

Cristina López Duarte*
Esteban García Canal*

CREACIÓN DE VALOR EN LA EXPANSIÓN INTERNACIONAL A TRAVÉS DE LAS INVERSIONES DIRECTAS EN EL EXTERIOR: EL CASO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

En el presente trabajo se lleva a cabo un estudio sobre la reacción del mercado de valores ante los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas. El trabajo analiza no sólo en qué medida tales procesos generan riqueza para los accionistas de las empresas inversoras, sino también cómo la propia fórmula de inversión elegida por la empresa —creación de filial de plena propiedad, creación de empresa conjunta o adquisición— influye en la reacción del mercado. Asimismo, se analiza la influencia que la interacción entre tales fórmulas y otros factores propios de la empresa inversora —acumulación de activos intangibles y volumen de tesorería discrecional— o del mercado receptor —distancia cultural y grado de desarrollo económico— ejercen sobre dicha reacción.

Palabras clave: inversiones directas, inversiones en el extranjero, mercado de valores, empresas filiales, empresas conjuntas, fusiones y adquisiciones, España.

Clasificación JEL: D74, F21, G34.

1. Introducción

¿Crean valor para sus accionistas las empresas que invierten en el exterior convirtiéndose en multinaciona-

les? Las evidencias empíricas al respecto son contradictorias, pues mientras existen estudios que confirman tal creación de valor —por ejemplo, Doukas y Travlos (1988), Morck y Yeung (1992)—, otros evidencian lo contrario —por ejemplo, Christophe (1997), Click y Harrison (1999)—. Estas evidencias empíricas contradictorias tampoco deberían sorprendernos, pues la internacionalización mediante inversión directa en el exterior (IDE) tiene para las empresas ventajas e inconvenientes y no todas las empresas pueden beneficiarse de ella en la misma medida. De hecho, en los estudios empíri-

* Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Oviedo

Los autores agradecen el apoyo financiero proporcionado por la Consejería de Educación y Cultura del Principado de Asturias (Plan Regional de I+D, Convocatoria de Ayudas de 2001: PB-EJS01-09).
Versión de 24 de septiembre de 2003.

cos en los que se aprecia un efecto positivo derivado de la internacionalización mediante IDE, se constata que únicamente las empresas con buenas oportunidades de inversión y niveles elevados de activos intangibles generan una rentabilidad anormal positiva para sus accionistas (Morck y Yeung, 1992; Chen *et al.*, 2000). Todo ello viene a corroborar las predicciones de la denominada Teoría de la Internalización (Buckley y Casson, 1976; Teece, 1977; Hennart, 1982).

La literatura al respecto se ha centrado sobre todo en el análisis de la expansión internacional a través de dos tipos de IDE: adquisiciones y, en menor medida, empresas conjuntas, utilizando en la mayor parte de los casos la metodología del estudio de acontecimientos (McWilliams y Siegel, 1997). Una peculiaridad común a estos dos modos de implantación internacional es que en ellos la empresa que se expande accede a recursos específicos de diferentes empresas (Hennart, 1988). De este modo, en ambos casos existe una fuente adicional de rentas para la empresa inversora en el exterior: las que se derivan de la combinación de recursos idiosincrásicos e interdependientes procedentes de diferentes empresas. Así pues, si estamos analizando la reacción del mercado de capitales ante la formación de una empresa conjunta o una adquisición internacional, existen factores adicionales a la mera internacionalización que podrían estar influyendo en la rentabilidad anormal que genera el proceso, tales como el nivel de activos intangibles de la otra empresa que participa en la operación (socio o empresa adquirida, respectivamente) o el precio que se paga por ella en el caso de la adquisición. Por otro lado, tanto empresas conjuntas como adquisiciones implican unos costes de gestión adicionales (Kogut y Singh, 1988) susceptibles de influenciar el comportamiento del mercado.

Por contra, cuando la IDE se lleva a cabo mediante la creación de una filial de plena propiedad, la empresa inversora únicamente explota sus propios recursos junto con otros recursos locales que contrata a través del mercado. En este caso, por tanto, no existe combinación de recursos de diferentes empresas ni costes adi-

cionales derivados de la coordinación con la empresa socio o la integración de la empresa adquirida. Pese a ello, la reacción del mercado de valores ante el establecimiento de filiales en el exterior de nueva creación apenas ha sido analizada en la literatura.

Otra característica de la literatura previa radica en que, fundamentalmente, se ha centrado en analizar la reacción del mercado ante la internacionalización de empresas estadounidenses. Estas empresas, en general, presentan un nivel de competitividad internacional elevado, frecuentemente superior al de empresas de otros países. Dado que la clave para crear valor con la expansión internacional parece pasar por la posesión de activos intangibles valiosos, surge la duda de si la expansión internacional mediante IDE de las empresas procedentes de países con niveles intermedios de competitividad internacional es susceptible de generar una reacción del mercado similar a la que suscitan los procesos de inversión realizados por las empresas estadounidenses. No obstante, apenas existen estudios empíricos que hayan analizado tal reacción del mercado ante las inversiones realizadas por empresas procedentes de países de competitividad intermedia. Más en concreto, la rentabilidad anormal asociada a la inversión directa en el exterior no ha sido analizada previamente en el caso de España.

Con el objeto de cubrir esas lagunas, este trabajo presenta un primer estudio de la reacción del mercado de capitales ante las decisiones de internacionalización de naturaleza productiva¹ realizadas por las empresas españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1996. En concreto, la novedad de este trabajo radica en que nuestra muestra de IDE reúne diferentes modos de entrada: empresas conjuntas, adquisiciones y filiales de plena propiedad de nueva creación. Otra novedad es que las empresas inversoras en el exterior son españolas. Dado que Espa-

¹ IDE realizada con objeto de desarrollar en el mercado receptor de la IDE una actividad de producción y/o prestación de servicios.

ña es un país considerado como inversor tardío dentro de la Teoría del Ciclo de Desarrollo de la Inversión Directa en el Exterior (Dunning y Narula 1994, 1996), el presente trabajo nos permite analizar el impacto diferenciado de los flujos de inversión dirigidos hacia países con mayor y menor competitividad internacional que España.

La estructura del trabajo es la siguiente: en la próxima sección se identifican los diferentes factores susceptibles de influenciar la reacción del mercado de valores ante un proceso de inversión directa en el exterior, así como la interacción entre tales factores y las diferentes fórmulas de inversión. En las secciones 3 y 4 se presenta el estudio empírico relativo a tal creación de valor. Por último, se resumen las principales conclusiones obtenidas.

