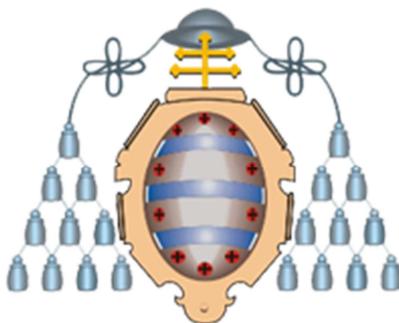


UNIVERSIDAD DE OVIEDO
FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA
MÁSTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



LA INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS
DE LAS
EMPRESAS ESPAÑOLAS
(1986-2010)

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

Director: Esteban García Canal

Autora

RAQUEL GARCÍA GARCÍA

Oviedo, 2013

MBA
M A D E

Dr. D. Esteban García Canal, tutor de Dña. Raquel García García, autoriza la presentación del Trabajo Fin de Máster titulado “LA INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS: 1986-2010”.

Oviedo, Enero de 2013

Fdo.: Esteban García Canal
Director del Trabajo Fin de Máster

Oviedo, Enero de 2013

Fdo: Raquel García García

ÍNDICE

Introducción	i
CAPÍTULO 1: CAUSAS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN EMPRESARIAL: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA	1
1.1. INTRODUCCIÓN.....	2
1.2. TEORÍAS ECONÓMICAS	2
1.2.1. Teoría de la Organización industrial	2
1.2.2 Teoría de Costes de Transacción	4
1.2.3 Paradigma Ecléctico de Dunning	6
1.2.4 Teoría del Ciclo de Vida del producto.....	7
1.2.5 Teoría de la Agencia.....	10
1.3. TEORÍAS DIRECTIVAS	10
1.3.1. Teoría del Conocimiento	10
1.3.2 Teoría de Opciones Reales	13
1.3.3 Teoría de la Internalización Gradual	14
1.3.4 Paradigma de Porter	15
1.4. ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO	17
1.5. LA TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES COMO SÍNTESIS	18
CAPÍTULO 2: INTERNACIONALIZACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA: UN MARCO TEÓRICO	25
2.1. INTRODUCCIÓN.....	26
2.2. TEORÍAS ECONÓMICAS Y CREACIÓN DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN	26

2.3. TEORÍAS DIRECTIVAS Y CREACION DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN.....	27
2.4. ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO Y CREACION DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN.....	29
2.5. TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES: RELACIÓN CON LAS VENTAJAS Y COSTES DE LA INTERNACIONALIZACIÓN.....	30
2.6. INTERNACIONALIZACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR: EVIDENCIAS EMPÍRICAS.....	34
CAPÍTULO 3: ANÁLISIS EMPÍRICO: INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS	43
3.1. INTRODUCCIÓN.....	44
3.2. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN	44
3.3. MUESTRA.....	44
3.4. METODOLOGÍA	48
3.4.1. Etapa 1: la decisión de internacionalización.....	50
3.4.1.1 Variable dependiente	50
3.4.1.2 Variables independientes	51
3.4.2. Etapa 2: el rendimiento de las empresas multinacionales	55
3.4.2.1 Variable dependiente	55
3.4.2.2 Variable independiente	55
3.4.2.3 Variables de control	56
3.5. RESULTADOS	58
3.5.1. Resultados de la primera etapa de la decisión de internacionalización.....	58

3.5.2. Resultados de la segunda etapa: relación entre la diversificación geográfica y los resultados de las empresas	62
3.6. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	65
CONCLUSIONES FINALES	70
ANEXOS	79
BIBLIOGRAFÍA	83

LISTADO DE TABLAS Y FIGURAS

TABLAS

Capítulo 1

Tabla 1.1 Comparación entre la T ^a de la internalización y la T ^a de las capacidades organizativas.....	12
Tabla 1.2 Recursos y capacidades de las empresas multinacionales.....	20
Tabla 1.3 Principales motivos de la Inversión Directa en el Exterior (IDE).....	22

Capítulo 2

Tabla 2.1 Ventajas e inconvenientes de la internacionalización desde el enfoque de Recursos y Capacidades	33
Tabla 2.2 Trabajos acerca de la relación entre internacionalización y rendimiento.....	34
Tabla 2.3 Trabajos acerca de la forma de la relación internacionalización-resultados ..	41

Capítulo 3

Tabla 3.1 Descripción de la muestra	47
Tabla 3.2 Variables incluidas en la primera etapa del análisis.....	54
Tabla 3.3 Variables incluidas en la segunda etapa del análisis	57
Tabla 3.4 Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de la primera etapa.....	59
Tabla 3.5 Resultados del probit de la primera etapa.....	60
Tabla 3.6 Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de la segunda etapa.....	63
Tabla 3.7 Resultados de la segunda etapa (MCO con efectos fijos)	64

FIGURAS

Capítulo 1

Figura 1.1 Modo de entrada (TCT) 5

Figura 1.2 Ciclo de distribución y producción internacional de un producto 8

Figura 1.3 Diamante de Porter..... 16

Capítulo 3

Figura 3.1 Stock de Inversión Directa en el Exterior 45

Figura 3.2 Forma sigmoidea de la relación entre el grado de internacionalización de la empresa y sus resultados 69

GLOSARIO DE SIGLAS

- AOM: Academy Of Management Journal
- CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
- FMI: Fondo Monetario Internacional
- IBR: International Business Review
- ICEX: Instituto Español de Comercio Exterior
- IDE: Inversión Directa en el Exterior
- JIBS: Journal of International Business Studies
- JOF: Journal Of Finance
- JOM: Journal Of Management
- PIB: Producto Interior Bruto
- ROA: Return On Assets
- ROE: Return On Equity
- ROI: Return On Investment
- ROS: Return On Sales
- SMJ: Strategic Management Journal
- UNCTAD: United Nations Conference on Trade And Development

INTRODUCCIÓN

Existe una amplia literatura dedicada al estudio de la relación entre la diversificación de las compañías y sus resultados, tanto en el caso de operar en distintos sectores o industrias como en el de enmarcar las actividades de la empresa en el ámbito internacional. Los primeros estudios en el ámbito la diversificación de producto apuntaban a la presencia de una relación lineal entre esta variable y el rendimiento empresarial e, incluso, a la inexistencia de una clara relación. Entre los trabajos que encontraban una relación lineal, una extensa mayoría apuntaba a la diversificación de producto como fuente de reducción de los resultados obtenidos por las compañías. No obstante, conforme fue avanzando la literatura y se utilizaron información más exhaustiva y metodologías más rigurosas, se hallaron patrones de comportamiento más complejos. Aunque aún no existe una clara opinión acerca de la relación que sigue la relación entre la diversificación de producto y el rendimiento de las empresas, sí que parece existir un consenso en el hecho de que, una vez se controla por la endogeneidad, el descuento encontrado en el valor de las acciones derivado de operar en varios segmentos pasa a convertirse en una prima (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004).

También el estudio de la relación entre internacionalización y el rendimiento empresarial ha arrojado resultados dispares en cuanto la relación existente entre estas dos variables. De este modo, además de las relaciones lineales (tanto positivas como negativas), existen otras curvilíneas (en forma de U, en forma de U invertida y en forma de S horizontal o sigmoidea). Así pues, puede decirse que todavía no hay una opinión unánime en la actualidad en cuanto a los efectos que tiene el operar en distintos países para las empresas, posiblemente debido a la heterogeneidad en cuanto a muestras, metodologías... utilizadas en los diferentes análisis realizados hasta la fecha.

De este modo, el estudio de las consecuencias de la expansión internacional sobre el rendimiento de las empresas representa una tarea compleja, adoleciendo muchos de los trabajos existentes de limitaciones en cuanto a su metodología, especialmente al no considerar la decisión de diversificación geográfica como endógena, lo cual comprometería la validez de los resultados de los análisis. Es por tanto que, en nuestro estudio, se plantea como principal objetivo y pregunta de investigación la siguiente: ¿qué forma sigue la relación entre la internacionalización y los resultados una vez se controla por la endogeneidad? Adicionalmente, se pretende dar respuesta a una segunda pregunta de investigación: ¿es ese patrón aplicable a todo tipo de industrias y países?

La muestra empleada para llevar a cabo el análisis estuvo compuesta por 123 grupos empresariales españoles que cotizaban en Bolsa en 1990, estudiados para el periodo comprendido entre 1986 y 2010. Los datos acerca de las operaciones y países destino de las inversiones se obtuvieron de la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, realizada bajo el patrocinio del Instituto Español de Comercio Exterior, ICEX (para obtener más información acerca de esta base de datos, consultar Guillén y García-Canal, 2007). Esta fuente de datos se complementó con otras, con el objetivo de obtener la información necesaria para el análisis.

Tras la elección de la muestra de estudio, la metodología seguida tuvo como fin controlar por un potencial problema de endogeneidad. De este modo, se utilizó el modelo en dos etapas propuesto por Heckman (1976, 1978). En la primera etapa se analizaron los factores que consideramos relevantes en la decisión de internacionalización de los grupos empresariales españoles. En la segunda etapa, una vez calculado el ratio invertido de Mills, se introdujo esta variable como control de la endogeneidad de la decisión de diversificación geográfica sobre el rendimiento alcanzado. Asimismo, se incluyeron efectos fijos con el objetivo de establecer un mayor control sobre todas aquellas características de las multinacionales que son invariantes en el tiempo y que pueden afectar a la rentabilidad de los grupos. Los resultados obtenidos apuntarían a que tanto el grado de regulación del sector en que operan los grupos empresariales como los países de destino de sus inversiones influyen en el patrón que sigue la relación entre el grado de expansión internacional y sus resultados, una vez se ha controlado por la endogeneidad.

El trabajo se estructura en tres capítulos. En el primero se hace una revisión de las teorías enmarcadas en el ámbito de estudio de la internacionalización o relacionadas con este, haciendo especial hincapié en las causas que estas proponen para la diversificación geográfica de las empresas.

El segundo capítulo sirve para establecer un marco teórico relacionado con la internacionalización y la creación de valor por parte de las empresas. Además, se sintetizan los principales estudios empíricos en esta materia y se resumen los principales patrones de comportamiento en la relación entre expansión exterior y resultados empresariales, así como las causas subyacentes tras ellos.

