

Domingo García Pérez de Lema*
Antonio Duréndez Gómez-Guillamón**
Francisco Javier Martínez García***

CRECIMIENTO, ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS QUE REALIZAN INVERSIÓN DIRECTA EXTERIOR EN ESPAÑA

El objeto de este trabajo es analizar para el período 2008-2011 la evolución de los indicadores de crecimiento, nivel de endeudamiento y rentabilidad de una muestra de empresas que han realizado inversión directa exterior (IDE) en España. Para ello se realiza un estudio empírico con 128 empresas (64 empresas que realizaron IDE y 64 empresas que no realizaron IDE). Los resultados muestran de forma favorable que las empresas que realizaron inversión directa exterior alcanzaron un mayor crecimiento de sus ventas y de su rentabilidad económica. Por otro lado, tienen un mayor coste de sus recursos ajenos totales y de su carga financiera.

Palabras clave: crecimiento, endeudamiento, rentabilidad, IDE.

Clasificación JEL: F23, M21, M40.

1. Introducción

El rol de la inversión directa exterior (IDE) sobre el crecimiento económico ha sido ampliamente estudiado en la literatura (Yao y Wei, 2007) y no existe un claro

consenso sobre su impacto positivo o negativo (Gorg y Greenaway, 2004 y Bilgili *et al.*, 2012), debido a que determinados modelos económicos sugieren que la relación entre IDE y crecimiento puede ser contingente y que intervengan otros factores que la condicionen (Azman-Saini *et al.*, 2010). En general, se acepta que los determinantes de la salida de flujos de inversión al extranjero provienen de las características propias de los países y de las empresas. De manera que son sus activos específicos, como los recursos naturales, las diferencias en desarrollo tecnológico, o en capital humano, el grado de

* Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Politécnica de Cartagena.

** Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Politécnica de Cartagena.

*** Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Cantabria

innovación, la apertura de la economía, el desarrollo y estabilidad política y la cultura, los que hacen que una empresa invierta fuera de su país de origen (Kindelberger, 1969; Caves, 1971; Hirsch, 1976; Vu *et al.*, 2008 y Temiz y Gokmen, 2013).

Los investigadores se han centrado, principalmente, en el estudio de la IDE desde la perspectiva de las multinacionales y de sus factores determinantes desde un punto de vista macroeconómico, y existe escasa evidencia empírica sobre el comportamiento de las empresas que han realizado IDE, con un enfoque integral, considerando su posición económica y financiera para poder evaluar su gestión. La mayoría de los trabajos se centran en dos teorías económicas clásicas como son la Teoría del Comercio Internacional y la Teoría Clásica de la Localización, que se basan en las imperfecciones del mercado, las ventajas específicas locales de los países donde se realiza la IDE y en las ventajas competitivas de las empresas (Caves, 1971; Hymer, 1960 y Hirsch, 1976). Esta última referencia hace que los recursos (económicos o financieros) y capacidades de las empresas puedan jugar un papel importante en el desarrollo de la IDE (Trevino y Grosse, 2002).

El objetivo de este trabajo es analizar el crecimiento, la posición de liquidez, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad de las empresas que han realizado IDE en España para el período 2008-2011, con el fin de evaluar sus resultados de gestión y poder identificar sus fortalezas y debilidades. En definitiva, la pregunta de investigación que se pretende responder con este trabajo es: ¿el proceso de internacionalización a través de la IDE ayuda a las empresas a mejorar su crecimiento, su posición financiera y su posición competitiva? Para ello, se ha desarrollado un estudio empírico a partir de la información contable de 64 empresas que han efectuado IDE y 64 empresas de similares características y seleccionadas aleatoriamente que nunca han realizado IDE. Para asegurar la efectividad de un diseño de programas de promoción exterior adecuado, los agentes públicos y los directivos necesitan conocer el impacto que tiene la IDE sobre el crecimiento económico de un país y sobre el desarrollo y fortalecimiento de sus empresas. Con esta

investigación se busca contribuir a la literatura desarrollada en el contexto empresarial español y a favorecer una mayor comprensión del desarrollo de este tipo de operaciones de internacionalización.

El trabajo se ha estructurado de la siguiente forma: en primer lugar, determinamos el marco teórico y se realiza una revisión de la literatura empírica previa; en segundo lugar, exponemos la metodología, las características de la muestra y la explicación de las variables utilizadas; en tercer lugar, llevamos a cabo el análisis de los resultados, y finalmente, exponemos las principales conclusiones alcanzadas.

2. Marco teórico y revisión de estudios previos

Existe una teoría tradicional sobre los flujos de inversiones que se fundamenta en dos teorías económicas clásicas como son la Teoría del Comercio Internacional y la Teoría Clásica de la Localización. Esta teoría tradicional se sustenta en tres pilares principales: *i)* las imperfecciones del mercado doméstico que surgen porque las empresas inversoras tienen ventajas en tecnología, acceso a materias primas u otros materiales a los que los competidores locales no tienen acceso (Hymer, 1960 y Kindelberger, 1969); *ii)* las ventajas competitivas de la empresa *ownership advantages* que se derivan de que la empresa tenga activos intangibles: tecnología, equipo humano, estructura organizativa diferenciada (Caves, 1971 y Kumar, 2007); *iii)* las ventajas específicas locales del país donde se hace la inversión donde se incluyen el tamaño de mercado local (como subrogados para controlar el tamaño del mercado se emplean variables como: PIB, crecimiento PIB, valor añadido industria), políticas locales de incentivos a la inversión (ahorros de impuestos), costes laborales menores que los del país de origen (Taggart, 1993). Otros estudios, y derivados de la teoría tradicional, se enmarcan bajo la teoría de la organización industrial y parten de la hipótesis de que las empresas multinacionales efectúan sus decisiones de inversión con la finalidad de explotar aquellas capacidades específicas a la empresa, y que le proporcionan un cierto poder de monopolio. De forma que

realizan sus inversiones en países donde las empresas inversoras tienen ventajas en tecnología, acceso a materias primas u otros materiales a los que los competidores locales no tienen acceso (Kindelberger, 1969; Caves, 1971 y Hirsch, 1976).