2. Creación de valor en los procesos de IDE: factores determinantes

Creación de valor y modalidad de IDE

Desde la difusión de las ideas de Hymer (1960)², los investigadores sobre la internacionalización de la empresa vienen asumiendo que la razón que justifica la expansión internacional mediante IDE es la posesión de un determinado tipo de ventajas competitivas que permiten compensar lo que Zaheer (1995), basándose en las ideas del propio Hymer, denomina «la desventaja del extranjero». Esta desventaja surge de la falta de conocimiento local, reputación y relaciones en el mercado de destino. Las empresas que entran en nuevos países carecen de tales recursos, con el agravante de que los mismos no son susceptibles de adquisición a través del mercado. Sobre esta base, los autores enmarcados dentro de la denominada Teoría de la Internalización (Buckley y Casson, 1976; Teece, 1977; Hennart, 1982) sostienen que las ventajas com-

petitivas que permiten superar la desventaja del extranjero se derivan de la experiencia y conocimiento acumulados en el país de origen de la empresa que se expande y que son susceptibles de generar rentas en el país de destino. La razón por la que la posesión de estos activos conduce a la inversión directa en el exterior por parte de la empresa radica en que la naturaleza intangible de los mismos convierte al mercado en una alternativa poco eficiente para su transferencia, debido a los elevados costes de transacción. Esta circunstancia fuerza a la empresa a explotar tales activos directamente en el extranjero a través de la inversión directa, internalizando los mercados de activos intangibles.

Tal como señalan Hennart y Park (1993), la lógica de la inversión directa en el exterior es la combinación de recursos de la empresa que se expande con otros recursos obtenidos en el país de destino. Estos últimos pueden obtenerse de tres formas: a través del mercado, comprando una empresa que los posee o bien llegando a algún tipo de acuerdo de colaboración con la misma. Esta distinción nos permite distinguir la naturaleza de los diferentes tipos de inversiones directas en el exterior:

- *Creación de filiales de plena propiedad (FPP)*. En este caso la empresa ensambla directamente en el exterior sus propios recursos junto con otros cuya utilización se contrata en el mercado: inmuebles, recursos humanos, maquinaria, entre otros.
- *Adquisiciones*. En este caso la empresa compra una unidad productiva en el exterior que ya cuenta con un conjunto de activos que se prestan a realizar actividades productivas en el país de destino. A esa unidad productiva adquirida se transfieren posteriormente los recursos propios de la empresa inversora.
- *Empresas conjuntas (EC)*. En este caso tanto la empresa que se expande como, al menos, otro socio transfieren parte de sus recursos a una entidad de nueva creación que operará en el país de destino. Normalmente se crean con un único socio que suele proceder del propio país de destino.

² Si bien el trabajo doctoral de HYMER fue desarrollado en 1960, el mismo no fue publicado hasta 1976.

Contar con todo o parte de los recursos de un socio ya localizado en el mercado receptor de la IDE facilita a la empresa inversora la superación de la ya mencionada desventaja del extranjero, aunque en realidad, tales recursos incluso podrían mejorar la competitividad de la empresa en otros mercados. De este modo, la capacidad de generar beneficios a partir de las competencias de la empresa sería mayor al poder combinarlas con recursos ubicados en el país de destino³. No obstante, si tales recursos se obtienen adquiriéndolos directamente en el mercado, difícilmente la empresa podrá obtener una rentabilidad extraordinaria de los mismos si el mercado en cuestión es mínimamente competitivo, pues las posibles rentas serían integradas en el precio de los activos (Barney, 1986). Por esta razón, las ganancias derivadas del acceso a recursos locales serían especialmente importantes cuando los mismos fueran idiosincrásicos —esto es, específicos a una empresa susceptible, a su vez, de ser adquirida o aliada— y, por tanto, no disponibles a través del mercado. No obstante, en el caso de las adquisiciones, la empresa inversora debe pagar el precio de mercado de todo el conjunto de activos (incluido el fondo de comercio) propiedad de la empresa adquirida. Ello hace que el acceso a los mencionados recursos valiosos se lleve a cabo pagando una prima por los mismos que puede reducir o incluso anular

la rentabilidad anormal —esto es, la rentabilidad obtenida por los títulos de la empresa adquirente directamente atribuibles al anuncio de la adquisición. Tan sólo la existencia de imperfecciones en el mercado de empresas provocaría la generación de rentabilidades anormales positivas para los accionistas de la empresa adquirente. Ése no parece ser el caso de las adquisiciones como medio de entrada en nuevos países. En ellas el recurso al que se desea acceder en la mayor parte de los casos es el conocimiento y recursos locales. En cada país existen múltiples candidatos que disponen de esos recursos. Al mismo tiempo, el número de posibles empresas adquirentes también es considerable. Como consecuencia de esta diversidad de participantes potenciales, existe una competencia en el mercado de empresas que hace que por lo general no quepa esperar que en las adquisiciones internacionales se cree valor para los accionistas de la empresa inversora.

En el caso de las empresas conjuntas, como no es necesario pagar el valor total de los recursos que se utilizan, el potencial de generación de rentas será mayor, máxime si se bloquea el acceso de otras empresas a los recursos del socio y éstos son difíciles de imitar o sustituir (Peteraf, 1993). De hecho, el bloqueo de los recursos del socio a otros potenciales competidores constituye la base de la formación de lo que se denomina bloques estratégicos o constelaciones empresariales (Nohria y García-Pont, 1991; Gomes-Casseres, 1996); grupos de empresas aliadas que compiten contra otros grupos de empresas. Por tanto, en este caso, sí cabe esperar una reacción positiva del mercado de valores ante el proceso de expansión internacional de la empresa mediante la creación de una empresa conjunta.

Por último, en el caso de la creación de filiales, el acceso a recursos locales se lleva a cabo a través del mercado. Ello implica que no se paga por ellos un sobreprecio, como sucede en el caso de las adquisiciones. No obstante, la no disponibilidad de activos estratégicos locales —para los que no existe un mercado debido a su carácter idiosincrásico— limita las posibilidades de superar la desventaja del extranjero.

³ El conocido Paradigma Ecléctico de la Producción Internacional establece que la internacionalización de la empresa a través de una IDE sólo resulta posible cuando se cumplen simultáneamente las siguientes condiciones [DUNNING (1977, 25-26)]: I) La empresa posee alguna ventaja específica de propiedad que puede mantener frente a sus rivales nacionales y extranjeros. Estas ventajas se derivan de la posesión de activos específicos por parte de las empresas multinacionales de los que carecen otras empresas. II) La empresa considera que la forma óptima de explotar internacionalmente sus ventajas de propiedad es hacerlo manteniendo el control y la propiedad sobre las mismas —frente a la venta de los derechos sobre su utilización a empresas extranjeras— consecuencia de su eficiencia organizacional para la estructuración de las transacciones. Ello da lugar a que aparezcan las denominadas ventajas derivadas de la internalización de las transacciones. III) Las ventajas de propiedad de la empresa deben ser explotadas conjuntamente con recursos no móviles ubicados fuera de las fronteras de su propia nación de origen. La región geográfica que posee tales recursos presenta, por tanto, una ventaja específica de localización de la que carecen otras regiones o países.

Así pues, la reacción del mercado ante un proceso de expansión internacional mediante IDE está condicionada tanto por la posibilidad de la empresa inversora de acceder a recursos estratégicos locales, como por la forma en que acceda a los mismos.

Otros factores susceptibles de influenciar la reacción del mercado ante una IDE

Al margen de la propia fórmula elegida por la empresa para realizar su IDE, existen otros factores susceptibles de influenciar la reacción del mercado de valores, y que se exponen a continuación.