En el tercer capítulo, por su parte, se estudian las cuestiones de investigación planteadas en el trabajo, exponiendo en profundidad la metodología seguida y los resultados obtenidos del análisis. Asimismo, se muestran los factores que impulsan la salida al exterior de los grupos empresariales españoles así como los elementos que afectan a los resultados de las empresas diversificadas geográficamente.

El trabajo finaliza con las conclusiones generales del análisis realizado, así como sus limitaciones y potenciales líneas futuras de investigación.

CAPÍTULO 1

CAUSAS DE LA INTERNACIONALIZACIÓN EMPRESARIAL:

UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

1.1. INTRODUCCIÓN

En la literatura relacionada con la internacionalización existen numerosas teorías, las cuales pueden agruparse en torno a tres categorías: económicas, directivas y sociopolíticas. Estas perspectivas difieren en las preguntas que se plantean, así como en los supuestos en que se basan y en las metodologías que utilizan. Las primeras teorías relacionadas con la internacionalización se basaban en los tipos de interés, es decir, dado que los agentes son maximizadores de renta y utilidad, los flujos de capital se moverían desde países con bajos tipos de interés a otros que ofrecen tipos de interés más elevados. Sin embargo, esta visión es muy básica y no tiene en cuenta otro tipo de factores que influirían en los mercados ni la posibilidad de que haya intercambios de flujos de capital entre países, pudiendo ser un país sea a la vez emisor y receptor de inversión.

Hymer (1960) percibió este problema y abrió una nueva vía de estudio en la literatura, que continuaría con la aparición de teorías centradas en las imperfecciones de los mercados y en la eficiencia de la empresa como mecanismo de traspaso de sus ventajas competitivas. Este capítulo tiene como objetivo hacer un repaso a las distintas teorías predominantes en la literatura de la internacionalización, haciendo especial hincapié en los motivos subyacentes tras la expansión internacional de las firmas.

1.2. TEORÍAS ECONÓMICAS

Las teorías económicas buscan delimitar qué tipo de empresas se internacionalizan y las causas subyacentes tras la expansión internacional, haciendo alusión al modo en que llevan a cabo este proceso. Atiende a las repercusiones que la internacionalización tiene para la economía en general y no únicamente para las empresas. A diferencia de las demás perspectivas planteadas, las teorías pertenecientes a este apartado son positivas, es decir, explican cómo son las situaciones y no cómo deberían ser.

1.2.1. Teoría de la Organización Industrial

Hymer, en su tesis doctoral de 1960, argumenta en contra de la teoría de la inversión predominante hasta el momento, basándose en las imperfecciones de los mercados. Si existen fricciones en los mercados y las preferencias de los inversores no son las mismas, es difícil demostrar a priori la dirección que toman los flujos de capital.

Hymer enfatiza el concepto de “control” como principal diferenciador entre la inversión en cartera y la Inversión Directa en el Exterior (IDE). Caves (1971) también pone énfasis en el control de una empresa por parte de capital extranjero para el surgimiento de una empresa multinacional. De acuerdo con Hymer, la principal motivación de una firma que invierte en el exterior es la reducción de la competencia mediante el ejercicio de control sobre una compañía extranjera, sobre todo en aquellos sectores concentrados donde resulta difícil aumentar la cuota de mercado. Hymer estipula asimismo que, si bien la principal razón expuesta para la inversión en otros países es ejercer un control que se derive en una reducción del número de competidores, también es muy importante la posesión de ventajas competitivas, siendo la explotación de esta en régimen de monopolio (al igual que se hacía en origen) uno de los principales factores para la internacionalización con objeto de reducir la competencia en destino. Las compañías deben contar con fortalezas que les permitan traspasar fronteras y superar de forma efectiva el “hándicap del extranjero” o “*liability of foreignness*”. Una organización que se instala en un nuevo país debe hacer frente al desconocimiento de los gustos de los consumidores o las prácticas de los gobiernos de ese territorio. Cualquier empresa local que esté asentada en la zona tendrá una ventaja de partida en este respecto, por lo que la compañía extranjera deberá contar con atributos que la diferencien de sus competidores y le aporten una ventaja competitiva sobre ellos. Aun así, esta es una condición suficiente pero no necesaria, pues existen otras formas de internacionalización que no requieren inversiones en el exterior; por ejemplo, las licencias. La diversificación empresarial con objeto de reducir el riesgo experimentado por la firma, que ocupaba una posición preponderante en las teorías de inversión en cartera, también es tomada en consideración por Hymer aunque este la relega a un segundo plano por no ser necesaria la inversión extranjera para minorar el mismo.

Kindleberger (1969) continúa la línea de pensamiento de Hymer argumentando que las empresas que realizan IDE han de contar con una ventaja explotada en régimen de monopolio. Esta puede derivarse tanto de factores relacionados con el mercado de bienes (ej. Una diferenciación superior del producto) como con el de inputs (ej. Acceso a materias primas a menor coste o a mano de obra cualificada). La consecución de economías de escala u otro tipo de economías procedentes de la integración empresarial también pueden constituir una fuente de ventaja competitiva.

La conducta de imitación seguida por los oligopolios, concepto desarrollado por Knickerbocker (1973), también puede incluirse en este apartado. En los mercados caracterizados por un elevado grado de concentración empresarial, la estrategia seguida por una empresa tiene un gran impacto sobre las demás de su sector. De este modo, la decisión de inversión en el exterior tomada por una empresa en una industria oligopólica incita a las que la rodean a imitar su comportamiento, aunque esta decisión no siempre cree valor para la compañía.

En definitiva, Hymer fue pionero en explicar el nacimiento de las empresas multinacionales y su trabajo ha tenido numerosas repercusiones en estudios posteriores (Dunning y Rugman, 1985; Horaguchi y Toyne, 1990; Zaheer, 1995; Teece, 2006; Dunning y Pitelis, 2008; Johanson y Vahlne, 2009). Desde el punto de vista de la Teoría Organizativa, pues, estas surgen como respuesta a una necesidad de control sobre las empresas localizadas en otros países con el fin de reducir la competencia.

1.2.2. Teoría de Costes de Transacción

La Teoría de Costes de Transacción (TCT) aplicada a las empresas multinacionales tiene su origen en los trabajos de McManus (1972), Buckley y Casson (1976), Hennart (1977, 1982) y Teece (1982).

Dentro de esta teoría es importante diferenciar la línea de pensamiento desarrollada por Williamson y la expuesta por Buckley y Casson, Hennart y Teece. Si bien Coase (1937) y Williamson (1975) se basan en la especificidad de los activos y los potenciales comportamientos oportunistas de los agentes presentes en el mercado, los autores que vinculan la expansión internacional a la existencia de costes de transacción, en cambio, argumentan que el factor principal y condición suficiente es la inexistencia de contratos completos que protejan los derechos de propiedad de los activos intangibles de la empresa (Hennart, 2009). Cuando los costes de transacción son muy elevados, la organización puede llegar a internalizar sus actividades en lugar de acudir al mercado. Por este motivo la Teoría de Costes de Transacción también es comúnmente conocida en el ámbito de estudio de las multinacionales como Teoría de la Internalización (Rugman, 1986). Los factores que suponen obstáculos a la exportación solo serían una condición necesaria, pues existen otro tipo de instrumentos como, por ejemplo, las licencias, que no requerirían la realización de IDE por parte de la compañía (Caves, 1996).

Lo anteriormente expuesto se refiere, principalmente, a la IDE horizontal, es decir, aquella que se realiza en los mercados de bienes. No obstante, la Teoría de la Internalización también ofrece una explicación a la integración vertical. Los mercados de factores productivos difieren entre países, es decir, no todas las naciones cuentan con la misma dotación de inputs (Ohlin, 1933). Hennart (1991) presenta las asimetrías informativas y la necesidad de realización de inversiones específicas como los determinantes para la realización de IDEs verticales.

La Teoría de la Internalización no es únicamente válida en la explicación de los motivos de ejecución de IDE horizontal y vertical sino que se ha aplicado a numerosos trabajos relacionados con el modo de entrada, especialmente en los casos de la realización de adquisiciones y firma de *joint ventures* (Morck y Yeung, 1992; Kim y Park, 2002; Brouthers et al., 2003; Arregle et al., 2006). Concretamente, el trabajo de Hennart (1991; 2009) explica el modo de entrada utilizado por las empresas en países extranjeros, en función de dos variables: la dificultad de transmisión de los recursos y la dificultad de obtención de recursos locales. La Figura 1.1. presenta de forma esquemática las opciones existentes en cada uno de los casos.

Figura 1.1. Modo de entrada (TCT)

		Transmisión de recursos	
		Fácil	Difícil
Obtención de recursos locales	Fácil	Indeterminado	IDE
	Difícil	Licencia	Joint venture

Fuente: Hennart (1991; 2009)

La condición para que las empresas acometan operaciones de Inversión Directa en el Exterior, por tanto, se encuentra en la dificultad de transmisión de su ventaja

competitiva en el mercado. En 2009, Hennart amplía esta tabla de doble entrada prestando atención a los recursos locales que se pueden combinar con el conocimiento en manos de la empresa. La decisión del modo de entrada ya no se toma unilateralmente, sino que se acuerda con aquellas empresas que poseen los recursos en el país de destino. También otorga especial importancia a la obtención de cuasi-rentas, que serán entregadas a aquellos agentes cuyo comportamiento sea más difícil de controlar. De este modo se intentan evitar posibles comportamientos oportunistas.

Así pues, desde este enfoque, la principal causa de la diversificación geográfica se encuentra en las imperfecciones de los mercados y en la inexistencia de contratos completos que permitan protegerse contra los mismos.