El impacto de la IDE en la industria es un tema de debate continuo. Algunos argumentan que la IDE es una estrategia de internacionalización que le permite al inversor conservar su cuota de mercado mundial al protegerse contra rivales extranjeros con sede en los países de acogida y de otros países. Esto, a su vez, contribuye a la estabilidad del empleo en el país de origen (Lipsey, 1994). Mientras que otros estudios demuestran que la IDE provoca destrucción de empleo en el país de origen que realiza la inversión (Frank y Freeman, 1978; Singh, 1977 y Glickman y Woodward, 1989). Sí existe consenso en que la IDE genera un aumento de la competencia y de la productividad en la industria del país de acogida (Chung, 2001). Las empresas que invierten en el exterior son generalmente más competitivas en intangibles, experiencia de gestión e innovación (Caves, 1971) y tienden por tanto a ser más productivas que las empresas donde se implantan (Baldwin y Gorecki, 1991; Liu, 1993 y Baldwin, 1995).

Las ventajas competitivas de la empresa *ownership advantages* refuerzan la idea de que las empresas que realizan IDE son capaces de poder sacar ventajas competitivas de sus recursos y capacidades. Trevino y Grosse (2002) explican, a partir de la teoría de los recursos y capacidades, que las empresas en EE UU incrementan su IDE cuando es mayor su posición tecnológica, sus gestores tienen más experiencia en internacionalización y tienen una mayor rentabilidad.

La IDE puede ser de dos tipos, la de tipo expansiva y la de tipo defensivo (Chen y Ku, 2000). La IDE expansiva busca explotar la ventaja específica de la empresa en el país anfitrión, mientras que la defensiva busca mano de obra barata en el país receptor para reducir sus costes de producción. En un estudio realizado en Taiwán, Chen y Ku (2000) examinaron el efecto de este tipo de IDE sobre la supervivencia y el crecimiento de las empresas inversoras, encontrando que ambos tipos

de IDE han demostrado ser beneficiosas para la supervivencia de las empresas. Las IDE de tipo expansivo tiene el impacto adicional de contribuir al crecimiento de las ventas de la inversión empresas en el país, mientras que la de tipo defensivo es neutral al crecimiento de las ventas. También analizan la relación con la creación o destrucción de empleo en el país de origen. Y sus resultados sugieren que la IDE fortalece y no debilita la viabilidad y la competitividad de las industrias nacionales y, por tanto, este tipo de inversiones no pueden ser acusadas de «vaciar» la industria nacional.

Otros estudios encuentran efectos diferentes en el rendimiento de las empresas que realizan IDE según el grado de desarrollo del país donde se realiza la inversión (Hayakawa *et al.*, 2013). En este sentido, Edamura *et al.* (2011), Hijzen *et al.* (2011) y Navaretti *et al.* (2010) encontraron un efecto positivo y significativo en la productividad del país de origen a través IDE en países desarrollados, pero no en países en desarrollo. Mientras que Debaere *et al.* (2010) no encontraron un impacto positivo sobre el empleo en ninguno de los dos escenarios.

En base a los datos contables de las empresas Wi y Lyn (1990) analizaron el rendimiento de las multinacionales extranjeras que operan en EE UU. Los resultados de este estudio indican que estas empresas son menos rentables que las empresas americanas, y que gastan más en investigación y desarrollo, pero menos en publicidad, y que tienen niveles de deuda más altos combinado con una mayor liquidez. Sus resultados también ponen de manifiesto la importancia que tiene la forma de entrada de la inversión (ya sea a través de empresas conjuntas, propiedad en su totalidad o por adquisición), y que ésta puede influir en el rendimiento de las empresas de propiedad extranjera en EE UU. Y avanzaron la necesidad de explorar el efecto de la industria y las posibles relaciones bancarias que gozan las empresas de propiedad extranjera en sus países de origen para determinar si este factor tiene consecuencias importantes sobre los resultados empresariales (Wi y Lyn, 1990).

El efecto de cómo influye la posición financiera de la empresa en que sea un determinante para la realización

en IDE no resulta concluyente y es muy heterogéneo. Trevino y Grosse (2002) plantean que las empresas con un mayor apalancamiento financiero pueden decidir controlar sus riesgos de inversión a través de la diversificación en IDE. Tan y Vertinsky (1996) midieron la liquidez (flujo de caja sobre total de activos), pero no pudieron encontrar una relación entre esta variable y la inversión extranjera directa. Y también se podría tomar la posición contraria, argumentando que una empresa financieramente más estable con un menor apalancamiento financiero estaría en una mejor posición para llevar a cabo la inversión extranjera directa (Trevino y Grosse, 2002).

El grado de dificultad de acceso al crédito bancario condiciona las posibilidades de llevar a cabo IDE. Klein y Peek (2000) muestran cómo los problemas financieros de los bancos hacen que las empresas lleven a cabo menos IDE en Japón. Una de las hipótesis que se mantiene para justificar los problemas que tienen las empresas japonesas para desarrollar proyectos de IDE es la existencia de mercados financieros imperfectos, que lleva a que aquellas empresas con necesidades financieras vean reducidas su capacidad de acceso al crédito bancario. Si bien las empresas pueden ver restringido su acceso al crédito por su propia situación financiera reflejada en sus estados financieros, también se ve condicionada por la posición de las entidades financieras con las que trabaja. En este sentido, Klein y Peek (2000) indican que la «hipótesis del acceso relativo al crédito» sostiene que la capacidad de la empresa para llevar a cabo IDE depende de su habilidad para obtener financiación externa. De forma que aquellas empresas que trabajan con entidades financieras menos competitivas tienen una menor capacidad para llevar a cabo proyectos de IDE.

Un estudio realizado por De Maeseneire y Claeys (2012) en el contexto de la pyme en Bélgica señala que la asimetría informativa y la falta de garantías que tienen las pymes condicionan el acceso a la financiación de su internacionalización y de la IDE, y tienen más dificultades para financiar proyectos internacionales que nacionales. En las IDE realizadas por pymes se producen restricciones de crédito originadas por la volatilidad de

los retornos de la inversión, los problemas de falta de información y la ausencia de garantías. Adicionalmente, las entidades financieras que evalúan los proyectos de IDE utilizan métodos de evaluación de las inversiones en el extranjero que restringen aún más el acceso al crédito. Los resultados del estudio confirman las imperfecciones del mercado financiero y reflejan los efectos negativos que tienen las restricciones crediticias sobre el rendimiento de las pymes. Cuando las pymes no tienen suficientes recursos propios para financiar las IDE y recurren a la financiación de bancos locales en el país de destino, se encuentran con excesivos requisitos en cuanto a colaterales, altos tipos de interés y un sistema financiero subdesarrollado. Por su parte, cuando se busca la financiación de bancos nacionales en el país de origen, se encuentran con sistemas de evaluación de los proyectos de IDE ineficientes e incapaces de evaluar correctamente dichas inversiones.