El primero de ellos, al que ya hemos hecho referencia en párrafos anteriores, es la *posesión de activos intangibles valiosos* por parte de la empresa que se expande (Morck y Yeung, 1992; Chen *et al.*, 2000). En general, sea cual sea el modo de entrada elegido, la posesión de activos intangibles valiosos influirá positivamente en la obtención de rentabilidades anormales positivas. En el caso de las adquisiciones, permitiría aumentar la capacidad de obtener beneficios de la empresa adquirida, de tal forma que la empresa podría llegar a obtener rentas de los activos adquiridos una vez combinados con sus intangibles. Estos beneficios adicionales no podrían ser repercutidos en el precio por el vendedor, al poder obtenerlos únicamente la empresa compradora (Barney, 1988; Morck y Yeung, 1992). En el caso de las alianzas, los intangibles aportados también aumentarían las posibilidades de generar beneficios de la unidad en el exterior, al tiempo que aumentaría el poder de negociación de la empresa para obtener mejores condiciones del acuerdo. Con todo, la aportación de intangibles valiosos a una empresa conjunta implica siempre asumir un importante riesgo de expropiación por parte del socio (Kogut, 1988; Oxley, 1997). No obstante, si tenemos en cuenta que con esta alianza los socios se estarían otorgando cierta exclusividad en el uso de sus recursos en una región geográfica determinada, ambos obtendrían rentas como consecuencia del bloqueo de sus recursos para otras empresas (Kogut, 1988; Doz y Hamel, 1998).

Por último, en el caso de las filiales, las posibilidades de obtener rentas también serán mayores cuando la empresa inversora cuente con intangibles valiosos. De hecho, en el caso de las FPP, ésta es la única baza con la que cuenta la empresa para superar la desventaja del extranjero (Hymer, 1960). Por esta razón, parece difícil que la creación de filiales pueda generar rentabilidades anormales positivas si la empresa carece de intangibles valiosos.

Un segundo factor que podría influir en la rentabilidad anormal que experimentan las acciones de una empresa tras una inversión en el exterior es la existencia de *problemas de agencia* (Mork *et al.*, 1990; Morck y Yeung, 1992). Como la literatura empírica pone de manifiesto, un buen número de las inversiones en el exterior realizadas por las empresas genera rentabilidades anormales negativas. Lógicamente, a la hora de explicar por qué los directivos toman decisiones que puedan perjudicar a sus accionistas, la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976) se configura como un enfoque llamado a tener un importante poder explicativo. Este enfoque analiza las decisiones empresariales desde el prisma de los conflictos de intereses asociados a la separación entre la propiedad y el control de las empresas. Desde esta perspectiva, las inversiones en el exterior serían vistas como medios a disposición de los directivos profesionales para la obtención de beneficios privados asociados al crecimiento de la empresa —como poder o prestigio— a costa de los intereses de los accionistas. De este modo, en las empresas dirigidas por directivos profesionales que tuviesen abundante tesorería discrecional (Jensen, 1986) existiría un mayor riesgo de destrucción de valor, pues se darían los máximos incentivos para un comportamiento oportunista. Con todo, los directivos que tengan este tipo de comportamiento no tendrían por qué valorar por igual todos los medios de entrada. De un lado, la creación de filiales supone un proceso de crecimiento más lento. Las empresas conjuntas, por su parte, suponen compartir el poder con un socio. Es en el caso de las adquisiciones donde los beneficios privados aparecerían más rápido,

pues la unidad adquirida estaría operativa y bajo el control de la adquirente desde el primer día. Los resultados empíricos vienen a confirmar en cierta medida un mayor efecto de la discrecionalidad directiva en el caso de las adquisiciones. En efecto, mientras que se ha confirmado la influencia negativa de la discrecionalidad directiva en la creación de valor asociada a una adquisición (Morck *et al.*, 1990; Lang *et al.*, 1991), la evidencia empírica no resulta tan clarificadora para el caso de las alianzas estratégicas (Vidal y García Canal, 2001).

Un tercer factor susceptible de influenciar la capacidad de obtención de rentas en el exterior lo constituyen lo que se ha dado en llamar como *distancia cultural*. Este concepto aproxima las diferencias existentes entre los individuos de diferentes países en cuanto a la forma de pensar y actuar. Tales diferencias no hacen sino aumentar la desventaja del extranjero, pues aumenta la dificultad de la empresa para operar en el nuevo mercado y servir adecuadamente a sus nuevos consumidores. Por esta razón, podría parecer que a mayor distancia cultural las opciones que suponen el acceso a recursos estratégicos del país de destino deberían ser más valoradas por el mercado de capitales. Sin embargo, dentro de estas opciones externas, las empresas conjuntas se configuran como mejor opción para actuar en países con distancia cultural elevada. Ello se debe a la dificultad de integrar a la empresa adquirida por parte de la empresa adquirente. Utilizando el concepto de *organizational fit*, introducido por Jemison y Sitkin (1986), definido como «la relación entre las prácticas administrativas y culturales y las características personales de las empresas adquirente y adquirida», Kogut y Singh (1988) muestran cómo a medida que aumenta la distancia cultural, la dificultad de dirigir al personal de la empresa adquirida aumenta, ante la dificultad de integrar los sistemas administrativos de las empresas adquirente y adquirida. Adicionalmente, las diferencias culturales reducen la efectividad de los mecanismos de control basados en la confianza y los valores compartidos (Woodcock *et al.*, 1994). En las EC, por el contrario, la gestión y supervisión de los empleados autóctonos y el trato con

clientes y proveedores pueden ser encomendados al socio local, que posee el conocimiento específico necesario para ello y los incentivos adecuados para realizar estas tareas (Kogut y Singh, 1988; Hennart y Reddy, 1997)⁴.

3. Fuentes de datos y metodología de estudio

Fuentes de datos

Al objeto de desarrollar el presente estudio, hemos utilizado una base de datos (BD) sobre inversiones directas en el exterior realizadas por empresas españolas en el período comprendido entre 1990 y 1996, ambos inclusive, a través de las diferentes fórmulas identificadas en el epígrafe anterior: creación de filiales de plena propiedad, creación de empresas conjuntas y adquisición de empresas previamente localizadas en el mercado receptor de la IDE.

Dicha base de datos se construyó en el marco de una investigación más amplia⁵ a partir de las noticias sobre IDE realizadas por empresas españolas publicadas por el diario *Expansión*. Adicionalmente, y dado que la metodología utilizada requiere la identificación exacta de la fecha en la que tiene lugar el primer anuncio relativo a la inversión, para cada noticia se realizó un rastreo de toda la prensa económica española mediante la utilización de la base de datos *Baratz*. Dadas las restricciones impuestas por la metodología utilizada para llevar a cabo el estudio de creación de valor, la incorporación a la base de datos de las IDE se limitó únicamente a las inversiones realizadas por empresas

⁴ Otro factor relacionado con el país de destino que podría influir en la rentabilidad anormal generada por la IDE es su grado de estabilidad política. En general, cuanto menor sea tal estabilidad, y por tanto mayor el riesgo país que percibe la empresa inversora, mayor será la preferencia de ésta por fórmulas de implantación que conlleven menores inversiones. Para más detalle, véase HENISZ (2000).