1.2.3. Paradigma Ecléctico de Dunning

El Paradigma Ecléctico fue formulado por primera vez por Dunning en 1979. A través de tres parámetros (ventajas de propiedad, localización e internalización), el modelo OLI (*Ownership-Location-Internalization*) pretendía integrar las explicaciones de la literatura precedente en una única teoría. Dunning (1979) explica los tres parámetros de su modelo de la siguiente manera:

- Ventajas de propiedad. Las empresas poseen activos intangibles como el conocimiento y la reputación que les otorgan una ventaja competitiva frente a otras compañías. Posteriormente, en 1983, amplía y divide en dos los tipos de ventajas competitivas ostentadas por la empresa. La primera haría referencia a lo descrito anteriormente, es decir, a la posesión de activos valiosos (ventajas de activos); la segunda se relacionaría con la capacidad de la empresa para minimizar los costes asociados a las transacciones (ventajas de transacción).
- Ventajas de la internalización de las actividades. En consonancia con el punto anterior, las empresas que poseen los activos intangibles prefieren ser ellas mismas las que realicen las actividades en lugar de acudir al mercado, debido a las imperfecciones que este presenta y los costes asociados a las mismas. Por tanto, el modo de entrada preferentemente escogido por las multinacionales sería el establecimiento de filiales en plena propiedad en países extranjeros. No obstante, en caso de que los costes derivados de la internacionalización de las

actividades superasen a los beneficios, otro tipo de acuerdos contractuales como licencias o *joint ventures* serían preferibles (Dunning, 1983, 1988).

- Ventajas de localización. Estas ventajas se refieren a la posibilidad de encontrar en el país de destino de la IDE activos relativamente inmóviles que creen valor para la empresa del país de origen al combinarlos con los suyos.

El modelo creado por Dunning, aunque complementa lo recogido por la Teoría de Costes de Transacción, ha sido fruto de numerosas críticas vertidas por autores principalmente pertenecientes a este ámbito, a las cuales hace frente en su artículo de 1988. Entre estas críticas se encuentran las vertidas por Buckley y Casson (1985), Casson (1987) y Vernon (1985). Los dos primeros no encuentran de importancia las ventajas de propiedad a la hora de traspasar las fronteras nacionales. Vernon, por su parte, subraya la falta de dinamismo en el modelo. Con el objetivo de superar este obstáculo y darle un mayor grado de dinamismo, en 1996 Dunning y Narula desarrollaron el concepto de “senda de desarrollo de la inversión”, una teoría que sugiere que la condición de receptor o emisor neto de inversión de los países depende de su grado de desarrollo y, específicamente, de sus ventajas competitivas y de localización. Los Estados atravesarían cinco etapas de desarrollo, comenzando por ser exportadores e importadores de bienes y servicios para terminar los flujos de inversión hacia el extranjero superando a los recibidos por la propia nación; esto es, las multinacionales se convertirían en el vehículo preferido para la transmisión de las ventajas competitivas a través de las fronteras.

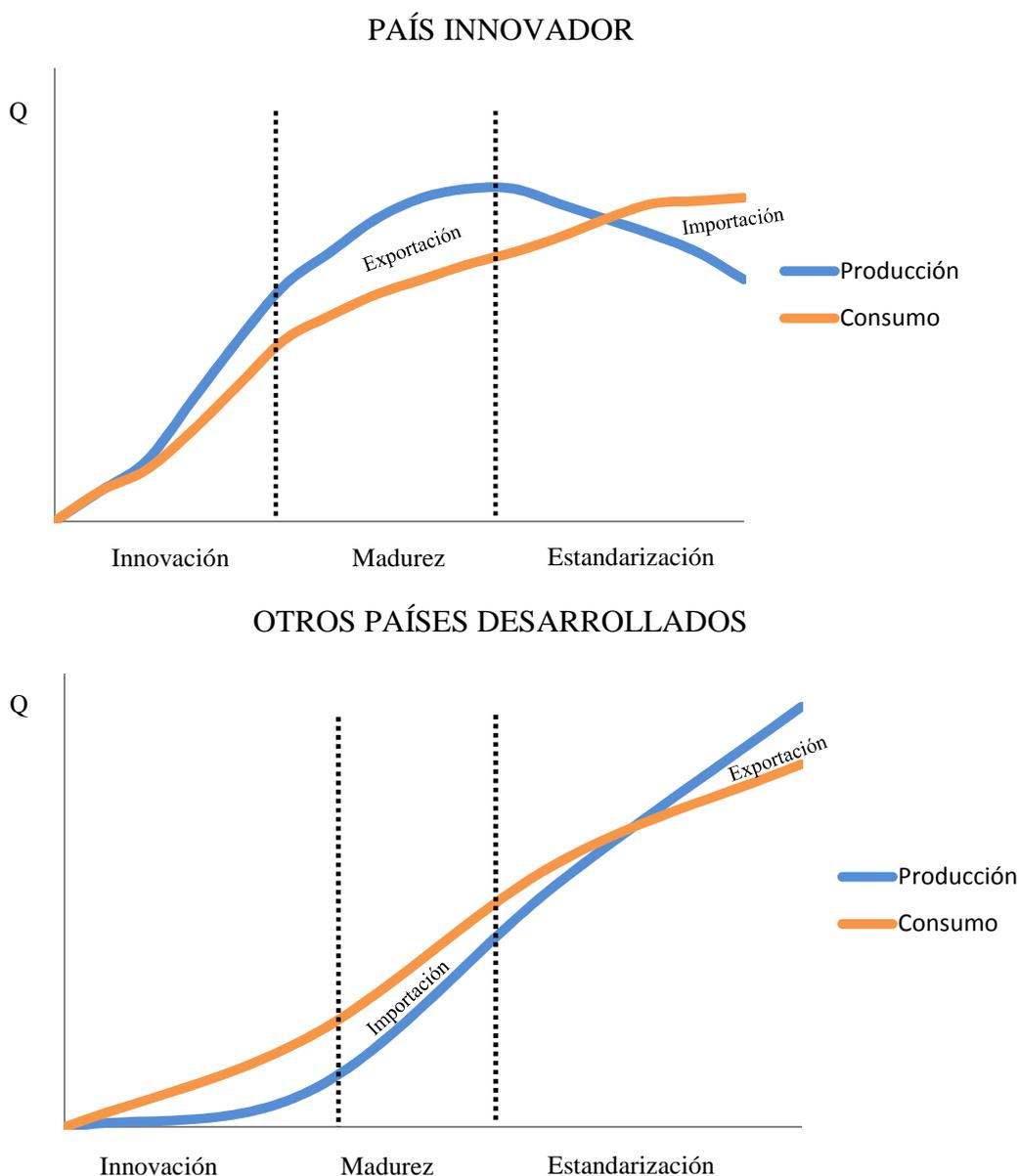
Así pues, desde el punto de vista de este paradigma, las multinacionales surgen con el objetivo de transferir una ventaja competitiva a otros países e, incluso, crear otras nuevas al combinar sus recursos con los del país de destino (Dunning y Pitelis, 2008).

1.2.4. Teoría del Ciclo de Vida del Producto

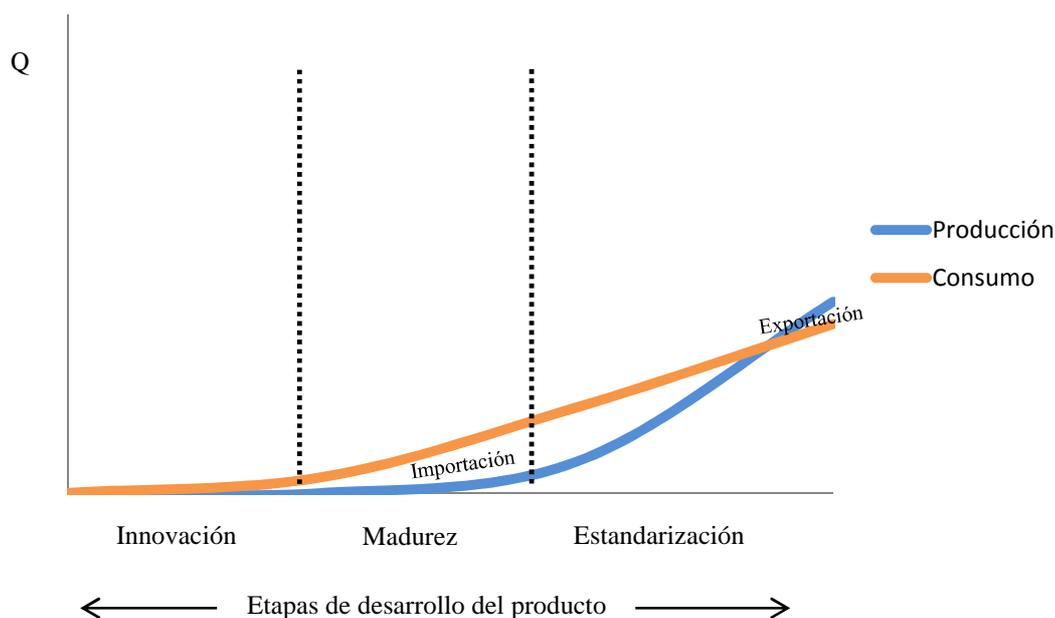
La Teoría del Ciclo de Vida del Producto, desarrollada en 1966 por Vernon, se construyó como un complemento a la teoría económica existente hasta el momento. En ella, el autor señala el país de origen de las empresas como el elegido para llevar a cabo las innovaciones, debido a factores como la necesidad de flexibilidad. Con el paso del tiempo, el producto se estandariza y la demanda crece en otros países. La realización de inversiones en diferentes localizaciones se ve favorecida siempre que los costes

asociados a la exportación superen a los riesgos que supone realizar la inversión. En una ampliación derivada de este trabajo realizada por el propio Vernon en 1979, este argumenta que la razón del establecimiento de filiales productivas en el exterior se debe al progresivo aumento de la elasticidad precio-demanda. Los consumidores son cada vez más sensibles al precio y ello compromete la posición de liderazgo ostentada por la empresa, la cual se ve forzada a trasladar su producción a países con un menor coste de la mano de obra. Los trabajos de Vernon han influido en posteriores estudios, tanto a nivel de empresa (Parry, 1975; Davidson y McFetridge, 1984, 1985) como en el ámbito macroeconómico (Krugman, 1979, 1991; Broda y Weinstein, 2006). La figura 1.2. representa el ciclo de distribución y producción internacional que seguiría un producto:

Figura 1.2. Ciclo de distribución y producción internacional de un producto



PAÍSES MENOS DESARROLLADOS



Fuente: Elaborado a partir de Vernon y Wells, 1991: 85 y Sánchez y Ordás, 1994

En la figura 1.2. se muestra que el ciclo de vida del producto difiere entre países dependiendo de su grado de desarrollo y de su carácter innovador. Vernon y Wells (1991) argumentan que, cuando un producto es novedoso, este requiere que su producción se realice en el país de origen de la innovación, con el fin de introducir las modificaciones necesarias pero que, una vez se alcanza un alto grado de estandarización, este tipo de regiones pasan a ser importadoras netas en favor de otros países competidores, tanto desarrollados como con un menor grado de desarrollo.