3. Metodología

La población elegida para desarrollar el estudio empírico está formada por empresas que a fecha de 2013 tienen proyectos de IDE vigentes con la Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, SA¹. La población está compuesta por 101 empresas que mantienen al menos un proyecto vivo con COFIDES. Para efectuar un análisis comparado optamos por el emparejamiento de empresas, asociando aleatoriamente a cada empresa que ha realizado IDE en COFIDES con una empresa de parecidas características que no ha realizado IDE. El objetivo fundamental de este emparejamiento es poder evaluar los resultados obtenidos por las empresas que realizaron IDE y así poder inferir su posición hipotética, es decir, cuál hubiese sido el comportamiento de las empresas en ausencia de realización de IDE. Este tipo

¹ COFIDES, SA es una sociedad mercantil estatal creada en 1988 cuyo objeto es facilitar financiación, a medio y largo plazo, a proyectos privados viables de inversión en el exterior en los que exista interés español, para contribuir, con criterios de rentabilidad, tanto al desarrollo de los países receptores de las inversiones como a la internacionalización de la economía y de las empresas españolas.

de emparejamiento es ampliamente utilizado cuando se pretende verificar la posición de un determinado grupo que pretendemos controlar (Balcaen y Ooghe, 2006). Los criterios iniciales para evaluar la similitud fueron el sector de actividad al nivel de tres dígitos de CNAE 93, ± 5 por 100 ingresos de la explotación, ± 5 por 100 total de activo. No obstante, para ciertos casos fue preciso relajar los anteriores porcentajes de variación dada la imposibilidad de encontrar empresas que verificasen las condiciones establecidas. En cualquier caso, la variación máxima no superó para ninguna pareja el 20 por 100. La información contable se obtuvo de la base de datos contables SABI de Informa, SA. Los plazos que se regulan en la legislación sobre la formulación, aprobación y depósito de las cuentas anuales en el registro mercantil han imposibilitado incluir en el estudio el ejercicio 2012.

La muestra finalmente obtenida en la que tuviéramos datos de la serie completa está compuesta por 64 empresas que han realizado IDE y por 64 empresas que nunca han realizado IDE. Una vez realizado el emparejamiento aleatorio se realizó una llamada telefónica para verificar la no realización de IDE por parte de las empresas emparejadas. La muestra de empresas IDE representa globalmente el 63,36 por 100 del total de empresas que mantenían vivo en 2013 al menos un proyecto con COFIDES. El error muestral que resulta es de 7,5 puntos para un nivel de confianza del 95 por 100.

La información contable derivada de la muestra seleccionada fue objeto de un minucioso estudio con el fin de detectar y subsanar, en su caso, posibles anomalías o incidencias significativas contables que pudieran distorsionar el análisis final. Tras el proceso de verificación de las empresas que configuran la muestra, se procedió a la homogeneización de la información contable en un marco que permitiera una reclasificación operativa de los estados financieros, delimitando variables de comprobación al efecto de eliminar posibles errores en el manejo de los datos. El modelo de diagnóstico construido viene limitado por la información contable disponible, al presentar parte de las empresas cuentas anuales abreviadas.

Las variables

La posición económica y financiera, de acuerdo a la revisión de la literatura realizada, la analizaremos considerando su crecimiento, posición de liquidez, equilibrio financiero, rentabilidad y nivel de endeudamiento (Cuadro 1).

4. Análisis de resultados

Con el propósito de lograr una mayor comprensión de los datos, la metodología se enfoca a determinar si las diferencias observadas entre los dos grupos de interés (empresas que realizan IDE y empresas que no realizan IDE) son suficientes para aseverar que los factores analizados tienen una incidencia significativa en el comportamiento de los grupos. Para llevar a cabo el análisis univariante utilizaremos la mediana como medida de tendencia central. Esta elección se fundamenta en el hecho de que es habitual la aparición de valores extremos en las ratios que pueden llegar a desvirtuar la interpretación de la media como índice del comportamiento tipo del conjunto de empresas sobre la que se calcula. Este estadístico tiene la ventaja de ser robusto frente a la presencia de valores extremos y de tener una interpretación directa sobre la distribución de las empresas en el rango de movimiento de la ratio. A partir de este parámetro analizamos para el período 2008-2011 y la media del período: *i)* el crecimiento, *ii)* la posición de liquidez y equilibrio financiero, *iii)* el nivel de endeudamiento y coste financiero, y *iv)* la rentabilidad. Para llevar a cabo el análisis univariante, utilizamos la prueba estadística no-paramétrica U de Mann-Whitney, dado que la mayoría de las ratios no siguen una distribución normal.

Crecimiento

En general los resultados de crecimiento analizados muestran una posición favorable para las empresas que han realizado IDE (Cuadro 2). En primer lugar se aprecia que en la serie analizada 2008-2011 las empresas