⁵ Investigación dirigida a identificar los factores determinantes de la inversión exterior española en su conjunto —no únicamente la realizada por empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid—, así como de la estructura de propiedad de la misma.

españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en el momento en que se publicó el anuncio de la inversión, identificándose un total de 103 anuncios de IDE realizadas por empresas españolas en el período objeto de estudio. Una vez aplicados diversos filtros⁶ derivados de las restricciones metodológicas, la muestra inicial quedó reducida a un total de 74 IDE realizadas en el período objeto de estudio por 34 empresas diferentes. Un volumen mayoritario de estas inversiones fue realizado durante los últimos años de dicho período —un porcentaje cercano al 40 por 100 de las mismas se concentra en el último bienio—. El 90 por 100 de estas inversiones se han localizado en América Latina y los países integrados en la OCDE (principalmente en la Unión Europea) siendo los sectores de actividad que podríamos catalogar de «regulados»⁷ y finanzas los más activos en la realización de inversiones en el exterior. Por lo que respecta a la forma en que se ha realizado la inversión, las FPP constituyen claramente la fórmula elegida en menor medida por las empresas españolas, de tal forma que las empresas conjuntas representan el 36 por 100 de las IDE recogidas en la base, tomando las adquisiciones un papel mayoritario con el 47 por 100 de IDE⁸.

Metodología

La metodología utilizada al objeto de contrastar en qué medida los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas crean valor para

los accionistas ha sido el estudio de acontecimientos. Tal estudio permite identificar cómo reacciona el precio de los activos financieros de una empresa ante el anuncio de determinados hechos relevantes para la misma. En concreto, el estudio de acontecimientos trata de identificar en qué medida el anuncio de un determinado suceso influye sobre la rentabilidad de un título; es decir, en qué medida dicha rentabilidad es diferente a la que el título hubiera obtenido en caso de no producirse (ni anunciarse) el mencionado suceso. El diferencial de rentabilidad asociado al anuncio del suceso constituye la denominada rentabilidad anormal o rentabilidad en exceso.

Así la rentabilidad anormal —positiva o negativa— asociada a un determinado suceso se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada en un título y la rentabilidad esperada del mismo de acuerdo con un modelo de mercado. Dicha rentabilidad anormal, en caso de existir, constituye una medida de la influencia que el acontecimiento identificado (en nuestro caso la realización de una inversión directa en el exterior) ejerce sobre la riqueza de los accionistas de la empresa implicada en tal acontecimiento.

La utilización de esta metodología de estudio requiere la aplicación de un primer filtro sobre la base de datos considerada consistente en eliminar todos aquellos anuncios de IDE susceptibles de estar «contaminados». Así, al objeto de eliminar la posible influencia que el anuncio de algún otro acontecimiento coincidente en el tiempo con la realización de la IDE pudiera ocasionar sobre el cálculo de la creación de valor o rentabilidad anormal generada por la misma, se eliminaron de la muestra aquellas noticias de IDE que coincidieran temporalmente con modificaciones en el capital de la empresa —ampliación o reducción del mismo—, intentos de toma de control de la empresa y/o pagos de dividendos a los accionistas de la misma. La información relativa a los pagos de dividendos y/o a las modificaciones en el capital de las empresas se ha obtenido de los Informes Anuales de la Bolsa de Madrid; mientras que la información relativa a posibles intentos de tomas de con-

⁶ La necesidad y forma de aplicación de los mismos se detalla en el siguiente epígrafe del trabajo.

⁷ Conjunto de sectores que, tal y como recoge la OCDE (1993), han sido tradicionalmente objeto de una elevada regulación si bien están siendo progresivamente liberalizados.

⁸ Si bien esta distribución de la muestra difiere de la recogida en estudios previos relativos a la IDE española, tal diferencia parece deberse al hecho de que la presente base de datos recoge exclusivamente IDE realizadas por empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid y no por el conjunto de empresas españolas, de tal forma que las empresas no cotizadas, por norma general de menor tamaño y, por ende, menor propensión a realizar adquisiciones, no aparecen representadas en la misma.

trol y aquella sobre las propias IDE, se ha obtenido de la prensa económica.

Al objeto de estimar el modelo de mercado, se utilizaron datos de cotización relativos a un intervalo de 120 días. Dicho intervalo comenzaba 130 días antes de la publicación del anuncio relativo a la inversión ($t = -30$) y terminaba 11 días antes del mismo ($t = -11$); siendo $t = 0$ el día en el que aparece publicada por primera vez la noticia relativa a la inversión. Los 10 días inmediatamente anteriores a la publicación del anuncio han sido excluidos del intervalo de trabajo utilizado para estimar el modelo de mercado, al objeto de eliminar aquellos datos de cotización que pudieran estar afectados por el suceso (la inversión). La inclusión de estos datos potencialmente afectados podría conducir a una infraestimación de las rentabilidades anormales, al estar el efecto del anuncio parcialmente incorporado en la estimación de las rentabilidades esperadas.

Para cada uno de los días que componen la ventana del período de estudio se calcula la rentabilidad anormal del título. A su vez, la rentabilidad anormal acumulada por dicho título se calcula agregando los excesos de rentabilidad correspondientes a los días en los que se produce la reacción de mayor magnitud del mercado.

La estimación de estos modelos de mercado implica la realización de un segundo filtro en la base de datos. Dado que la metodología descrita requiere que la empresa a la que hace referencia el anuncio haya cotizado en bolsa un número determinado de días antes de la publicación del mismo al objeto de que resulte posible estimar los parámetros característicos de la empresa, resulta necesario eliminar todos aquellos anuncios relativos a inversiones realizadas por empresas que no han cotizado en bolsa un número de días suficientemente elevado con anterioridad al anuncio de la inversión.

Una vez realizados ambos filtros —eliminación de anuncios susceptibles de estar «contaminados» y de aquéllos relativos a inversiones realizadas por empresas que no habían cotizado un número mínimo de

días con anterioridad al anuncio de la inversión—, la base de datos quedó constituida por un total de 74 inversiones directas en el exterior para las que se calculó la rentabilidad anormal o rentabilidad en exceso asociada al anuncio de la realización de IDE. Al objeto de contrastar la significación de las estimaciones realizadas se utilizó el estadístico de Corrado (1989).

4. Resultados

Reacción del mercado de valores ante los procesos de IDE realizados por empresas españolas

Las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones de las empresas ante el anuncio de la realización de una IDE se recogen en el Cuadro 1.

Si bien para la mayor parte de las inversiones incluidas en la muestra la mayor reacción del mercado se ha producido en el mismo día del anuncio de la inversión, hemos procedido a calcular los excesos de rentabilidad para diferentes períodos de estudio comprendidos en el intervalo $t = -2$, y $t = +2$, dado que éste es el espacio temporal en el que se concentraron las mayores reacciones del mercado a los anuncios objeto de este estudio. En cualquier caso, nuestros datos muestran la existencia de una gran variabilidad, pues el número de IDE que genera una rentabilidad anormal positiva no supera el 53 por 100 en ninguno de los intervalos considerados.