La Teoría del Ciclo de Vida del Producto no debe tomarse únicamente de manera aislada sino que, en ocasiones, puede relacionarse con otros enfoques presentes en la literatura. De acuerdo con la visión de la Escuela de Uppsala, Vernon (1979) prevé una internacionalización gradual de las empresas. En un primer momento, las empresas elegirán países con una cultura similar. Asimismo, la IDE únicamente tendrá lugar cuando sus beneficios superen a los costes relacionados con la exportación o la concesión de licencias. Pol Antrás (2005) encuentra un nexo de unión entre la perspectiva de Vernon y la Teoría de Costes de Transacción: la existencia de contratos incompletos hace que únicamente sea interesante trasladarse a países con inputs más baratos cuando los productos están en su fase de madurez, dados los problemas de oportunismo que pueden surgir en estas localizaciones. En definitiva, puede decirse que

las distintas fases en el ciclo de vida de los productos influyen tanto en el momento como en el modo en que las empresas se diversifican geográficamente.

1.2.5. Teoría de la Agencia

La Teoría de la Agencia de Jensen y Meckling (1976) no se enmarca únicamente en el ámbito de la internacionalización pero se puede usar para explicar las causas por las que esta se produce aunque, en ocasiones, no sea lo más adecuado para las compañías. Según los autores, esto ocurriría cuando los intereses de directivos y accionistas son divergentes: los que tienen el control de la empresa diversifican geográficamente sus actividades buscando su propio beneficio aún en detrimento de aquellos que ostentan la propiedad de la compañía. Para limitar las posibilidades de que esto ocurra se podría, bien intentar reducir la discrecionalidad directiva, bien alinear los objetivos de los individuos que ostentan la propiedad y el control de la empresa (Jensen, 1986; Nyberg et al., 2010). Esta teoría hace no solo hace referencia a los motivos de una potencial destrucción de valor derivados de la diversificación geográfica, sino que también puede relacionarse con la elección del modo de entrada, especialmente en casos del mercado de control corporativo. En definitiva, la Teoría de la Agencia advierte de los peligros de la desalineación de los objetivos en la propiedad y control de la empresa y las consecuencias que esta puede tener sobre la inversión de las firmas en el exterior.

1.3. TEORÍAS DIRECTIVAS

Al igual que las teorías económicas, las teorías directivas analizan qué empresas diversifican sus actividades geográficamente y por qué. Sin embargo, tienen un componente más normativo, es decir, explican cómo podría o debería ser la expansión internacional de las empresas (Guillén, 2001).

1.3.1. Teoría del Conocimiento

La Teoría de Conocimiento tiene sus antecedentes en el concepto de rutinas organizativas desarrollado por Nelson y Winter (1982), quienes subrayan la importancia del conocimiento poseído por el capital humano (una parte del cual es tácita) para la evolución de la entidad.

Aunque esta teoría no se enmarca únicamente en el ámbito de la internacionalización, sí que ha sido utilizada para explicar la aparición de empresas

multinacionales. De acuerdo con Kogut y Zander (1993), la inversión exterior se sustenta en la dificultad de transmisión de los conocimientos a terceros ajenos a la propia firma. Esto difiere de las teorías anteriormente expuestas en que no se basa en las imperfecciones del mercado como causa para la inversión de las empresas en el exterior sino en que, cuanto más implícito y complejo sea el conocimiento que pretende transmitirse, más eficiente sería traspasar ese conocimiento dentro de la firma que transferirlo al mercado.

Las empresas, de acuerdo con Kogut y Zander (1993) pueden mostrar dos patrones de conducta: algunas están acostumbradas a licenciar su *know-how* (Contractor, 1981; Davidson y McFetridge, 1984), mientras que otras optan preferentemente por la transmisión interna en la organización.

La Tabla 1.1., tomada de Madhok (1997), muestra las principales diferencias entre la Teoría de la Internalización y la de las Capacidades Organizativas. Aunque ambas permiten explicar la racionalidad detrás de la expansión internacional de las empresas, difieren fundamentalmente en la unidad de análisis utilizada para la explicación de los motivos. En la perspectiva de la internalización el principal foco de interés radica en las transacciones y en la minimización de los costes asociados a las mismas. Los agentes tienden a ser oportunistas por lo que, en ocasiones, es más eficiente para la organización internalizar sus actividades que acudir al mercado (McManus, 1972; Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1977, 1982; Teece, 1982). Esta es la principal razón, por tanto, para la existencia de multinacionales. La perspectiva de las capacidades organizativas, en cambio, no se centra en los intercambios sino en las entidades y su capacidad de absorción del conocimiento, la cual se encuentra restringida debido a su racionalidad limitada (Cohen y Levinthal, 1990; Madhok, 1997). Las multinacionales surgen, pues, debido a que resulta más eficiente la transmisión del conocimiento dentro de la propia empresa que a través de terceras partes (Kogut y Zander, 1993).

Tabla 1.1. Comparación entre la T^a de la internalización y la T^a de las capacidades organizativas

	Perspectiva de la internalización	Perspectiva de las capacidades organizativas
Unidad de análisis	Transacción	Empresa
Principal área de atención	Características de la transacción	Capacidades organizativas
Supuesto clave	Oportunismo	Racionalidad limitada
Fuente de competitividad	Gestión eficiente de las transacciones	Desarrollo y explotación de las capacidades
Orientación principal en la gestión del <i>know-how</i>	Minimización de los costes	Gestión del valor
Consideración clave en la elección de la forma de propiedad	Minimización de los costes de transacción; concordancia entre las características de la transacción y la forma de gobierno	Contribuciones y demandas de las capacidades de la empresa
Orientación temporal	Esencialmente estática y orientada al equilibrio	Esencialmente dinámica; aprendizaje y construcción de capacidades como procesos incrementales

Fuente: Madhok (1997)

En lo que se refiere al modo de entrada, se parte del supuesto de que las empresas buscan maximizar su beneficio, lo cual tratan de conseguir entrando en nuevos países de tal forma que gestionen eficientemente sus recursos y capacidades (Madhok, 1997). El autor propone el ratio $\frac{E}{G}$ (*embedded-to-generic*, es decir, que el conocimiento sea más o menos idiosincrásico a la compañía) como principal determinante para que una firma se decante por niveles más elevados de internalización y colaboración. Cuando sus intangibles son difícilmente transferibles, la empresa

optaría preferentemente por un mayor grado de internalización. Si, por el contrario, el conocimiento del mercado de destino es de especial importancia, la compañía se decantaría por la colaboración. En el caso de que coexistan ambas ventajas, la firma deberá analizar cuál de las dos posee más relevancia, eligiendo la internalización si son las ventajas de propiedad las más sustanciales y la colaboración si lo son las de localización. Asimismo, sugiere que el desarrollo de nuevas capacidades también favorece conductas cooperativas, buscando de esta manera crear valor mediante la internacionalización.

La Teoría de Conocimiento también ha sido utilizada en la literatura más reciente para explicar otros factores relacionados con la internacionalización, como puede ser la velocidad de expansión internacional. La posesión de conocimientos internacionales son especialmente importantes en la industria tecnológica para llevar a cabo procesos de internacionalización acelerada (Nordman y Melén, 2008).

De este modo, siguiendo los supuestos de esta teoría, la razón de la expansión internacional de las empresas no radica en el mercado sino en ellas mismas, pues constituyen el vehículo más eficiente de transmisión del conocimiento al exterior.

1.3.2. Teoría de Opciones Reales

La Teoría de las Opciones Reales aporta un nuevo punto de vista en el campo estudio de la internacionalización, estableciendo que la incertidumbre no siempre es perjudicial para las compañías (Li, 2007). No obstante, esta teoría trasciende el ámbito de la internacionalización. Así, surge de la aplicación de modelos de valoración de opciones financieras desarrollados por autores como Black y Scholes (1973) o Robert Merton (1974) a la valoración de decisiones de carácter empresarial (Kogut y Kulatilaka, 1994).

Las opciones dejan a discreción de las mismas la decisión de ejercerlas o no en situaciones de incertidumbre (Kogut y Kulatilaka, 1994). De este modo, aportan una gran flexibilidad a las multinacionales, que pueden tomar decisiones creadoras de valor en situaciones en que no se dispone de información suficiente sobre el entorno y los recursos necesarios (Chi y Seth, 2002). En este apartado, la Teoría de Opciones Reales puede relacionarse con la Teoría del Conocimiento, pues el *know-how* adquirido por las

empresas constituye una opción de ampliación del grado de internacionalización de las multinacionales (Kogut y Zander, 1992; Tallman, 2003).

Esta teoría también hace referencia al modo de entrada en situaciones de incertidumbre mediante el uso de *joint ventures* como una manera de reducir la misma y el valor que tienen las opciones reales en estos casos para disminuir el riesgo (Kogut, 1988; Reuer y Tong, 2005). Por tanto, puede decirse que esta teoría es especialmente relevante cuando las firmas operan en un entorno incierto, pues les aporta la flexibilidad necesaria para reducir su riesgo.

1.3.3. Teoría de la Internacionalización Gradual

La Escuela sueca de Uppsala desarrolló una teoría centrada en la internacionalización gradual de las empresas, basándose en decisiones incrementales tomadas por parte de las mismas (Johanson y Wiedersheim-Paul, 1975; Johanson y Vahlne, 1977). De este modo, el proceso seguido por las compañías es el descrito a continuación:

- Exportación esporádica
- Exportación mediante agentes
- Ventas a través de filiales comerciales de ventas
- Filiales de producción

Estas cuatro etapas se diferencian, principalmente, en el grado de compromiso que las firmas muestran en el país de destino, siendo las filiales de producción las que implican un mayor grado de recursos comprometidos. La decisión de expansión internacional de forma gradual está muy relacionada con la distancia existente entre el país de origen y el de destino (Hörnell et al., 1972; Johanson y Wiedersheim-Paul, 1974). El término “distancia” ha de ser entendido en sentido amplio, atendiendo a aspectos políticos, administrativos, geográficos, culturales, financieros o demográficos, entre otros (Berry et al., 2010). Una vez aumenta el conocimiento de los mercados, el nivel de recursos comprometidos por la empresa tiende a incrementarse (Johanson y Vahlne, 1977).