CUADRO 1 VARIABLES UTILIZADAS

Crecimiento	<ul style="list-style-type: none"> • Tasa de variación de las ventas • Tasa de variación del valor añadido • Tasa de variación de los activos • Tasa de variación del empleo
Posición de liquidez	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Liquidez a corto plazo</i>, que mide la relación entre los activos disponibles líquidos no inmovilizados en el proceso de explotación y aquellos que precisan únicamente de la fase de cobro para transformarse en tesorería, con los recursos ajenos con vencimiento a un año. • <i>Garantía a largo plazo</i> que mide la relación de los activos netos totales con el total de deudas, como garantía de liquidez a largo plazo que ofrece la empresa frente a terceros.
Equilibrio financiero	<ul style="list-style-type: none"> • <i>% capital corriente s/activo total</i>, lo mediremos a través del cálculo del capital corriente (diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente), y para facilitar la comparabilidad determinamos el porcentaje que representa el capital corriente sobre el total del activo.
Nivel de endeudamiento y coste financiero	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Autonomía financiera</i>, estudia el porcentaje que representan los recursos propios sobre el total de la estructura financiera. Constituye el grado de capitalización de la empresa. • <i>Endeudamiento a corto plazo</i>, estudia el porcentaje que representan los acreedores a corto plazo sobre el total de la estructura financiera. • <i>Endeudamiento a largo plazo</i>, estudia el porcentaje que representan los acreedores a largo plazo sobre el total de la estructura financiera. • <i>Carga financiera</i>, representa el porcentaje que suponen los gastos financieros sobre el total de ingresos de la explotación. Un elevado coste financiero repercute directamente en la rentabilidad final alcanzada por la empresa. Por ello, se debe analizar con prudencia la relación del endeudamiento bancario/autofinanciación de la empresa, y no abusar de los recursos bancarios, aunque se tenga fácil acceso a ellos. • <i>Coste medio de los recursos ajenos</i>, se calcula a través del cociente entre los gastos financieros y los acreedores a corto y largo plazo. Representa una estimación del coste de la deuda total, incluyendo la deuda con coste y sin coste. • <i>Capacidad de devolución de deuda</i>, expresada por la relación entre los recursos generados durante el ejercicio con el total de deudas a corto y largo plazo, y que resulta un excelente indicador de la posición de riesgo de una empresa. Mide la suficiencia de la empresa para hacer frente al total de sus deudas con los recursos (beneficios + amortizaciones) que ella misma es capaz de generar.
Rentabilidad	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Rentabilidad económica</i>, mide la relación entre el beneficio antes de impuestos e intereses (BAII) y el activo total, y representa la rentabilidad en tanto por ciento que se obtiene de las inversiones sin considerar la estructura financiera de la empresa. Para explicar mejor su evolución vamos a efectuar una descomposición en los dos factores de que depende: el margen de explotación sobre las ventas y la rotación de las ventas sobre el activo. El margen expresa el nivel de eficiencia del sistema productivo de la empresa y la rotación explica la capacidad de las inversiones para generar ingresos de la explotación, siendo un buen indicador de la eficiencia de la dimensión del patrimonio de la empresa. • <i>Rentabilidad financiera</i>, expresa el porcentaje de rendimiento obtenido en la empresa sobre los recursos propios.

FUENTE: Elaboración propia.

que han realizado IDE tienen mayores tasas de crecimiento de sus ventas. En el 2008 las empresas IDE incrementaron su facturación un 13,7 por 100 frente al

9,3 por 100 de las no IDE. En 2009 período donde se produjo una importante caída del PIB, la facturación se contrajo un 6 por 100 en las empresas IDE frente a una

CUADRO 2
TASAS DE CRECIMIENTO
(En %)

	2008			2009			2010			2011			Media 2008/2011		
	No IDE	IDE	Sig.	No IDE	IDE	Sig.									
Ventas	9,3	13,7	ns	-15,0	-6,0	ns	9,0	9,7	ns	6,2	7,5	ns	1,8	8,3	*
Activos	3,1	8,3	ns	0,8	5,5	ns	14,9	10,9	ns	-0,9	10,6	***	4,0	7,4	ns
Valor añadido . . .	7,5	-2,9	ns	-5,5	3,0	ns	26,0	27,6	ns	-3,4	16,2	**	4,4	11,6	ns
Empleo	-	-	-	-1,3	4,2	ns	3,0	1,4	ns	0,8	6,3	ns	1,0	4,0	ns

NOTAS: Test U de Mann-Whitney: *: $p < 0,1$; **: $p < 0,05$; ***: $p < 0,01$; ns. no significativo.

FUENTE: Elaboración propia.

caída del 15 por 100 en las no IDE. Y en 2010 y 2011 los valores fueron nuevamente favorables para las empresas IDE. No obstante, las diferencias no resultaron significativas. Sin embargo, cuando consideramos la media del período se puede apreciar una diferencia significativa al 90 por 100 favorable a las empresas IDE, que tuvo un crecimiento medio del 8,3 por 100 frente al 1,8 por 100 de las empresas no IDE.

Este crecimiento de la cifra de ventas también se manifiesta en las cifras relativas a la inversión a favor de las empresas IDE. Los activos medios de las empresas IDE tuvieron un crecimiento medio del 7,4 por 100 frente al 4 por 100 en las empresas no IDE, aunque esta diferencia no resultó estadísticamente significativa. Este dato manifiesta una importante actividad inversora por parte de los empresarios que realizan IDE y en particular el último año analizado el 2011, donde se aprecia una diferencia significativa al 99 por 100. Las empresas IDE incrementaron sus activos un 10,6 por 100 mientras que en las no IDE se produjo una desinversión del 0,9 por 100.

En cuanto a la evolución del valor añadido, considerado como el aumento de riqueza generada por la actividad de una empresa en el período considerado (la cual se mide por la diferencia entre el valor de la producción de bienes y servicios y el valor de compra de las adquisiciones exteriores, siendo posteriormente distribuida a los empleados, prestamistas, accionistas, al Estado y a la autofinanciación de la entidad), se puede apreciar que

el crecimiento nuevamente resulta favorable para las empresas que han realizado IDE. Y pone de manifiesto que el crecimiento obtenido en el período 2008-2011, tanto de la facturación como de la inversión, ha conseguido una importante contribución al incremento de la riqueza económica española. El incremento de la facturación derivado de las inversiones se ha materializado efectivamente en una mayor generación de recursos, lo que implica una ganancia de competitividad, principalmente en los años 2010 y 2011. En efecto, el valor medio (2008-2011) añadido generado por las empresas que han realizado IDE se eleva al 11,6 por 100 frente al 4,4 por 100 en las empresas no IDE. Aunque este dato nuevamente no resulta significativo.

Respecto al empleo los resultados muestran una evolución más favorable para las empresas que realizaron IDE. Así, en el período 2008-2011 las empresas IDE aumentaron su empleo un 4 por 100 frente a un incremento del 1 por 100 en no IDE. Aunque estas diferencias no resultaron estadísticamente significativas.

Posición de liquidez y equilibrio financiero

Para evitar tensiones financieras en la corriente monetaria (cobros-pagos) de las transacciones realizadas por la empresa es preciso sustentar una buena postura de liquidez a corto y largo plazo, de forma que no existan desajustes a la hora de hacer efectivas las obligaciones

CUADRO 3
POSICIÓN DE LIQUIDEZ Y EQUILIBRIO FINANCIERO
(En %)

	2008			2009			2010			2011			Media 2008/2011		
	No IDE	IDE	Sig.	No IDE	IDE	Sig.									
Liquidez a corto plazo	152,7	105,3	**	180,5	128,8	ns	163,2	128,7	ns	177,3	113,1	**	159,3	119,0	**
Garantía a largo plazo	201,4	172,1	*	246,8	194,2	ns	231,3	209,3	ns	239,2	222,6	ns	221,1	199,6	ns
Capital corriente sobre activos	22,0	8,8	***	21,5	10,9	**	22,1	11,7	**	22,9	12,2	***	21,5	10,9	**

NOTAS: Test U de Mann-Whitney: *: $p < 0,1$; **: $p < 0,05$; ***: $p < 0,01$; ns: no significativo.