Los resultados obtenidos muestran una valoración positiva por parte del mercado de aquellas inversiones en el exterior realizadas por las empresas españolas durante el período objeto de estudio y recogidas en la BD. Así, nuestros resultados muestran la existencia de rentabilidades anormales de signo positivo que por término medio alcanzan un valor del 0,23 por 100 en el mismo día en que se lleva a cabo el anuncio de la inversión (RA_0) —el 50 por 100 de las IDE recogidas en la base generan una reacción positiva del mercado de valores. Esta rentabilidad no resulta estadísticamente significativa, si bien roza el umbral de significación estadís-

CUADRO 1

EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA REALIZACIÓN DE IDE

	Rentabilidad anormal (RA%)	Z (Test de Corrado)	Casos positivos (%)
IDE recogidas en la BD (N=74)	RA ₀ = 0,23	1,24	50,0
	RA _{-2,0} = 0,30	1,38*	52,7
	RA _{0,2} = 0,00	0,40	48,8
	RA _{-2,2} = 0,04	0,20	48,8

* p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

tica. No obstante, según puede observarse en el cuadro, dicha rentabilidad anormal positiva alcanza valores superiores y estadísticamente significativos cuando se consideran distintos períodos de agregación, fundamentalmente comprendidos en los días inmediatamente anteriores a la fecha del anuncio de la inversión. Con todo, dicha reacción positiva parece ser compensada por el mercado en los días inmediatamente posteriores a la inversión, tal y como muestran los resultados recogidos en el cuadro.

Reacción del mercado de valores ante los diferentes tipos de IDE

Tal y como se ha señalado en el epígrafe 2 de este trabajo, la lógica que subyace a un proceso de inversión directa en el exterior radica en la combinación de recursos propios de la empresa inversora con recursos localizados en el mercado destino de su inversión. El acceso a estos recursos locales puede conseguirse a través de diferentes opciones que, a su vez, dan lugar a los diferentes tipos de IDE identificados en dicho epígrafe: creación de filiales de plena propiedad, creación de empresas conjuntas y adquisiciones. Dada la diferente naturaleza de cada uno de estos tipos de inversión cabe esperar que los mismos sean valorados de forma diferenciada por el mercado de valores.

Al objeto de analizar tal reacción diferenciada, procedimos a realizar una división de la muestra inicial en tres submuestras en las que se recogen las tres categorías ya mencionadas, obteniéndose los resultados que aparecen recogidos en el Cuadro 2.

Los resultados obtenidos muestran que, en general, el mercado reacciona de forma positiva ante aquellos procesos de IDE realizados a través de la creación de nuevas empresas en el mercado receptor, produciéndose la reacción contraria en el caso de las inversiones materializadas a través de una adquisición. Así, tanto la inversión a través de filiales de plena propiedad como la creación de empresas conjuntas generan rentabilidades anormales positivas en prácticamente todos los intervalos de acumulación posibles comprendidos entre t = -2 y t = +2, mientras que dichas rentabilidades resultan negativas para el caso de las adquisiciones en dichos intervalos. Con todo, la desigual significación estadística de estos resultados obliga a la cautela al realizar la interpretación de los mismos.

Tal y como puede observarse en el cuadro, el mercado reacciona de forma particularmente positiva ante un tipo concreto de inversiones: las realizadas mediante la creación de una empresa conjunta en el mercado receptor. Así, la rentabilidad anormal positiva y estadísticamente significativa generada por este tipo de inversiones alcanza el 1 por 100 en el día en el que se lleva a cabo el anuncio, resultando igualmente positiva —y siempre superior al 0,5 por 100— para todos los períodos de acumulación considerados. Adicionalmente, el porcentaje de IDE que generan una reacción positiva del mercado también resulta superior para la mayor parte de los intervalos considerados cuando la misma es realizada mediante la creación de una empresa conjunta. Estos resultados parecen confirmar la capacidad de las empresas conjuntas para crear rentas gracias a la combinación de los activos propios de la empresa inversora con activos idiosincrásicos de una segunda empresa localizada en el mercado receptor.

Por su parte, las inversiones realizadas mediante la creación de una filial de plena propiedad resultan valora-

CUADRO 2

**EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO
A LA REALIZACIÓN DE IDE EN FUNCIÓN
DEL TIPO DE INVERSIÓN**

	Rentabilidad anormal (RA%)	Z (Test de Corrado)	Casos positivos %
Filiales de plena propiedad (N=12)	RA ₀ = 0,1	0,68	41,67
	RA _{-2,0} = 1,1	1,44*	50,0
	RA _{0,2} = -0,3	0,51	50,0
	RA _{-2,2} = 0,7	0,41	58,8
Empresas conjuntas (N=27)	RA ₀ = 1,0	2,16***	66,67
	RA _{-2,0} = 0,6	0,74	62,9
	RA _{0,2} = 0,6	1,54**	59,3
	RA _{-2,2} = 0,5	0,53	48,1
Adquisiciones (N=35)	RA ₀ = -0,3	0,59	40,0
	RA _{-2,0} = -0,3	0,46	45,6
	RA _{0,2} = -0,4	1,41*	40,0
	RA _{-2,2} = -0,3	0,46	42,8

* p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01

das de forma positiva por el mercado de valores, si bien en menor medida que en el caso de las empresas conjuntas. Tal y como muestran los resultados recogidos en el cuadro, la inicial reacción positiva y estadísticamente significativa del mercado en los días previos al anuncio de la inversión, parece ser posteriormente corregida.

Por último, las adquisiciones dan lugar a una reacción negativa del mercado de valores para todos los períodos de acumulación considerados, si bien la mayor significación estadística se refleja en los días inmediatamente posteriores a la realización del anuncio de la inversión. Así la rentabilidad anormal negativa y estadísticamente significativa acumulada en el intervalo comprendido entre el día en que se lleva a cabo el anuncio y los dos días inmediatamente posteriores alcanza el 0,4 por 100⁹. El volumen de inversiones que son valoradas positivamente por el mercado resulta inferior al 50 por 100 en todos los intervalos

⁹ Dicha rentabilidad se mantiene negativa y estadísticamente significativa cuando se amplía el intervalo considerando los días posteriores a t =+2.

considerados. Se confirma, por tanto, que la prima o sobreprecio que se paga por los recursos locales cuando la IDE es realizada a través de una adquisición, contrarresta, al menos parcialmente, la capacidad de tales activos para generar rentas.

Cabe destacar, por último, el hecho de que la reacción del mercado parece concentrarse en mayor medida en los días inmediatamente anteriores al del anuncio de la inversión en el caso de las IDE realizadas mediante la creación de una nueva empresa, sea ésta una empresa conjunta o un filial de plena propiedad, mientras que tal reacción se concentra en los días inmediatamente posteriores cuando la IDE se realiza a través de la adquisición de una empresa previamente localizada en el mercado receptor.