Actualmente, aunque algunas firmas todavía muestran patrones de internacionalización gradual, merece destacar la aparición de otra clase de compañías que comienzan su proceso de traspaso de fronteras desde los inicios de su actividad. Este tipo de compañías son comúnmente conocidas bajo el nombre de *international new ventures* (INVs) y/o *born-globals* (Oviatt and McDougall, 1997; Madsen and Servais, 1997; Rialp et al., 2005; Knight y Cavusgil, 2009). Otras empresas que también muestran un patrón de internacionalización acelerada son las *born-again globals* (Bell et al., 2001). A diferencia de las INVs, estas firmas se caracterizan por haber estado fundamentalmente centradas en sus mercados domésticos hasta que, en un momento dado, inician un proceso de internacionalización acelerada. Por tanto, se puede observar que en el panorama internacional las empresas no utilizan únicamente un patrón de internacionalización gradual, sino que escogen la velocidad de internacionalización que más les conviene atendiendo a sus características internas y al entorno en que se ubican.

1.3.4. Paradigma de Porter

El paradigma de Porter tiene su origen en el libro *Competition in Global Industries*, publicado por este autor en 1986. Según el mismo, la estrategia de la empresa que compite internacionalmente tiene dos dimensiones: la configuración y la coordinación, es decir, dónde se realizan las actividades de la cadena de valor y cómo se relacionan entre ellas. En una primera etapa las empresas tienden a concentrar todas sus operaciones en el país de origen y servir mediante la exportación al resto. Asimismo, existen otras estrategias globales más complejas dependiendo del grado de dispersión geográfica y del nivel de coordinación entre las actividades de la cadena de valor.

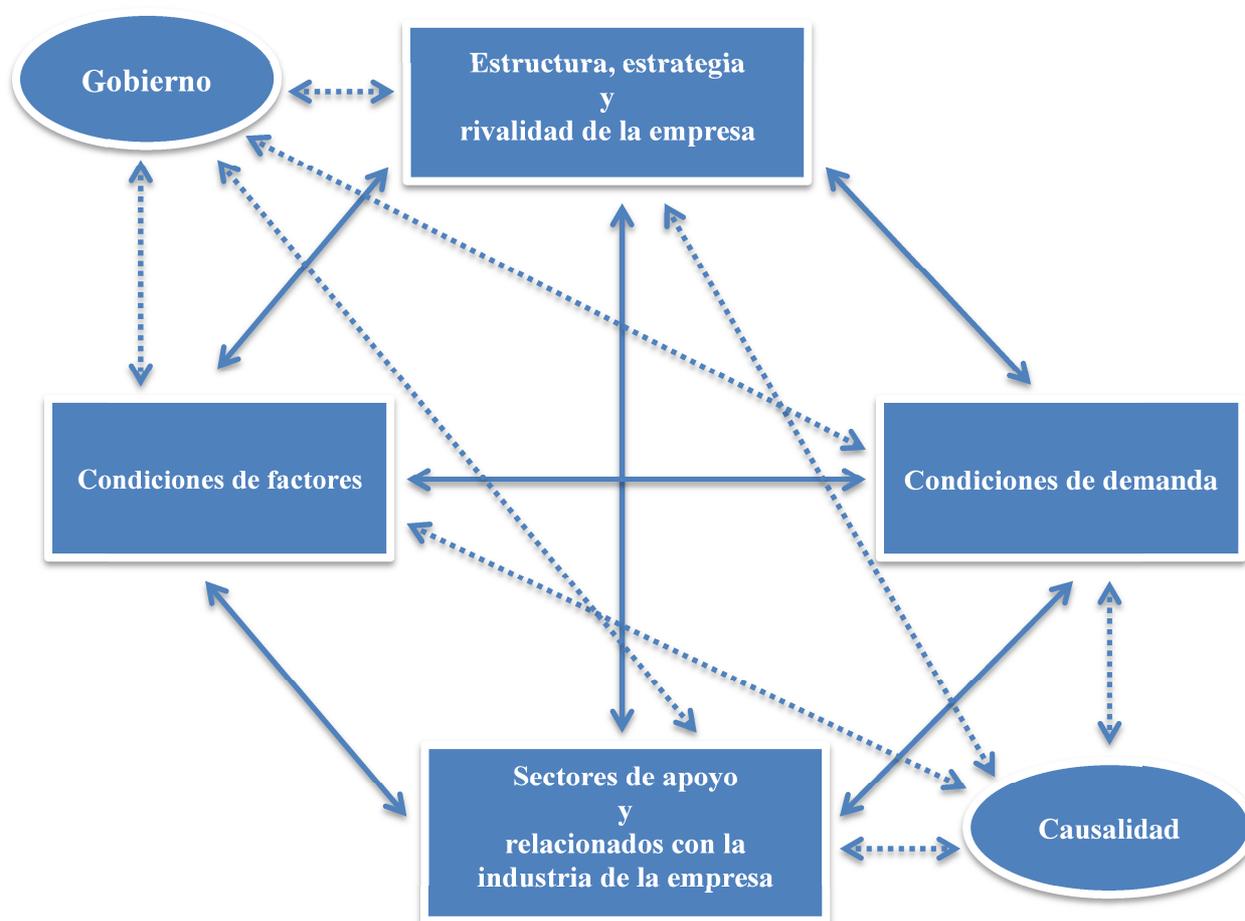
En 1990, Porter cambió su enfoque de la empresa al país y señaló a este como determinante para la obtención de una ventaja competitiva. Los factores relacionados con esta se agrupan en lo que comúnmente se conoce como “diamante de Porter” y son los siguientes:

1. Condiciones de factores, como recursos humanos, *know-how* o infraestructuras
2. Condiciones de demanda
3. Sectores de apoyo y relacionados con la industria en la que se enmarca la empresa.

4. Estructura, estrategia y rivalidad (competencia) de la firma
5. Gobierno, el cual puede influir sobre los cuatro factores descritos anteriormente
6. Causalidad, es decir, aquellos acontecimientos que tienen lugar pero que se encuentran fuera del control de la empresa.

La figura 1.3. es una representación del diamante propuesto por Porter, donde se puede observar cómo los seis factores que lo componen interactúan entre sí con el fin de obtener una ventaja competitiva:

Figura 1.3. Diamante de Porter



Fuente: Porter (1990)

Porter (1990) ha tratado de explicar, pues, la obtención de una ventaja competitiva en 3 niveles de análisis: la firma, la industria y el país. No obstante, existen críticas referidas a la capacidad explicativa de su modelo y al tipo de relación entre los seis factores que lo constituyen (Grant, 1991; Cartwright, 1993, Hodgetts, 1993). En

posteriores trabajos, se intenta corregir las deficiencias del modelo propuesto por Porter, ampliando las dimensiones de estudio. Aparecen nuevos modelos como el “doble diamante”, a nivel de intercambios comerciales entre países (Rugman, 1991; Rugman y D’Cruz, 1990, 1991, 1993; Moon et al., 1995, 1998) y el “diamante múltiple”, referido a regiones (Dunning, 1993; Bellak y Weiss, 1993). Otros trabajos más recientes en la literatura continúan analizando y complementando los estudios en este ámbito mediante su aplicación a diferentes muestras o en distintos contextos (Davies y Ellis, 2000; Rugman y Verbeke, 2004; Asmussen et al., 2009). En definitiva, el paradigma de Porter ha servido para analizar las causas de las ventajas competitivas de los países y ayudar a estos a desarrollar prácticas que incrementen su competitividad nacional.

1.4. ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO

Desde esta perspectiva se trata de responder a la pregunta acerca del cometido que tienen las empresas diversificadas geográficamente en el progreso político-económico de los países y en las relaciones internacionales, teniendo en cuenta la importancia del papel desempeñado por los gobiernos (Guillén, 2001).

Los factores políticos y sociales tienen una gran influencia sobre las multinacionales, siendo Vernon (1971) uno de los primeros en señalarlo (Guillén, 2001). Desde su aportación a la literatura, son numerosos los estudios que han tratado sobre el poder negociador de gobiernos y multinacionales (Moran, 1974; Fagre y Wells, 1982; Lecraw, 1984; Kobrin, 1987; Kim, 1988; Moon y Lado, 2000; Luo, 2001, 2004; Ramamurti, 2001, 2003; Eden y Molot, 2002; Vivoda, 2009; Nebus y Rufin, 2010; Skippari y Pajunen, 2010). Estos estudios se apoyan en las características tanto del país de origen de las compañías como del de destino de sus inversiones, así como en sus capacidades políticas para referirse a los potenciales resultados que pueden derivarse del proceso de expansión internacional.

Desde el punto de vista sociológico, el enfoque sociopolítico se asienta en la idea de interdependencia desarrollada en la Teoría de Dependencia de Recursos (Pfeffer y Salancik, 1978). Esta idea apunta que las organizaciones necesitan recursos que puede proveerles el país de destino y este, a su vez, requiere recursos que pueden proporcionarles las organizaciones, creándose de esta manera una interdependencia entre las partes. Las negociaciones entre el país de destino y las multinacionales se relacionan con esta teoría. En un principio, la opinión compartida por los autores se

basaba en que la negociación entre los gobiernos de los países de destino y las empresas multinacionales era un juego de suma cero (Vernon, 1971; Kobrin, 1987). Actualmente, otra línea de pensamiento apunta hacia una visión más cooperativa de las relaciones en las que, en ocasiones, ambos agentes pueden obtener ganancias de la negociación (Dunning, 1993; Stopford, 1994; Moon y Lado, 2000; Luo, 2001, 2004).

La perspectiva política se asienta en trabajos de autores como Masters y Keim, 1985; Keim y Baysinger, 1988; Baron, 1995; Hillman y Hitt, 1999; Shaffer et al., 2000; Henisz y Zelner, 2001 o Holburn y Zelner, 2010. Estos artículos se basan en el estudio del modo en que las multinacionales tratan de influir sobre las políticas del país de destino. Por tanto, si se unen ambos enfoques (sociológico y político) se observa que estas teorías resaltan el nexo de unión existente entre las empresas multinacionales y los países de destino de sus inversiones, destacando el papel de los gobiernos e instituciones en este escenario.