FUENTE: Elaboración propia.

de pago contraídas. Posiciones bajas de liquidez provocan con mayor facilidad situaciones de riesgo financiero, particularmente en épocas de recesión económica. Para analizar la posición de liquidez de la empresa se analizan los indicadores de liquidez a corto plazo y el de garantía a largo plazo.

La situación de los dos indicadores muestra una posición más favorable para las empresas que no realizan IDE (Cuadro 3), en especial en el indicador de liquidez a corto plazo, donde los datos señalan diferencias estadísticamente significativas. En el período 2008-2011 el indicador de liquidez a corto plazo mostraba que los activos circulantes excluyendo las existencias (elementos disponibles a corto plazo) eran capaces de cubrir en el caso de las empresas no IDE el 159,3 por 100 de los pasivos a corto plazo, mientras que en las empresas IDE su cobertura era del 119 por 100, siendo la diferencia significativa al 95 por 100. Estas diferencias significativas también surgen en los años 2008 y 2011. Por lo que podemos confirmar que las empresas no IDE disponen de una mejor posición en su liquidez a corto plazo en relación con las empresas IDE. De igual forma los datos muestran una posición más favorable para las empresas no IDE en el indicador de garantía a largo plazo, que mide la relación de los activos reales de la empresa con el total de sus pasivos, como garantía que se ofrece a largo plazo frente a terceros, aunque las diferencias no

resultan estadísticamente significativas, salvo para el ejercicio de 2008. Si analizamos la media del período 2008-2011 podemos observar como las empresas no IDE podían hacer frente al 221,1 por 100 del total de sus deudas con el total de sus activos, mientras que las IDE podían hacer frente al 199,6 por 100. No obstante, podemos señalar que las empresas IDE mantienen una posición de bajo riesgo en los indicadores de liquidez a corto plazo y garantía a largo plazo.

El equilibrio financiero lo mediremos a través del cálculo del capital corriente (diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente), y para facilitar la comparabilidad determinamos el porcentaje que representa el capital corriente sobre el total del activo. Cuando el capital corriente es positivo, significa que parte del activo corriente está siendo financiado con recursos permanentes, ya sean propios o ajenos a largo plazo. Por contra, un capital corriente negativo, implica que parte del activo no corriente está siendo financiado con deudas a corto plazo. El capital corriente mide si la empresa está financiando correctamente sus inversiones.

En este sentido las empresas que no han realizado IDE presentan un mejor equilibrio a la hora de financiar sus inversiones que las empresas IDE (Cuadro 3). En efecto, podemos apreciar en este indicador diferencias significativas a favor de las empresas no IDE en toda la serie analizada. El capital corriente para la media del

CUADRO 4
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO Y COSTE FINANCIERO
(En %)

	2008			2009			2010			2011			Media 2008/2011		
	No IDE	IDE	Sig.	No IDE	IDE	Sig.									
Autonomía financiera	40,0	34,3	ns	41,9	36,4	ns	41,7	37,8	ns	42,4	39,1	ns	41,0	36,9	ns
Endeudamiento a largo plazo	14,1	17,7	ns	14,2	21,4	**	14,2	21,5	**	15,7	21,6	*	14,7	20,5	**
Endeudamiento a corto plazo	45,8	47,9	ns	43,8	42,1	ns	44,0	40,7	ns	41,8	39,2	ns	44,1	42,5	ns
Recursos permanentes	54,1	52,0	ns	56,2	57,8	ns	55,9	59,3	ns	58,1	60,7	ns	55,8	57,4	ns
Coste medio de los recursos ajenos . . .	2,2	2,7	*	1,7	2,5	***	1,4	2,3	***	1,8	2,7	***	1,8	2,5	***
Carga financiera	1,7	3,2	*	1,8	4,0	**	1,4	2,8	**	1,8	2,9	**	1,7	3,2	**
Capacidad devolución de la deuda	18,5	13,8	ns	44,8	13,5	ns	17,1	16,1	ns	9,6	15,8	ns	18,8	14,8	ns

NOTAS: Test U de Mann-Whitney: *: p<0,1; **: p<0,05; ***: p<0,01; ns: no significativo.

FUENTE: Elaboración propia.

período 2008-2011 en el caso de las no IDE representa el 21,5 por 100 del total de sus activos frente al 10,9 por 100 de las empresas IDE, resultando esta diferencia estadísticamente significativa al 95 por 100. Estos datos vienen a confirmar que aunque las empresas IDE disponen de valores aceptables en su posición de liquidez y equilibrio financiero, las empresas no IDE tienen una posición claramente más ventajosa.

Nivel de endeudamiento y coste financiero

La estructura financiera de la empresa ofrece información sobre el origen y composición de los recursos financieros, propios o ajenos, aplicados en el conjunto de elementos que integran la estructura económica de la empresa. Para que se dé un correcto equilibrio la empresa debe conjugar con acierto los siguientes aspectos: obtener recursos o fuentes financieras, apropiadas para llevar a cabo la inversión, disponer de ellos en el momento preciso y al menor coste posible. El estudio de la composición de las fuentes financieras se erige en la clave prin-

cipal del análisis financiero. En este apartado analizamos la composición de la estructura financiera (autonomía financiera, endeudamiento a corto y largo plazo y los recursos permanentes), la capacidad de devolución de la deuda y el coste de los recursos ajenos.

La capitalización media de las empresas que han realizado IDE es inferior a las no IDE por lo que están más endeudadas (Cuadro 4). Así apreciamos cómo la media de los recursos propios en las empresas no IDE representaba el 41 por 100 de la estructura financiera en el período 2008-2011 frente al 36,9 por 100 de las empresas IDE. Aunque ningún año las diferencias fueron estadísticamente significativas.

Respecto a la composición del endeudamiento se aprecian diferencias significativas en el largo plazo, lo que implica diferencias de comportamiento en la estructura de sus recursos permanentes (fondos propios y recursos ajenos a largo plazo). En efecto, los recursos permanentes en las empresas IDE y no IDE son similares (no arrojan diferencias significativas), sin embargo, por parte de las empresas IDE surge una preferencia por financiar sus

activos en mayor medida con recursos ajenos a largo plazo que las empresas No IDE, lo que hace compensar una estructura de sus recursos permanentes. Esto obedece, sin duda, a una estrategia de planificación financiera al objeto de buscar un mayor equilibrio de su estructura financiera, lo que en cierta medida puede compensar el desajuste del grado de capitalización. En efecto, si analizamos la composición media de 2008-2011, vemos cómo la capitalización de las empresas No IDE es mayor. Mientras que el endeudamiento a largo plazo representa en las empresas IDE el 20,5 por 100 del total de su estructura financiera por 14,7 por 100 de las No IDE (siendo la diferencia significativa al 95 por 100), lo que hace finalmente que los recursos permanentes se equilibren entre las empresas IDE y no IDE (Cuadro 4).