Factores que influyen la reacción del mercado de valores

Una vez analizada la reacción del mercado ante los diferentes tipos de IDE, consideramos de interés realizar un estudio exploratorio al objeto de identificar algunos de los factores susceptibles de influenciar la reacción del mercado de valores. En este sentido, y siguiendo el planteamiento expuesto en el epígrafe 2 de nuestro trabajo, consideramos que el valor de los activos intangibles propiedad de la empresa inversora, el grado de tesorería discrecional con que cuenta la misma y la distancia cultural existente entre los países inversor y receptor constituyen factores no sólo susceptibles de influenciar la reacción del mercado ante los procesos de IDE, sino de influenciar de forma diferenciada dicha reacción para los diferentes tipos de IDE. Al mismo tiempo y dado que España puede ser considerado como un país de desarrollo intermedio, hemos analizado las diferencias en relación al desarrollo económico del país de destino de la inversión.

La variable utilizada para aproximar el valor de los activos intangibles de la empresa inversora ha sido la ratio Q de Tobin a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al año en el que se realizó la inversión recogida en la

base de datos. Como esta ratio es el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor de la suma de sus activos, se entiende que cuanto mayor sea ésta mayor es el valor de sus intangibles (Morck y Yeung, 1992). Esta variable se construyó siguiendo el procedimiento de Chung y Pruitt (1994). Al objeto de dividir nuestra muestra en varias categorías para estimar las rentabilidades anormales, se tomó como valor de referencia para esta variable el valor 1. Las empresas cuya Q de Tobin es superior a 1 son valoradas globalmente por el mercado en mayor medida de lo que valen sus activos tangibles por separado, indicando la posesión de algún intangible valioso; activos de los que se carece cuando la Q es inferior a 1.

En segundo lugar, al objeto de analizar el potencial problema asociado a la discrecionalidad directiva expuesto en el mencionado epígrafe, utilizamos el volumen de tesorería de uso discrecional o *cash flow* (CF) libre de que disponía la empresa a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al que se realizó la inversión recogida en la base de datos. Para ello, consideramos el *cash flow* identificado para cada empresa a partir de los listados de *Fomento de la Producción*; sustrayendo del mismo la cantidad pagada por la empresa a sus accionistas en concepto de dividendos —información obtenida a partir de la prensa económica y de los boletines de la Bolsa de Madrid. Lógicamente, este volumen de tesorería discrecional fue deflactado.

La distancia cultural existente entre el país inversor y el país receptor de la inversión se midió a través de un índice similar al utilizado por Kogut y Singh (1988). Este índice mide la distancia cultural entre España y cada una de las naciones receptoras a partir de las cuatro dimensiones de distancia cultural identificadas y medidas por Hofstede (2001). Por último, al objeto de identificar grupos de países con diferente grado de desarrollo económico respecto a España se crearon dos categorías. En la primera de ellas, se agruparon todas las IDE realizadas por empresas españolas en los países integrados en la OCDE —países con un grado de desarrollo económico medio-alto—. En la segunda categoría se agruparon las IDE localizadas en América Latina. Además de

poseer un grado de desarrollo económico inferior a España, las naciones latinoamericanas constituyen para las empresas españolas un bloque homogéneo y claramente diferenciado respecto a otras regiones o países como consecuencia de lazos históricos y comerciales. Dado que el número de IDE localizado fuera de estos dos bloques resulta particularmente reducido —únicamente 8 inversiones distribuidas entre las diferentes fórmulas de implantación consideradas—, no se incluyen en el estudio datos relativos a esta submuestra. Los resultados obtenidos se presentan en los Cuadros 3, 4, 5 y 6.

Los resultados del Cuadro 3 proporcionan evidencia de que el mercado de valores reacciona más favorablemente ante aquellos procesos de IDE realizados por las empresas con mayor grado de acumulación de activos intangibles, resultado que es consistente con los obtenidos previamente por Morck y Yeung (1992) y Chen *et al.* (2000). Así, se puede observar que la rentabilidad anormal resulta superior para la submuestra de empresas cuya Q de Tobin presenta un valor superior a la unidad que para la submuestra en la que dicho valor es inferior a 1. Este resultado es extensible para todos los tipos de inversión, aunque el reducido tamaño de algunas de las submuestras impide valorar su significación estadística. Uno de los resultados más concluyentes se obtiene para las empresas conjuntas. Así, mientras el mercado reacciona de forma favorable y estadísticamente significativa ante las empresas conjuntas realizadas por las empresas con activos intangibles valiosos, tal reacción no alcanza significación estadística cuando las empresas conjuntas son creadas por empresas que no disponen de activos intangibles relevantes. El mercado valora, asimismo, de forma más positiva la creación de filiales de plena propiedad por parte de empresas con activos intangibles valiosos, mientras que su reacción ante aquellas filiales creadas por el resto de empresas es negativa —con todo, el reducido tamaño de ambas submuestras impide analizar su significación estadística. Por último, también la reacción del mercado resulta claramente diferente en el caso de las adquisiciones en

CUADRO 3

EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA IDE EN FUNCIÓN DEL TIPO DE INVERSIÓN Y DE LA Q DE TOBIN DE LA EMPRESA INVERSORA

	Toda la muestra RA ₀ %	Q Tobin > 1 RA ₀ %	Q Tobin < 1 RA ₀ %
Todas las IDE	0,2 (N=74)	0,3 (N=53)	-0,1 (N=21)
FPP	0,1 (N=12)	0,5 (N=9)	-0,8 (N=3)
EC	1,0*** (N=27)	1,0** (N=17)	0,9 (N=10)
Adquisiciones	-0,3 (N=35)	-0,1* (N=27)	-1,1 (N=8)

*p < 0,1, **p < 0,05, ***p < 0,01.

CUADRO 4

EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA IDE EN FUNCIÓN DE LA TESORERÍA DISPONIBLE POR LA EMPRESA INVERSORA*

	Toda la muestra RA ₀ %	Elevado CF libre RA ₀ %	Reducido CF libre RA ₀ %
Todas las IDE	0,2 (N=74)	0,6* (N=37)	-0,1 (N=37)
FPP	0,1 (N=12)	0,7 (N=7)	-0,6 (N=5)
EC	1,0*** (N=27)	1,3*** (N=13)	0,7 (N=14)
Adquisiciones	-0,3 (N=35)	0,1 (N=17)	-0,6 (N=18)

* p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

* La división de la muestra se ha llevado a cabo atendiendo al valor mediano del CF libre.

función del valor de los activos intangibles de la empresa que realiza la adquisición. Así, si bien en cualquier caso el proceso de adquisición destruye valor para los accionistas de la empresa inversora —estadísticamente significativo en el caso de las empresas con activos de mayor valor—, la reacción negativa del mercado resulta mucho más fuerte en el caso de las adquisiciones acometidas por empresas cuya Q de Tobin es menor que 1 —de nuevo el reducido tamaño de esta submuestra impide analizar su significación estadística.