1.5. LA TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES COMO SÍNTESIS

Aunque se pueden encontrar elementos pertenecientes a la Teoría de Recursos y Capacidades con anterioridad, Wernerfelt fue el primero en denominarla de esta manera en su trabajo *A resource-based view of the firm* (1984). En él definió a la firma no en función de sus productos sino de sus recursos.

Barney (1991) amplió esta definición exponiendo que esta teoría se basa en el estudio de la relación entre las características de una empresa y sus resultados, ligando esto a la ostentación de una ventaja competitiva. Para que las compañías alcancen una ventaja competitiva sostenible, los recursos que posean deberán cumplir cuatro condiciones: ser valiosos desde el punto de vista del entorno, escasos, inimitables y que las organizaciones puedan apropiarse de las rentas derivadas de los mismos (Barney, 1991; Peteraf, 1993). No obstante, los recursos intangibles también pueden hacer que una empresa tenga una desventaja competitiva que perdure a lo largo del tiempo (Villalonga, 2004).

Los recursos y capacidades tradicionalmente concebidos como susceptibles de internacionalización se dividen en tres grupos: conocimiento, marketing y tecnología.

La posesión de activos intangibles y su importante papel a la hora de la aparición de multinacionales ha sido extensamente tratada en la literatura:

- Teoría de Costes de Transacción (McManus, 1972; Buckley y Casson, 1976; Hennart, 1977, 1982, 1991, 2009; Teece, 1982; Morck y Yeung, 1993). Las multinacionales surgen debido a la presencia de elevados costes de transacción en los mercados, dada la existencia de potenciales comportamientos oportunistas de los agentes.
- Paradigma ecléctico (Dunning, 1983, 1988). Complementa la Teoría de Costes de Transacción dividiendo las ventajas de las empresas en ventajas de propiedad, de internalización y de localización. Las empresas traspasan las fronteras con el objeto de capitalizar sus ventajas competitivas.
- Porter (1990), en su “diamante” de ventajas competitivas, también incluyó el *know-how* como un factor motivador de la salida al exterior.
- Teoría del Conocimiento (Kogut y Zander, 1993; Madhok, 1997). Las empresas transfieren internamente su conocimiento, ya que esta es una opción más eficiente que acudir al mercado.
- Teoría de Opciones Reales (Kogut y Zander, 1992; Kogut y Kulatilaka, 1994; Tallman, 2003). El conocimiento es concebido como una opción real que permite a las empresas expandir su ámbito internacional.
- Teoría de Dependencia de Recursos (Pfeffer y Salancik, 1978). Las multinacionales y el país de destino necesitan recursos que pueden proveerse mutuamente.

Actualmente, se puede hablar de otros activos relevantes en el ámbito de la internacionalización. Estos activos intangibles son, fundamentalmente, característicos de las “Nuevas Multinacionales”, es decir, aquellas procedentes de países emergentes (Guillén y García-Canal, 2009). Entre ellos, los autores citan los siguientes: adaptación tecnológica, rapidez en la asimilación de nuevas tecnologías, reputación de la marca entre las comunidades del país de origen que viven en el exterior, eficiencia en la producción y ejecución de proyectos, innovación de producto, capacidad de adaptación

al entorno institucional, experiencia en la gestión de adquisiciones, capacidad para el establecimiento de redes de contactos y capacidades políticas.

La siguiente tabla sirve como resumen de los activos intangibles más relevantes para las organizaciones en su decisión de expansión internacional, diferenciando entre aquellos de las multinacionales tradicionales y los de las nuevas multinacionales:

Tabla 1.2. Recursos y capacidades de las empresas multinacionales

Activos intangibles	
Multinacionales tradicionales	Nuevas multinacionales
	Adaptación tecnológica
	Rapidez de asimilación de nuevas tecnologías
	<i>Ethnic branding</i>
Conocimiento	Eficiencia en la producción y ejecución de proyectos
Marketing	Innovación de producto
Tecnología	Capacidad de adaptación al entorno institucional
	Experiencia en la gestión de adquisiciones
	Capacidad de creación de redes de contactos
	Capacidades políticas

Fuente: Adaptación de Guillén y García-Canal (2009)

La posesión de intangibles así como el acceso a nuevos recursos constituyen dos de los motivos básicos de inversión en el extranjero. La Tabla 1.3. trata de compilar los principales factores que motivan la internacionalización de las empresas, las teorías con las cuales se relacionan y los principales autores dentro de cada una de ellas. Como se puede observar, las razones subyacentes a la expansión internacional son diversas, así como lo es el número de teorías que las respaldan.

Tabla 1.3. Principales motivos de la Inversión Directa en el Exterior (IDE)

Teoría	Motivo	Descripción	Principales autores
Teoría de la Organización Industrial	Reducción de la competencia	Las empresas deciden invertir en el extranjero con el objetivo de minorar el número de competidores, pudiendo de este modo explotar de manera monopolística su ventaja competitiva	Hymer (1960), Kindleberger (1969), Caves (1971), Knickerbocker (1973)
Teoría de Costes de Transacción	Minimizar los costes de transacción	La existencia de potenciales comportamientos oportunistas postula a la empresa como el mecanismo más eficiente para reducir los costes de transacción (búsqueda de información, control, maladaptación...)	Coase (1937), McManus (1972), Williamson (1975), Buckley y Casson (1976), Hennart (1977, 1982), Teece (1982)
Paradigma Ecléctico de Dunning	Explotar la ventaja competitiva de la empresa y las ventajas de localización	Las empresas poseen intangibles valiosos que optan por internalizar debido a los costes de transacción del mercado. Además, tienen la posibilidad de acceder recursos relativamente inmóviles en destino.	Dunning (1979, 1983, 1988)
Ciclo de Vida del Producto	Saturación del mercado de origen	El aumento de la sensibilidad al precio de los consumidores hace atractivo para las empresas buscar ubicaciones con recursos a menor coste	Vernon (1966, 1979)
Teoría de la Agencia	Actuación interesada de los directivos	Accionistas y directivos tienen intereses divergentes, lo que puede hacer que los directivos actúen en su propio beneficio en detrimento de la creación de valor para el accionista	Jensen y Meckling (1976)

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.3. Principales motivos de la Inversión Directa en el Exterior (IDE) (cont.)

Teoría	Motivo	Descripción	Autores
Teoría del Conocimiento	Posesión de activos intangibles	Las empresas poseen activos intangibles que transfieren más eficientemente a través de canales internos que acudiendo al mercado	Kogut y Zander (1993), Madhok (1997)
Paradigma de Porter	Posesión de una ventaja competitiva	Las empresas tienen una ventaja competitiva que desean capitalizar en otros países a través de la Inversión Directa en el Exterior	Porter (1986, 1990)
Teoría de Dependencia de Recursos	Acceso a recursos	Las multinacionales y el país de destino necesitan recursos que pueden proveerse mutuamente	Moon et al. (1995), Pfeffer y Salancik (1978)
Teoría de Recursos y Capacidades	Posesión de activos intangibles y acceso a nuevos recursos	Esta teoría puede entenderse como una síntesis de todas las anteriores. Las empresas poseen una ventaja competitiva que pueden explotar en el extranjero; además, mediante la localización en otros países pueden acceder a nuevos recursos y mejorar sus capacidades.	Wernerfelt (1984), Penrose (1959), Barney (1991), Peteraf (1993)

Además de los motivos anteriores, Guillén y García-Canal (2009), consideran otros de gran relevancia en el caso de las Nuevas Multinacionales (NMNEs): diversificación del riesgo (Lecraw, 1977); seguir a un cliente a mercados extranjeros (Wells, 1973; UNCTAD, 2006); evitar restricciones gubernamentales al crecimiento de la empresa (Lall, 1983; Wells, 1973; UNCTAD, 2006) y hacer frente a reformas económicas en origen (Guillén, 2005; Goldstein, 2007). A las motivaciones tradicionales de diversificación geográfica se unen, pues, otras nuevas en el caso de las multinacionales procedentes de países emergentes. La Teoría de Recursos y Capacidades sirve, por tanto, como síntesis de algunas de las teorías prevaletes en la literatura, pudiendo encontrar dentro de la misma diversas razones para la internacionalización empresarial, tanto inherentes a las propias compañías como relativas a los mercados.

En definitiva, este capítulo ha servido para hacer una revisión de las teorías predominantes en los estudios relacionados con la diversificación geográfica y, en especial, de las causas que motivan la decisión de operar en el extranjero. El siguiente se centra en estas teorías aplicadas específicamente al ámbito de la creación/destrucción de valor para la empresa derivada de la internacionalización, así como en los patrones de comportamiento que puede mostrar la relación entre la expansión internacional y los resultados de las compañías.

CAPÍTULO 2

**INTERNACIONALIZACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR EN LA
EMPRESA: UN MARCO TEÓRICO**

2.1. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se lleva a cabo una revisión teórica de los trabajos que vinculan la internacionalización a los resultados empresariales, aplicando las teorías analizadas anteriormente a este ámbito. Asimismo, se exponen los distintos patrones de comportamiento que puede mostrar la relación y las causas subyacentes tras ellos.

Vernon (1971) abrió una nueva vía de estudio en el ámbito de la internacionalización al interesarse en la relación entre la salida al extranjero y los resultados derivados de esta decisión. No obstante, actualmente aún no existe un consenso en cuanto a las conclusiones extraídas de estos trabajos, dado que muchas de ellas se contradicen entre sí, como se expondrá en mayor profundidad más adelante.

2.2. TEORÍAS ECONÓMICAS Y CREACIÓN DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN

Hymer (1976) se basa en el incremento del poder de mercado de las empresas como principal factor de la relación positiva entre el traspaso de las fronteras nacionales y los resultados de la empresa. No obstante, también apunta a la existencia de un “hándicap del extranjero” al inicio del proceso de internacionalización que puede destruir valor si no se ve compensado por la posesión de una ventaja competitiva por parte de la empresa. Las compañías que invierten en el extranjero, pues, no solo encuentran ventajas sino también obstáculos que deben superar.