Otro aspecto a considerar en relación al endeudamiento son los gastos financieros que se originan en la empresa y su coste. En este aspecto surgen importantes diferencias significativas a favor de las empresas No IDE. Las empresas que no realizan IDE disponen de un coste financiero menor y soportan menos gastos financieros. Si analizamos la media del período 2008-2011 comprobamos cómo las empresas IDE soportan un coste medio de su deuda (con y sin coste) del 1,8 por 100 frente al 2,5 por 100 de las empresas No IDE, lo que conlleva que soporten más gastos financieros. En las empresas No IDE los gastos representaron el 1,7 por 100 de su cifra de facturación por 3,2 por 100 en las empresas IDE. Estos datos son realmente concluyentes al encontrar diferencias estadísticamente significativas en todos los años analizados (Cuadro 4).

Un buen indicador del riesgo financiero viene dado por la capacidad de devolución de deuda de la empresa. En general, los resultados muestran una mejor situación de las empresas No IDE. Así, en la media del período 2008-2011 las empresas No IDE con sus recursos generados (beneficios + amortizaciones) podían devolver por término medio el 18,8 por 100 del total de su deuda a corto y largo plazo, sin necesidad de recurrir a nuevo endeudamiento (Cuadro 4), frente al 14,8 por 100 de las empresas IDE. Aunque las diferencias no resultaron estadísticamente significativas.

Rentabilidad

La empresa para asegurar su funcionamiento debe buscar una posición de equilibrio entre una situación financiera estable y un nivel de rentabilidad adecuado. La rentabilidad económica es un excelente indicador de la eficiencia de la empresa. En este sentido, podemos apreciar una evolución muy favorable en las empresas que han realizado IDE (Cuadro 5). En 2008 la rentabilidad de los activos de las empresas IDE se situó en el 4,9 por 100 aumentando hasta el 9,1 por 100 en 2011. En las empresas No IDE la evolución ha sido la contraria. Si analizamos la media del período 2008-2011 podemos ver con mayor claridad esta diferencia. La tasa media para las empresas IDE fue de 8,2 por 100 frente al 6,2 por 100 de las empresas no IDE, no siendo esta diferencia estadísticamente significativa. No obstante, en 2011 es el período donde surge la diferencia más favorable a favor de las empresas IDE, obteniendo una tasa de rentabilidad del 9,1 por 100 frente al 5,7 por 100 de las empresas no IDE. Esta diferencia es significativa al 90 por 100.

Para analizar con mayor detalle las causas de la evolución de la rentabilidad económica vamos a efectuar una descomposición en los dos factores de que depende: margen y rotación. Así, podemos apreciar que la diferencia a favor de las empresas IDE en la rentabilidad económica es como consecuencia del incremento del margen de explotación experimentado en 2010 y 2011. En efecto en el ejercicio 2011 se produce la mayor diferencia, las empresas IDE obtuvieron un margen del 8,3 por 100 mientras que las empresas no IDE llegaron al 4,7 por 100, siendo la diferencia significativa al 90 por 100. Estos datos ponen de manifiesto la mayor eficiencia del ciclo de explotación en las empresas IDE. Sin embargo, las empresas no IDE disponen de un mejor aprovechamiento de sus activos. Así, los resultados muestran como las empresas no IDE para el período 2008-2011 consiguieron por cada euro invertido facturar 1,6 euros mientras que las empresas IDE facturaron 1,4 euros. Esta diferencia no resultó estadísticamente significativa. La mayor diferencia se produjo en 2009, siendo

CUADRO 5
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD
(En %)

	2008			2009			2010			2011			Media 2008/2011		
	No IDE	IDE	Sig.	No IDE	IDE	Sig.									
Rentabilidad económica	8,9	4,9	ns	9,2	4,6	ns	6,0	7,6	ns	5,7	9,1	*	6,2	8,2	ns
Margen de explotación	6,9	6,3	ns	4,7	4,5	ns	5,5	8,7	ns	4,7	8,3	*	5,4	6,4	ns
Rotación de las ventas sobre los activos . . .	1,7	1,4	ns	2,3	1,2	**	1,8	1,4	ns	1,7	1,4	ns	1,6	1,4	ns
Rentabilidad financiera	16,7	10,8	*	4,9	-2,3	ns	12,5	12,9	ns	7,7	11,5	ns	10,4	10,1	ns

NOTAS: Test U de Mann-Whitney: *: p<0,1; **: p<0,05; ***: p<0,01; ns: no significativo.

FUENTE: Elaboración propia.

la rotación de las ventas sobre los activos en las empresas no IDE de 2,3 frente a 1,2 en las empresas IDE, siendo la diferencia significativa al 95 por 100. Esta diferencia puede venir explicada por el mayor aumento de la inversión realizado por las empresas IDE y que todavía no han optimizado su dimensión.

En relación con la rentabilidad financiera los resultados muestran una gran disparidad. La tasa media del período analizado 2008-2011 resulta muy similar entre las empresas no IDE (10,4 por 100) y empresas IDE (10,1 por 100), no siendo la diferencia significativa. Sin embargo, cuando analizamos cada año, en particular en 2008, las empresas no IDE alcanzaron una rentabilidad de sus fondos propios del 16,7 por 100 frente al 10,8 por 100 de las empresas IDE, siendo la diferencia significativa al 90 por 100. La evolución en 2011 cambia la tendencia, consiguiendo las empresas IDE una mayor tasa, aunque las diferencias no resultan significativas.

Análisis multivariante

Finalmente se llevó a cabo un análisis multivariante con el propósito de estudiar las posibles interrelaciones de las variables analizadas. Para tal efecto se optó por la regresión logística por el método de Wald. La elección

de esta técnica estadística obedece, por una parte, a que la variable dependiente es binaria y cualitativa; y por otra, a que la mayoría de las variables independientes consideradas no siguen una distribución normal. En el modelo de regresión logística se incluyeron exclusivamente los ratios medios del período analizado 2008-2011 que resultaron significativas en el análisis univariante: para determinar la validez del modelo se calculó el test de verosimilitud, para encontrar la estimación más probable de los coeficientes, la medida de Hosmer y Lemeshow de ajuste global, el porcentaje global de acierto en la clasificación y la bondad del ajuste a través de los estadísticos de R² alternativos de Cox y Snell y el estadístico de Nagelkerke. Las pruebas estadísticas realizadas confirman la validez de los resultados obtenidos (Cuadro 6).