Los resultados del Cuadro 4 muestran que el mercado reacciona de forma más positiva ante aquellas inversiones realizadas por las empresas que disponen de mayores flujos de tesorería que ante las IDE realizadas por las empresas con menor disponibilidad de tesorería, resultado extensible para todos los tipos de inversión. De hecho, la rentabilidad anormal positiva generada por las IDE realizadas por las empresas con mayor disponibilidad de tesorería resulta estadísticamente significativa tanto para el conjunto de la muestra —rentabilidad anormal del 0,6 por 100 en el día en que se publica el anuncio—, como para las empresas conjuntas —en

este caso la rentabilidad anormal alcanza el 1,3 por 100. Estos resultados no permiten sustentar la existencia de los problemas de agencia vinculados con la decisión de invertir en el exterior planteados en el epígrafe 2. Nuestros resultados parecen apuntar a que en el caso de las empresas con menor disponibilidad de tesorería los inversores muestran una superior preocupación por la repercusión de la IDE sobre la solvencia de la empresa.

En último lugar se presentan los resultados relativos a los factores propios del país receptor de la IDE.

La distancia cultural parece ser un factor determinante de la reacción del mercado ante un proceso de inversión directa en el exterior. Así, aquellas inversiones —con independencia de la forma de materialización de las mismas— realizadas en países que resultan más próximos en términos de distancia cultural a España son valoradas de forma positiva y estadísticamente significativa por el mercado, generando una rentabilidad anormal del 0,5 por 100 en el mismo día en que tiene lugar el anuncio. Por el contrario, la rentabilidad anormal asocia-

CUADRO 5

EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA IDE EN FUNCIÓN DE LA DISTANCIA CULTURAL ENTRE LOS PAÍSES INVERSOR Y RECEPTOR*

	Toda la muestra RA ₀ %	Menor distancia cultural RA ₀ %	Mayor distancia cultural RA ₀ %
Todas las IDE	0,2 (N=74)	0,5* (N=37)	-0,1 (N=37)
FPP	0,1 (N=12)	0,6 (N=7)	-0,5 (N=5)
EC	1,0*** (N=27)	1,4** (N=11)	0,007 (N=16)
Adquisiciones	-0,3 (N=35)	0,000 (N=19)	-0,007 (N=16)

* p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

* La división de la muestra se ha realizado tomando el valor mediano del índice de distancia cultural.

CUADRO 6

EFFECTO RIQUEZA ASOCIADO A LA IDE EN FUNCIÓN DEL TIPO DE INVERSIÓN Y EL PAÍS DE DESTINO DE LA INVERSIÓN

	Toda la muestra RA ₀ %	OCDE RA ₀ %	América Latina RA ₀ %
Todas las IDE	0,2 (N=74)	0,5** (N=25)	-0,1 (N=41)
FPP	0,1 (N=12)	-0,7 (N=5)	0,8 (N=6)
EC	1,0*** (N=27)	1,3*** (N=12)	0,0 (N=10)
Adquisiciones	-0,3 (N=35)	0,1 (N=8)	-0,1 (N=25)

* p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01.

da al conjunto de inversiones realizadas por las empresas españolas en los países más lejanos en términos de distancia cultural generan una rentabilidad anormal negativa, si bien la misma no alcanza significación estadística. Atendiendo a los diferentes tipos de inversión considerados, de nuevo nos encontramos con que los únicos resultados concluyentes afectan a la categoría de empresas conjuntas: las inversiones realizadas por empresas españolas en aquellos países que presentan una menor distancia cultural respecto a España alcanzan una rentabilidad anormal de signo positivo del 1,4 por 100, frente a las empresas conjuntas realizadas en entornos más distantes, en los que la rentabilidad anormal no sólo es sensiblemente inferior, sino que no resulta estadísticamente significativa. De nuevo, al igual que en el caso anterior, no resulta posible extraer conclusiones definitivas para las restantes fórmulas de inversión, al carecer de significación estadística los resultados obtenidos; si bien se constata una menor rentabilidad anormal en los países que representan una mayor distancia cultural en todos los casos.

Una vez analizada la influencia que la distancia cultural existente entre los países origen y destino de la inversión ejerce sobre la reacción del mercado de valores, consideramos de interés analizar en qué medida el grado de desarrollo económico del país receptor de la inversión condiciona tal reacción. El cálculo de la rentabilidad anormal generada por las IDE localizadas en las dos áreas analizadas —que aglutinan el 90 por 100 de las IDE identificadas en la base de datos— nos muestra que el conjunto de inversiones localizadas en la OCDE resultan más favorablemente valoradas por el mercado que el conjunto de IDE localizadas en América Latina. Si bien este resultado no es extensible a todos los tipos de inversión, la mayor diferencia y la única estadísticamente significativa se encuentra en el caso de las empresas conjuntas, cuya rentabilidad anormal positiva alcanza por término medio el 1,3 por 100 cuando las inversiones materializadas a través de esta fórmula se localizan en el entorno OCDE, no generando rentabilidad positiva alguna las empresas conjuntas localizadas en América Latina. Un resultado relevante es que la creación de filiales se valora más positivamente en América Latina que en la OCDE; lo cual parece indicar

que los inversores ven una mayor desventaja del extranjero a las empresas españolas en la OCDE que en Latinoamérica, si bien el reducido tamaño de la submuestra de FPP nos impide valorar la significación estadística de estos resultados.

5. Conclusiones

El objetivo de este trabajo consistía en analizar en qué medida los procesos de internacionalización mediante la realización de inversiones directas en el exterior generan rentabilidad adicional para los propietarios de la empresa inversora, así como estudiar si la fórmula de inversión elegida por la empresa influencia la reacción del mercado de valores. Los principales resultados que hemos obtenido evidencian lo siguiente:

- Las inversiones directas en el exterior han generado en promedio una rentabilidad anormal positiva en alguno de los intervalos analizados, si bien se aprecia una gran variabilidad en las rentabilidades anormales estimadas.
- Las empresas conjuntas constituyen la opción que más rentabilidad anormal genera en promedio, confirmando su capacidad para generar rentas a partir de recursos externos.
- Las empresas con mayores niveles de activos intangibles generan una rentabilidad anormal superior con sus inversiones que las que tienen un menor nivel de intangibles. Este resultado se manifiesta para todos los modos de entrada.
- De igual forma, las inversiones realizadas por empresas con superiores niveles de tesorería disponible resultan mejor valoradas por el mercado para todos los tipos de inversión.
- Las inversiones dirigidas hacia países con distancia cultural reducida generan mayores rentabilidades anormales que las dirigidas hacia países con distancia cultural elevada. Este resultado se manifiesta para todos los modos de entrada.
- Las inversiones dirigidas hacia países de la OCDE generan mayores rentabilidades anormales que las dirigidas hacia Latinoamérica. No obstante, en el caso de las

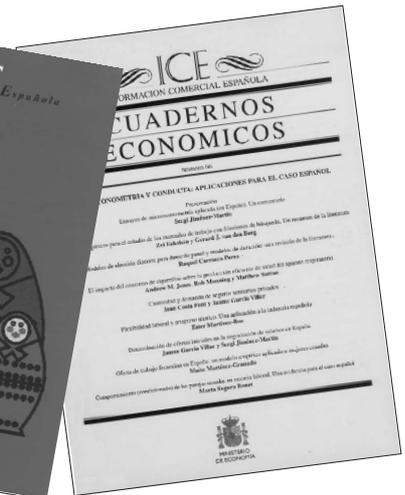
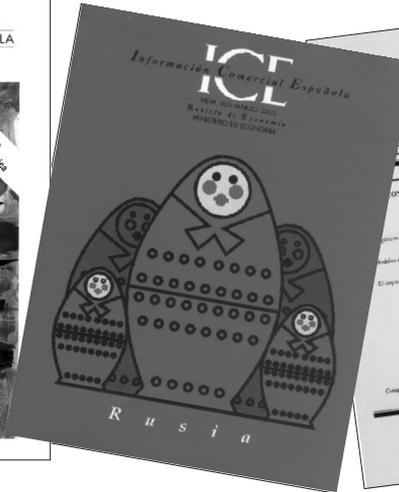
filiales de nueva creación se produce el efecto contrario. De este modo, el mercado de capitales prima la creación de filiales para acudir a países donde las empresas tienen un menor nivel de competitividad internacional.

