperado de https://www.academia.edu/40025402/BANCO_CENTRAL_DE_COSTA_RICA_DIVISION_ECONOMICA_DEPARTAMENTO_DE_INVESTIGACIONES_ECONOMICAS_DIE-NT-05-2000_SETIEMBRE_2000_LA_TECNICA_DE_DATOS_DE_PANEL_UNA_GUÍA_PARA_SU_USO_E_INTERPRETACIÓN
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, MEF (2019). *CAPITULO I. Conceptos Básicos sobre el Mercado de Valores*. Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2186-capitulo-i-conceptos-basicos-sobre-el-mercado-de-valores->
- Mogrovejo, J. (2005). Factores determinantes de la inversión extranjera directa en algunos países de Latinoamérica. *Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico* (5), 51-82. Recuperado de http://www.scielo.org.bo/scielo.php?pid=S2074-47062005000200003&script=sci_arttext&lng=pt
- Molina, S. (2015). *Análisis de la interdependencia entre mercados de valores americanos. Periodo de estudio 2009-2014*. (Tesis de pregrado). Recuperado de <https://bibdigital.epn.edu.ec/handle/15000/11989>
- Montoro, C., & Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. *Revista Estudios Económicos*, 19(1), 33-45. Recuperado de <http://www.academia.edu/download/5663953/estudios-economicos-19-2.pdf>
- Páez, G. (2020). *Apertura comercial*. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/apertura-comercial.html>
- Parkin, M, Esquivel, L, & Muñoz, R. (2007). *Macroeconomía una visión para Latinoamérica*. México: Pearson Educación.
- Palma, M. (2020). Los índices bursátiles: relevancia del Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq en la economía. *Revista Científica Apuntes de Economía y Sociedad, UNAN - León*, 1 (2) (diciembre 2020). 11-26. http://revistas.unanleon.edu.ni/index.php/apunteseconomiaysociedad/article/view/vol1_2_2020_arto2/354
- Pedrozo, R. (2015). *Impacto de la inversión extranjera en el mercado bursátil colombiano periodo 1990-2014*. (Tesis de pregrado). Recuperado de <https://repository.upb.edu.co/handle/20.500.11912/2823>

- Peñaranda, C. (2016). *Disminuye la inversión extranjera directa en países de la Alianza del Pacífico*. Lima: Informe Económico.
- PWC. (2017). *Inversión Extranjera Directa baja en 2016 y muestra caída por segundo año consecutiva*. Recuperado de: https://www.pwc.com/cl/es/prensa/prensa/2017/Inversion_Extranjera_Directa_baja_en_2016_y_muestra_caída_por_segundo_año_consecutivo.html
- Pilbeam, K. (2018). *Finance & financial markets*. London: Macmillan International Higher Education.
- Rankia (2019). *Rentabilidad del IPSA: Últimos 10 años*. Recuperado de: <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/4176769-rentabilidad-ipsa-ultimos-10-anos>
- Rincón, L., & González, R. (2016). Efectos de la crisis financiera internacional de 2008 en el desempeño de las bolsas de valores de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú. *Finance, Markets and Valuation*, 2(2), 1-19. Recuperado de <https://journalfmv.com/resources/revista/2016/2/BolsasLatam.pdf>
- Ruiz, A. (2004). Mercados Financieros y Crecimiento Económico en América Latina: Un análisis econométrico. *Análisis Económico*, 19(40), 141-165. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/413/41304008.pdf>
- Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2010). *Macroeconomía con aplicaciones a Latinoamérica*. México: McGraw-Hill.
- Ticona, J. (2019). *La Bolsa de Valores de Lima y su rentabilidad respecto a las principales bolsas del mundo y la economía Peruana 2009–2016*. (Tesis de pregrado). Recuperado de <http://tesis.unap.edu.pe/handle/UNAP/10530>
- Torres, N. y López, W. (2018). Mercado alternativo bursátil. *Digital Publisher*, 6 (3), 34-41. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/7144014.pdf>
- Tuchman, M. (10 de enero de 2014). How to invest in emerging markets. Forbes.
- Twine, E., Kiiza, B., & Bashaasha, B. (2015). The flexible accelerator model of investment: An application to Ugandan tea-processing firms. *African Journal of Agricultural and Resource Economics*, 10(311-2016-5623). Recuperado de <https://ageconsearch.umn.edu/record/200590/>
- Waqas, Y., Hashmi, S., & Nazir, M. (2015). Macroeconomic factors and foreign portfolio investment volatility: A case of South Asian countries. *Future Business*, 1(1), 65-74. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2314721015000067>
- Yuanyuan, X., Stevens, C., & Lebedev, S. (2019). Performance feedback and outward foreign direct investment by emerging economy firms. *Journal of World Business* (54), 5-13. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2019.101014>