Los resultados muestran valores positivos y significativos en las ratios tasas de variación de las ventas (B=3,055, significativo al 0,095) y coste medio de los recursos ajenos totales (B=33,747, significativo al 0,054). Estos resultados ponen de manifiesto que las empresas que han realizado IDE han tenido un mayor crecimiento (medido por las ventas) pero han soportado un mayor coste medio de los recursos ajenos, que obedece a la mayor presencia de deuda bancaria en su estructura financiera.

CUADRO 6
REGRESIÓN LOGÍSTICA POR EL MÉTODO DE WALD
(n=128)

VARIABLES INDEPENDIENTES	B	SE	WALD	SIGNIFICANCIA	EXP (B)
Tasa de variación de las ventas	3,055	1,830	2,786	0,095	21,230
Coste medio de los recursos ajenos	33,747	17,542	3,701	0,054	5E+0,14
Constante	-0,843	0,438	3,698	0,054	0,430

Variable dependiente: 0 empresas No IDE y 1 empresas IDE

NOTAS: B: coeficientes logísticos, son empleados para medir los cambios en las ratios de probabilidades, denominado *odds ratio*. Un coeficiente positivo incrementa la probabilidad pronosticada, mientras un valor negativo disminuye la probabilidad predicha. SE: error estándar. Wald: estadístico de Wald. Sig.: nivel de significación. Exp(B): coeficiente exponenciado. Pruebas omnibus sobre los coeficientes del modelo Chi-cuadrado: 7,758 (sig.: 0,021). Adicionalmente la significación estadística del modelo se ha determinado utilizando la medida de Hosmer Lemeshow de ajuste global donde se obtiene un contraste estadístico que indica que no existe diferencia estadística significativa entre las clasificaciones observadas y predichas, ya que el valor de la Chi-cuadrado no es significativo (Chi-cuadrado: 5,945, sig.: 0,653). Como medida de calidad de ajuste obtenemos un porcentaje global de acierto del 65,8 por 100 si usamos el modelo con función clasificatoria. Resumen del modelo: -2 log likelihood: 97,601; R² de Cox y Snell: 0,097; R² de Nagelkerke: 0,129.

FUENTE: Elaboración propia.

5. Conclusiones

Este trabajo ha analizado para el período 2008-2011, el crecimiento, el nivel de endeudamiento y la rentabilidad de 64 empresas que han realizado IDE en España de forma comparada con 64 empresas que no realizaron IDE, con el fin de evaluar sus resultados de gestión y poder identificar sus fortalezas y debilidades.

Aunque los resultados obtenidos no han sido concluyentes en todos los indicadores analizados, si aportan evidencia significativa en dos dimensiones (crecimiento y endeudamiento) lo que conlleva al mismo tiempo una fortaleza y una debilidad. En cuanto al crecimiento, los datos han mostrado que las empresas que han realizado IDE en España han obtenido un mayor crecimiento de la facturación de sus empresas que las que no realizaron IDE. Esto ha obedecido en gran medida al mayor esfuerzo de inversión realizado, lo que ha provocado a su vez una mayor generación de empleo. Aunque estas diferencias no resultaron estadísticamente significativas. En cuanto al endeudamiento, se evidencia una mayor preferencia por parte de las empresas IDE por recurrir al endeudamiento a largo plazo como estrategia financiera en la estructura de sus recursos permanentes frente

a las empresas no IDE. Esta situación de forma negativa le está provocando un mayor coste de sus recursos ajenos totales (con o sin coste) y soportar mayores gastos financieros que las empresas que no han realizado IDE.

Estos resultados se alinean en el marco teórico de que las empresas que realizan IDE tienen ventajas competitivas de la empresa *ownership advantages* (Caves, 1971; Trevino y Grosse, 2002 y Kumar, 2007). Las empresas que realizan IDE tienen un efecto positivo sobre sus recursos y capacidades, dado que el proceso de internacionalización provoca que las empresas formen mejor a sus empleados, tengan mayor acceso a las tecnologías, aprendan nuevas formas de dirección, y aumente el número de puestos de trabajo altamente cualificados, llevando a un crecimiento de la productividad como consecuencia de un uso más eficiente de la tecnología. Por otra parte, la estrategia financiera de las empresas que realizan IDE hacia el endeudamiento a largo plazo, refuerza el planteamiento de Trevino y Grosse (2002) que plantean que las empresas con un mayor apalancamiento financiero pueden decidir controlar sus riesgos de inversión a través de la diversificación en IDE.

Los resultados de esta investigación tienen importantes implicaciones y pueden dar pautas a los gestores de empresas que realizan o están analizando la posibilidad de llevar a cabo una IDE dado que aporta información relevante para su toma de decisiones. A los organismos públicos y privados de fomento de la IDE les ayuda a favorecer políticas que promuevan programas de financiación más adecuados a estos procesos de internacionalización, especialmente relevante en estos momentos de crisis económica. También resulta de interés a los académicos para orientar sus actividades de investigación, docencia y extensión hacia aquellas que más contribuyan a generar o fortalecer la internacionalización de las empresas a través de la IDE.

Este estudio presenta varias limitaciones que sugieren vías de investigación futuras. En primer lugar, las propias limitaciones de la base de datos, constituida exclusivamente por datos contables y con un reducido número de observaciones. Esto ha limitado la posibilidad de analizar con mayor profundidad las causas que han motivado este mayor crecimiento de las empresas que han realizado IDE y sus preferencias de fuentes de financiación. En el futuro se podría analizar, a través de la Teoría de los Recursos y Capacidades, cuáles son los principales factores competitivos que pueden hacer más eficaces las empresas que realizan IDE, y considerar las distintas teorías financieras que impulsan a la empresa que realiza IDE por sus preferencias de endeudamiento a largo plazo. En segundo lugar, este trabajo se ha limitado a analizar las características económicas y financieras de las empresas que han realizado IDE a partir de las cuentas anuales consolidadas presentadas en España. Estudios posteriores podrían distinguir dentro de cada empresa el impacto de los diferentes proyectos de IDE realizados, al objeto de analizar de una forma más pormenorizada la influencia de la IDE en el contexto general de la empresa.