La principal aportación del trabajo radica en que proporciona una primera evidencia empírica sobre la reacción del mercado de capitales ante la inversión exterior española. Su principal limitación es el reducido tamaño de la muestra que nos ha impedido profundizar más en el análisis de determinados tipos de inversiones. Además, la muestra no incluye los años más recientes, en los que ha aumentado el número de inversiones y, sobre todo, el volumen de recursos invertido. Por estas razones, nuestros resultados deben ser interpretados con cautela. Futuros trabajos que amplíen la muestra de inversiones permitirán avanzar en el estudio de relaciones que en este trabajo tan sólo se han planteado con carácter exploratorio.

Referencias bibliográficas

- [1] BARNEY, J. B. (1986): «Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy», *Management Science*, volumen 32, 1231-1241.
- [2] BARNEY, J. B. (1988): «Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis», *Strategic Management Journal*, volumen 9, páginas 71-78.
- [3] BUCKLEY, P. J. y CASSON, M. (1976): *The Future of the Multinational Enterprise*, McMillan, London.
- [4] CHEN, S.; HO, K.; LEE, C. y YEO, G. (2000): «Investment Opportunities, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures», *Journal of Banking and Finance*, volumen 24, 1747-1765.
- [5] CHRISTOPHE, S. (1997): «Hysteresis and the Value of the US Multinational Corporation», *Journal of Business*, volumen 70, núm. 3, 435-462.
- [6] CHUNG, K. H. y PRUITT, S. W. (1994): «A Simple Approximation of Tobin's q», *Financial Management*, volumen 23, 70-74.
- [7] CLICK, R., y HARRISON, P. (1999): «Does Multinationality Matter? Evidence of Value Destruction in Multinational Corporations», *Working Paper*.
- [8] CORRADO, C. J. (1989): «A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies», *Journal of Financial Economics*, volumen 23, 385-395.

- [9] DOUKAS, J. y TRAVLOS, N. G. (1988): «The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions», *The Journal of Finance*, volumen 43, núm. 5, 1161-1175.
- [10] DOZ, Y. L. y HAMEL, G. (1998): *Alliance Advantage. The Art of Creating Value through Partnering*, Harvard Business School Press, Boston.
- [11] DUNNING, J. H. (1977): «Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Paradigm», en OHLIN, H. O., HESSELBORN, P. O. y WIJCKMAN, P. M. (eds.): *The International Allocation of Economic Activity*, Homes and Meier Publishers Inc., Nueva York.
- [12] DUNNING, J. H. y NARULA, R. (1994): «Transpacific FDI and the Investment Development Path: The Record Assessed», *University of South Carolina Essays in International Business*, núm. 10, mayo.
- [13] DUNNING, J. H. y NARULA, R. (1996): «The Investment Development Path Revisited: Some Emerging Issues», en DUNNING, J. H. y NARULA, R. (eds.): *Foreign Direct Investment and Governments*, Routledge, Londres.
- [14] GOMES-CASSERES, B. (1996): *The Alliance Revolution: The Shape of Business Rivalry*, Harvard University Press, Cambridge.
- [15] HENISZ, W. J. (2000): «The Institutional Environment for Economic Growth», *Economics and Politics*, 12 (1), 1-31.
- [16] HENNART, J. F. (1982): *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.
- [17] HENNART, J. F. (1988): «A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures», *Strategic Management Journal*, volumen 9, 361-374.
- [18] HENNART, J. F. y PARK, Y.R. (1993): «Greenfield vs Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States», *Management Science*, volumen 39, septiembre, 1054-1070.
- [19] HENNART, J. F. y S. REDDY (1997): «The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States», *Strategic Management Journal*, volumen 18, 1-12.
- [20] HOFSTEDE, G. (2001): *Culture's Consequences: International Differences in Work-related Values*, Beverly Hills, Sage, 2.ª ed.
- [21] HYMER, S. H., (1960/1976): *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA, MIT Press.
- [22] JEMISON, D.B. y SITKIN, S.B (1986): «Corporate Acquisition: A Process Perspective», *Academy of Management Review*, volumen 11, 145-463.
- [23] JENSEN, M. C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers» *American Economic Review*, volumen 76, 323-329.
- [24] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, volumen 3, 305-360.
- [25] KOGUT, B. (1988): «Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives», *Strategic Management Journal*, volumen 9, 319-332.
- [26] KOGUT, B. y SINGH, H. (1988): «The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode», *Journal of International Business Studies*, volumen 19, 411-432.
- [27] LANG, L.; STULZ, R. y WALKLING, R. (1991): «A Test of the Free Cash Flow Hypothesis. The Case of Bidders Returns», *Journal of Financial Economics*, volumen 29, 315-335.
- [28] MCWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (1997): «Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues», *Academy of Management Journal*, volumen 40, número 3, 626-657.
- [29] MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1990): «Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?», *Journal of Finance*, volumen 45, número 1, 31-48.
- [30] MORCK, R. y YEUNG, B. (1992): «Internalization: An Event Study Test», *Journal of International Economics*, volumen 33, 41-56.
- [31] NOHRIA N. y C. GARCÍA-PONT (1991): «Global Strategic Linkages and Industry Structure», *Strategic Management Journal*, volumen 12, 105-124.
- [32] OXLEY, J. E. (1997): «Appropriability Hazards and Governance in Strategic Alliances: A Transaction Cost Approach», *Journal of Law, Economics and Organization*, volumen 13, 387-409.
- [33] PETERAF, M. A. (1993): «The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View», *Strategic Management Journal*, volumen 14, 179-191.
- [34] TEECE, D. J. (1977): «Technology Transfer by Multinational Firms: The Resource Cost of Transferring Technological Know-How», *Economic Journal*, volumen 87, 242-261.
- [35] VIDAL, M. y GARCÍA-CANAL, E. (2001): «Discrecionalidad directiva y creación de valor en la formación de alianzas globales para la internacionalización», XI Congreso Nacional de ACEDE, Zaragoza.
- [36] ZAHEER, S. (1995): «Overcoming the Liability of Foreignness», *Academy of Management Journal*, volumen 38, 341-363.
- [37] WOODCOCK, C. P.; BEAMISH, P. W. y MAKINO, S. (1994): «Ownership-Based Entry Mode Strategies and International Performance», *Journal of International Business Studies*, 2ºd. Quarter, 253-273.



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en
INTERNET



www.revistasICE.com