Los autores enmarcados dentro de la Teoría de la Internalización (McManus, 1972; Buckley y Casson, 1976, 1998; Hennart, 1977, 1982, 1991; 2009; Teece, 1982 1986; Rugman, 1986), en cambio, contemplan a la empresa como la mejor alternativa en el caso de que haya problemas de oportunismo en el mercado y los costes de protegerse contra ellos sean elevados. Las organizaciones que cuenten con activos intangibles valiosos obtendrán una rentabilidad superior, logrando compensar de este modo los costes de inversión en el exterior. Dunning (1979) completó esta visión con el Paradigma Ecléctico, añadiendo las ventajas de propiedad y de localización como elementos también de gran importancia en la creación de valor derivada de la internacionalización empresarial. No obstante, el autor ha recibido numerosas críticas por las duplicidades que se presentan entre las tres ventajas que plantea. En definitiva, puede decirse que estas teorías defienden que la posesión de una ventaja competitiva,

unida a la existencia de localizaciones más atractivas que el mercado nacional, favorece que sea rentable para las organizaciones la inversión extranjera.

Por su parte, Vernon (1966, 1979) observa, asimismo, una relación positiva entre la ubicación de las actividades en diferentes países y los resultados cuando estas permiten obtener inputs a un menor coste, ayudando a hacer frente en origen a las demandas de consumidores cada vez más sensibles al precio. De este modo, se deduce que la localización de las actividades productivas en uno u otro país creará valor para la empresa dependiendo de la fase del ciclo de vida en que se encuentre el producto y, más concretamente, del potencial de innovación al que pueda ser susceptible.

La Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), por el contrario, se ocupa de situaciones que pueden crear valor o no para la empresa. Los conflictos de intereses entre accionistas y directivos fomentan que estos últimos realicen inversiones en el extranjero aun cuando esta opción pueda suponer una reducción de la rentabilidad empresarial. Los trabajos en los que se han encontrado indicios de una destrucción de valor debido a intereses divergentes entre accionistas y directivos son numerosos. Entre ellos cabe citar a Rumelt (1974), Morck y Yeung (1991), Berger y Ofek (1995), Denis et al. (1997, 2002) y Click y Harrison (2000). La reducción de los problemas de agencia, por ejemplo, a través de la disminución de los flujos de caja libres de la empresa o del aumento de la remuneración de los directivos (Jensen, 1986; Nyberg et al., 2010) influiría de manera positiva en la rentabilidad empresarial, al disminuir las posibilidades de que se produzcan comportamientos oportunistas. Asimismo, la realización de adquisiciones de empresas con potencial de mejora en caso de cambiar el cuadro directivo reflejaría una reacción positiva por parte de los mercados (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Ruback, 1983; Shelton, 2000). De este modo, las empresas deberían tomar medidas orientadas a reducir la discrecionalidad directiva y a alinear los intereses de los grupos relacionados con la propiedad y el control de las firmas si desean crear valor con la diversificación geográfica.

2.3. TEORÍAS DIRECTIVAS Y CREACIÓN DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN

Las teorías directivas también ayudan a comprender la relación entre la internacionalización y los resultados de la empresa. La Teoría del Conocimiento (Kogut

y Zander, 1993; Madhok, 1997, Tallman, 2003) cambia la unidad de análisis con respecto a las los trabajos pertenecientes a las teorías económicas. En este caso, los estudios no se centran en las imperfecciones de mercado sino en la propia empresa, pues defienden que la expansión internacional crea valor cuando esta es el vehículo más eficiente de transmisión del conocimiento.

La Teoría de las Opciones Reales, por su parte, fundamenta la existencia de una relación positiva entre diversificación geográfica y rentabilidad en la flexibilidad que aportan las opciones reales en situaciones de incertidumbre (Kogut, 1985, 1988; Li y Rugman, 2007; Fisch, 2008; Lee y Makhija, 2009). Esta teoría se relaciona con la anteriormente descrita debido a que el *know-how* adquirido a lo largo del proceso de expansión geográfica supondría un tipo de opción de incremento del grado de internacionalización (Kogut y Zander, 1992; Tallman, 2003). La diversificación geográfica, por tanto, mejora el rendimiento de las firmas en aquellas situaciones que requieren respuestas no preestablecidas, debido a que ofrece un amplio abanico de elecciones.

Adicionalmente dentro de esta categoría, el Paradigma de Porter, siguiendo los preceptos de otras teorías, argumenta que la internacionalización crea valor cuando las empresas poseen ventajas competitivas que pueden replicar en diversas localizaciones en el extranjero. En definitiva, se puede extraer de su trabajo y de estudios posteriores relacionados con esta línea de investigación la relevancia de que las organizaciones y países cuenten con recursos y capacidades valiosos si desean aprovechar los beneficios de la inversión extranjera.

Las teorías que se engloban dentro de este apartado también ayudan a conocer cómo se desarrolla el proceso de internacionalización de las compañías. Este es el caso de la Escuela de Uppsala (Hörnell et al., 1972; Johanson y Wiederheim-Paul, 1975; Johanson y Vahlne, 1977), la cual aboga por una diversificación geográfica dividida en etapas. Las organizaciones siguen un proceso de internacionalización gradual en el cual va incrementándose su compromiso en el país de destino conforme aumenta la experiencia de la empresa en el exterior. Aquellas que no poseen las capacidades o experiencia necesarias para transferir su ventaja competitiva en el extranjero pueden amortiguar los elevados costes y la reducción en su rentabilidad siguiendo este proceso (Johanson y Vahlne, 1977; Lu y Beamish, 2001; Cuervo-Cazurra et al., 2007). No

obstante, en los últimos años se ha comenzado a hablar de *international new ventures* (INVs), *born-globals* y *born-again globals* (Oviatt y McDougall, 1997; Madsen y Servais, 1997; Bell et al., 2001; Zahra, 2004; Rialp et al., 2005) empresas que diversifican geográficamente su actividad desde sus inicios y/o que siguen procesos de internacionalización acelerada. Los estudios muestran que este tipo de organizaciones tiende a obtener ingresos y rentabilidades por encima de la media (Feesser y Willard, 1990; Bloodgood et al., 1996; McDougall y Oviatt, 1996; Zahra et al., 2000), de lo que se extrae que no haría falta seguir un proceso de internacionalización gradual para crear valor en la empresa.

2.4. ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO Y CREACIÓN DE VALOR CON LA INTERNACIONALIZACIÓN

El enfoque sociopolítico centra su atención en las relaciones entre las instituciones y las multinacionales. Desde esta perspectiva, existe una razón dual para la creación de valor en la internacionalización:

- Teoría de la Dependencia de Recursos (Pfeffer y Salancik, 1978). La realización de IDE en otros países es beneficiosa para la empresa debido a los recursos que puede obtener en el país de destino.
- Posesión de capacidades políticas susceptibles de capitalización en distintos países. Algunas multinacionales cuentan con las habilidades necesarias para obtener condiciones ventajosas derivadas de sus negociaciones en el país de destino (García-Canal y Guillén, 2008; Holburn y Zelner, 2010; Fernández-Méndez, García-Canal y Guillén, 2012).

El último punto citado merece una explicación en mayor profundidad. Las capacidades políticas permiten a las organizaciones obtener buenos resultados en países emergentes o en desarrollo donde el entorno político es inestable, hay altos niveles de corrupción o existen bajos niveles de transparencia en las políticas gubernamentales (Henisz y Zelner, 2003). Guillén y García-Canal, en su libro *Emerging Markets Rule* (2012), ven la inestabilidad gubernamental como una oportunidad de especial relevancia para las empresas de países emergentes, quienes cuentan con una ventaja de partida frente a sus competidoras de países desarrollados al saber hacer frente a regímenes frágiles como los que tienen en sus Estados de origen.

Baron argumentó en 1997 que “un patrón bien pensado de acciones tomadas en el entorno (de mercado o de no mercado) crea valor a través de una mejora del rendimiento económico”, idea compartida por otros autores en la literatura reciente de estrategia política como Hillman y Hitt (1999), Shaffer et al. (2000), Bonardi et al. (2005) y Oliver y Holzinger (2008).

En definitiva, el entorno de origen y de destino de las organizaciones, las capacidades que posean y el potencial de acceso a nuevos recursos influyen en los resultados conseguidos por las compañías tras la expansión internacional; es más, este enfoque supera el ámbito de la empresa y argumenta que, incluso, el desarrollo político-económico de los países se ve afectado por la presencia de multinacionales en su territorio.

2.5. TEORÍA DE RECURSOS Y CAPACIDADES: RELACIÓN CON LAS VENTAJAS Y COSTES DE LA INTERNACIONALIZACIÓN

El libro *The Theory of the Growth of the Firm*, escrito por Penrose en 1959, constituye la base de la Teoría de Recursos y Capacidades tal y como se conoce actualmente, debido a su influencia sobre los trabajos de Wernerfelt (1984) y Teece (1982). Esta teoría sirve de nexo de unión de las anteriormente citadas al considerar la empresa como una combinación de recursos heterogéneos. Esta heterogeneidad constituye una condición necesaria para que la ventaja competitiva de la empresa prevalezca en el tiempo y cree valor para la entidad (Peteraf, 1993). Las organizaciones que deciden traspasar las fronteras nacionales deberían contar con una ventaja competitiva en origen que desearan capitalizar en los mercados extranjeros (Porter, 1990; Dunning, 1993), la cual les permitiría alcanzar rendimientos por encima de la media de manera sostenible (Barney, 1991; Peteraf, 1993). La localización en un país extranjero conllevaría, asimismo, un incremento del poder de mercado de las empresas, de acuerdo con lo postulado por Hymer (1976) y Grant (1987).