Referencias bibliográficas

- [1] AZMAN-SAINI, W.N.W.; LAW, S.H. y AHMAD, A.H. (2010): «FDI and Economic Growth: New Evidence on the Role of Financial Markets», *Economics Letters*, 107, pp. 211-213.
- [2] BALCAEN, S. y OOGHE, H. (2006): «35 Years of Studies on Business Failure: an Overview of the Classic Statistical Methodologies and Their Related Problems», *The British Accounting Review*, 38, pp. 63-93.
- [3] BALDWIN, J.R. y GORECKI, P.K. (1991): Entry, Exit, and Productivity Growth, in Entry and Market Contestability. In: GEROSKI, P.A., SCHWALBACH, J. (Eds.), Basil Blackwell, Oxford.
- [4] BALDWIN, R. (1995): *The Dynamics of Industrial Competition*. Cambridge University Press, Cambridge.
- [5] BILGILI, F.; TULÜCE, N.S.H. y DOĞAN, I. (2012): «The Determinants of FDI in Turkey: a Markov Regime-Switching approach», *Economic Modelling*, 29, pp. 1.161-1.169.
- [6] CAVES, R. (1971): «International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investments», *Economica*, vol. 38, 149, pp. 1-27.
- [7] CHEN, T. J. y KU, Y. H. (2000): «The Effect of Foreign Direct Investment on Firm Growth: the Case Of Taiwan's Manufacturers», *Japan and the World Economy*, 12, pp. 153-172.
- [8] CHUNG, W. (2001): «Mode, Size, and Location Of Foreign Direct Investments and Industry Markups», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 45, pp. 185-211.
- [9] DE MAESENEIRE, W. y CLAEYS, T. (2012): «SMEs, Foreign Direct Investment and Financial Constraints: The Case of Belgium», *International Business Review*, pp. 408-424.
- [10] DEBAERE, P.; LEE, H. y LEE, J. (2010): «It Matters where You Go: Outward Foreign Direct Investment And Multi-national Employment Growth at Home», *Journal of Development Economics* 91 (2), pp. 301-309.
- [11] EDAMURA, K.; HERING, L.; INUI, T. y PONCET, S. (2011): The Overseas Subsidiary Activities and Their Impact on the Performance of Japanese Parent Firms. RIETI Discussion Paper 11-E-069.
- [12] FRANK, R. y FREEMAN, R. (1978): *The Distributional Consequences of Direct Foreign Investment*. Academic Press, New York.
- [13] GLICKMAN, N. y WOODWARD, D. (1989): *The New Competitors: How Foreign Investors Are Changing the US Economy*. Basic Books, New York.
- [14] GORG, H. y GREENAWAY, D. (2004): Much Ado About Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?. *World Bank Research Observer*, 19, pp. 171-197.
- [15] HAYAKAWA, K.; MATSUURA, T.; MOTOHASHI, K. y OBASHI, A. (2013): «Two-dimensional Analysis of the Impact of Outward FDI on Performance at Home: Evidence from Japanese manufacturing firms», *Japan and the World Economy*, 27, pp. 25-33.
- [16] HIJZEN, A.; JEAN, S. y MAYER, T. (2011): «The Effects At Home of Initiating Production Abroad: Evidence from Matched French Firms», *Review of World Economics* 147 (3), pp. 457-483.

- [17] HIRSCH, S. (1976): «An International Trade and Investment Theory of the Firm», *Oxford Economic Paper*, 28, en OCDE: *The Determinants of Foreign Investments: Relevant Aspects for Assessing the Role of Investment Incentive*, París.
- [18] HYMER, S. (1960): *The International Operation of National Firms*, MIT Press, Cambridge, MA.
- [19] KINDLERBERGER, C.P. (1969): *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*, Yale University press, New Haven.
- [20] KLEIN, M.W. y PEEK, J. (2000): «Troubled Banks, Impaired Foreign Direct Investment The Role of Relative Access to Credit»,
- [21] KUMAR, N. (2007): «Internationalization of Indian Enterprises: Patterns, Strategies, Ownership Advantages, and Implications», *Asian Economic Policy Review*, vol. 3, (2), pp. 242-261.
- [22] LEE, I.H. y RUGMAN, A.M. (2012): «Firm-specific Advantages, Inward FDI Origins, and Performance of Multinational Enterprises», *Journal of International Management*, 18, pp. 132-146.
- [23] LIPSEY, R. (1994): *Outward Direct Investment and the US Economy*, National Bureau of Economic Research Working Paper 4691.
- [24] LIU, L. (1993): «Entry-exit, Learning, and Productivity Change: Evidence from Chile», *Journal of Development Economics*, 42 (2), pp. 217-242.
- [25] NAVARETTI, B.; CASTELLANI, D. y DISDIER, A.C. (2010): *How Does investing in Cheap Labor Countries Affect Performance at Home? France and Italy*, *Oxford Economic Papers* 62 (2), pp. 234-260.
- [26] SINGH, A. (1977): «UK Industry and the World Economy: A Case of Deindustrialization?», *Cambridge Journal of Economics*, 1, pp. 113-134.
- [27] TAGGART, J. (1993): *The World Pharmaceutical Industry*, London: Routledge.
- [28] TAN, B. y VERTINSKY, H. (1996): «Foreign Direct Investment by Japanese Electronics Firms in the United States and Canada: Modeling the Limiting of Entry», *Journal of International Business Studies*, 27, pp. 655-681.
- [29] TEMIZ, D. y GOKMEN, A. (2013): «FDI Inflow as an International Business Operation by MNCs and Economic Growth: An Empirical Study on Turkey», *International Business Review*. Article in Press.
- [30] TREVINO, L.J. y GROSSE, R. (2002): «An Analysis of Firm-Specific Resources and Foreign Direct Investment in the United States», *International Business Review*, 11, pp. 431-452.
- [31] VU, T.B.; GANGNES, B. y NOY, I. (2008): «Is Foreign Direct Investment Good for Growth? Evidence from Sector Analysis of China and Vietnam», *Journal of Asia Pacific Economy*, 13(4), pp. 542-562.
- [32] WI, S.K. y LYN, E.O. (1990): «FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the U.S.», *Journal of International Business Studies*, Vol. 21, (1), pp. 41-54.
- [33] YAO, S. y WEI, K. (2007): «Economic Growth in the Presence of FDI: The Perspective of Newly Industrialising Economies», *Journal of Comparative Economics*, 35, pp. 211-234.