Anexo 1. Matriz de consistencia

Problema	Objetivos	Hipótesis	Variables	Dimensiones	Metodología
<p>Problema general</p> <p>¿De qué manera influye los factores de decisión de inversión directa en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015?</p> <p>Problemas específicos</p> <ul style="list-style-type: none"> • ¿De qué manera influye la apertura comercial en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015? • ¿De qué manera influye los factores de riesgo sobre las inversiones en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015? • ¿De qué manera influye los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias en el desarrollo de los mercados financieros de las economías 	<p>Objetivo general</p> <p>Determinar la influencia de los factores de decisión de inversión directa en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015.</p> <p>Objetivos específicos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar la influencia de la apertura comercial en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Determinar la influencia de los factores de riesgo sobre las inversiones en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Determinar la influencia de los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias en el desarrollo de los mercados financieros de las 	<p>Hipótesis general</p> <p>Los factores de decisión de inversión directa influyen en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015.</p> <p>Objetivos específicos</p> <ul style="list-style-type: none"> • La apertura comercial influye en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Los factores de riesgo sobre las inversiones influyen en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Los Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias influyen el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y 	<p>Mercados financieros</p> <p>Apertura comercial</p> <p>Factor de riesgo sobre las inversiones</p> <p>Impuestos laborales como contribuciones sobre las ganancias</p> <p>Factores financieros</p>	<p>Volumen de acciones negociadas en el mercado de valores</p> <p>Importaciones totales</p> <p>Tasa arancelaria aplicada, promedio ponderado de productos manufacturados</p> <p>Prima por riesgo país</p> <p>Impuestos laborales y contribuciones sobre la ganancia</p> <p>Población total</p> <p>Tasa de interés activa</p>	<p>Diseño no experimental, descriptivo causal</p> <p>Población</p> <p>Data Panel de registros de los indicadores en los países emergentes de: Perú, Chile y Colombia, período 2011-2015</p> <p>Muestra</p> <p>Totalidad de la población</p>

<p>emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015?</p> <ul style="list-style-type: none"> • ¿De qué manera influye la disponibilidad de factores financieros en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015? • ¿De qué manera influye la estabilidad macroeconómica en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015? • ¿De qué manera influye la capitalización bursátil en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015? 	<p>economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar la influencia de la disponibilidad de factores financieros en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Determinar la influencia de la estabilidad macroeconómica en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Determinar la influencia de la capitalización bursátil en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. 	<p>Colombia, en el período 2011-2015.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La disponibilidad de factores financieros en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • La estabilidad macroeconómica influye en el desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes Perú, Chile y Colombia, en el período 2011-2015. • Existe relación entre la capitalización bursátil y el volumen de acciones negociado en las bolsas de valores 	<p>Estabilidad macroeconómica</p> <p>Desarrollo del mercado bursátil</p>	<p>Inversión extranjera directa como porcentaje del PBI</p> <p>Capitalización bursátil</p>	
--	---	--	--	--	--