Las ventajas asociadas a la internacionalización no tienen por qué ser únicamente inherentes a las compañías, sino que las localizaciones donde se asientan también pueden contar con elementos beneficiosos para las firmas. Las actividades de la cadena de valor ya no se concentran en una única ubicación sino que tienden a estar dispersas en múltiples países (Wiersema y Bowen, 2011). De este modo, las empresas

pueden disfrutar de recursos más baratos e, incluso, de otros con los que no cuentan en su país de origen (Kogut, 1985; Dunning, 1993; Shan y Song, 1997; Deeds y Hill, 1998; Guillén y García-Canal, 2009). Entre estos recursos se encuentra el conocimiento. Algunas empresas prefieren estar presentes en la fuente del mismo que adquirirlo en el mercado a través de licencias u otro tipo de contratos, especialmente cuando presenta características que dificultan su transmisión (Contractor, 2012). La diversificación geográfica también favorece la consecución de economías de escala y de gama (Porter, 1986; Kim et al., 1993). Cuanto mayor sea el ámbito en el que está presente la empresa, más eficiente será el desembolso realizado en actividades como la investigación o el marketing, los cuales tienen carácter de bienes públicos (Morck y Yeung, 1991). Otros factores que favorecen la existencia de una relación positiva entre el grado de internacionalización y los resultados de la empresa son la experiencia internacional, la diversificación del riesgo y las ventajas fiscales. La experiencia internacional aparece como un elemento de especial relevancia en la literatura (Johanson y Vahlne, 1977; Xu y Shenkar, 2002; Contractor, 2012). La inversión extranjera permite la diversificación del riesgo y el alisamiento de las variaciones en los beneficios (Rugman, 1976). Las ventajas fiscales pueden deberse a un elevado poder negociador de la entidad con el país de destino o a la presencia de las compañías en diversas localizaciones, lo cual hace posible que puedan distribuir sus beneficios entre las distintas filiales de tal manera que la tributación sea lo menor posible (Contractor, 2012).

En cuanto a los factores que actúan en detrimento de los resultados de la empresa, cabe comenzar con aquellos que tienen un mayor impacto en las etapas iniciales de la internacionalización. En primer lugar se encuentra la “desventaja del extranjero” (Hymer, 1976; Zaheer, 1995; Cuervo-Cazurra et al., 2007). Una empresa que se instala en un nuevo país debe hacer frente al desconocimiento de los gustos de los consumidores o las prácticas de los gobiernos de ese territorio, por lo que las empresas locales contarían con una ventaja de partida. El concepto de “hándicap del extranjero” se relaciona con el de la distancia entre el país de origen y el de destino. El término “distancia” ha de ser entendido como un agregado multidimensional, el cual tiene en cuenta aspectos políticos, administrativos, geográficos, culturales, financieros o demográficos, entre otros (Berry et al., 2010). Por este motivo, algunas empresas optan en un principio por internacionalizarse en mercados cercanos culturalmente antes de dar el salto a otros con los que tienen más diferencias (Johanson y Vahlne, 1977). El riesgo

de tipo de cambio y el riesgo político también pueden influir de manera negativa en el rendimiento empresarial (Boyacigiller, 1990; Bodnar et al., 1998; Pfeffermann y Kisunko, 1999; Pantzalis et al., 2001; Henisz y Zelner, 2003). Las fluctuaciones cambiarias afectan tanto a los costes de los inputs como a los beneficios de la empresa. Asimismo, la inestabilidad política o la corrupción son fuentes potenciales de deterioro de los resultados de las compañías, especialmente si no se tienen las capacidades políticas necesarias para hacerles frente. Conforme va aumentando el grado de internacionalización, también lo hacen los costes de transacción relacionados con la coordinación y el control de la actividad, lo cual lleva asociado un deterioro en el rendimiento de la empresa (Jones y Hill, 1988; Tallman y Li, 1996; Hitt et al., 1997).

La Tabla 2.1. resume las principales ventajas e inconvenientes de la diversificación geográfica y, como se puede observar, los beneficios derivados de la internacionalización superan a sus costes:

Tabla 2.1. Ventajas e inconvenientes de la internacionalización desde el enfoque de Recursos y Capacidades

		Descripción
VENTAJAS	Aumento del poder de mercado	Las empresas intentan explotar su ventaja competitiva en destino con prácticas que limiten la competencia
	Acceso a inputs de menor coste	Abaratamiento de los costes de producción debido al menor precio de los recursos en destino
	Acceso a nuevos recursos	Búsqueda de recursos con los que no se cuenta en el país de origen, especialmente cuando son de difícil transmisión a través de los mercados
	Economías de escala y gama	Reducción en los costes debido al reparto de los mismos entre un mayor número de mercados geográficos
	Experiencia internacional	Amplía el conocimiento acerca de los mercados, lo cual repercute de manera positiva en los resultados
	Diversificación del riesgo	La internacionalización permite el alisamiento de los beneficios
	Ventajas fiscales	Menor tributación por un alto poder de negociación con el país de destino o por el reparto de beneficios entre las distintas filiales
INCONVENIENTES	Hándicap del extranjero	Las firmas locales cuentan con una ventaja de partida debido a su conocimiento acerca de los gustos de los consumidores y las prácticas empresariales
	Distancia entre los países	El término “distancia” se refiere tanto a cuestiones geográficas, administrativas, de preferencias de los consumidores...
	Riesgo de tipo de cambio	Las fluctuaciones cambiarias afectan tanto a los costes de los inputs como a los beneficios de la empresa
	Riesgo político	La inestabilidad política o la corrupción son fuentes potenciales de deterioro de los resultados de las compañías, especialmente si no se tienen las capacidades políticas necesarias para hacerles frente
	Aumento de los costes	Conforme aumenta el grado de internacionalización, también lo hacen los costes relacionados con la coordinación y control de la actividad

Fuente: Elaboración propia

2.6. INTERNACIONALIZACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR: EVIDENCIAS EMPÍRICAS

Los estudios asociados a la internacionalización empresarial han tratado de dar respuesta a la relación existente entre esta variable y los resultados de las compañías, así como a los factores que se encuentran detrás de la creación o destrucción de valor en las empresas.

El grado de diversificación geográfica, los recursos y capacidades poseídos por la entidad, la convergencia de los objetivos de accionistas y directivos, el ritmo de internacionalización de la organización, las características del país de origen y de destino de las empresas multinacionales... son algunos de los elementos que influyen sobre la creación de valor resultante del proceso de expansión internacional.

La Tabla 2.2. muestra una recopilación de los principales trabajos relacionados con la creación de valor, haciendo especial mención al objetivo perseguido, el marco teórico en que se encuadran, la muestra utilizada, la metodología seguida y los principales resultados de la investigación. Como se puede observar, los trabajos son muy heterogéneos en todos estos apartados, reforzando la idea de que los autores pertenecientes a este ámbito de estudio aún están lejos de alcanzar un acuerdo en cuanto a los efectos de la internacionalización sobre los resultados de las empresas.

Tabla 2.2. Trabajos acerca de la relación entre internacionalización y rendimiento

Autor(es)/Fecha Publicación	Teoría(s)	Muestra	Metodología	Resultados
Grant (1987) JIBS	Teoría de la Organización Industrial Teoría de Costes de Transacción	304 empresas manufactureras de propiedad británica (1972-1984)	Mínimos Cuadrados Ordinarios	Relación lineal y positiva entre la internacionalización y el rendimiento de las empresas estudiadas
Geringer, Beamish y daCosta (1989) SMJ	Teoría de la Organización Industrial	200 multinacionales estadounidenses y europeas de gran tamaño	División de la muestra según el grado de internacionalización y uso de la técnica ANOVA para obtener los resultados.	La relación entre el nivel de internacionalización de la empresa y sus resultados muestra una forma de "U" invertida

Fuente: Elaboración propia

Tabla 2.2. Trabajos acerca de la relación entre internacionalización y rendimiento (cont.)

Autor(es)/Fecha Publicación	Teoría(s)	Muestra	Metodología	Resultados
Morck y Yeung (1992) Journal of International Economics	Teoría de Costes de Transacción	322 adquisiciones internacionales por parte de compañías estadounidenses (1978-1988)	Estudio de eventos	La posesión de intangibles influye positivamente en el rendimiento cuando se anuncia una adquisición internacional
Riahi-Belkaoui (1998) IBR	Combinación de teorías	612 observaciones empresa-año (1987-1993)	Se utiliza la técnica de Splines de Regresión Adaptativa Multivariante (MARS) para calcular los umbrales donde la relación entre la internacionalización y los resultados modifica su estructura	La relación entre la internacionalización y los resultados varía según el grado de expansión internacional
Click y Harrison (2000) Publicación de la Reserva Federal	Teoría de la Agencia	Empresas estadounidenses no financieras (1984-1997)	Regresiones con datos de corte transversal (complementadas con otras de datos de corte temporal para analizar la robustez del modelo)	Los directivos que no tienen un elevado porcentaje en las empresas tienden a anteponer sus objetivos a los de los accionistas
Reuer y Koza (2000) SMJ	Teoría de la Asimetría Informativa	297 <i>joint ventures</i> locales e internacionales formadas por dos empresas que durante el periodo 1985-1995 cesaron su actividad	Estudio de eventos, usando como <i>benchmark</i> el modelo de mercado de Sharpe-Lintner y calculando los rendimientos anormales acumulados ajustados por el riesgo	Los mercados valoran positivamente la formación de <i>joint ventures</i> cuando existen asimetrías informativas ex ante
Campa y Kedia (2002) JOF	Combinación de teorías	8.815 empresas para el periodo 1978-1996	Se controla por la endogeneidad de la decisión de internacionalización	El descuento en el valor de las acciones para las empresas diversificadas geográficamente se convierte en una prima al controlar por la endogeneidad
Vermeulen y Barkema (2002) SMJ	Teoría de la Internacionalización Gradual (Escuela de Uppsala)	572 observaciones (datos de panel) de 22 empresas cotizadas en la Bolsa de Ámsterdam (1967-1992)	Estimaciones a través de Mínimos Cuadrados Ordinarios con efectos fijos	Relación negativa entre las variables que dificultan la coordinación de las actividades internacionales y los beneficios derivados de las mismas

Tabla 2.2. Trabajos acerca de la relación entre internacionalización y rendimiento (cont.)

Autor(es)/Fecha Publicación	Teoría(s)	Muestra	Metodología	Resultados
<p>Contractor et al. (2003)</p> <p>JIBS</p>	<p>Combinación de teorías</p>	<p>103 empresas del sector servicios</p>	<p>Se utilizan datos de panel. Con el objetivo de minimizar la autocorrelación y heterocedasticidad se usa el modelo propuesto por Kmenta (1986).</p>	<p>Las empresas de servicios basadas en el conocimiento muestran un patrón forma sigmoidea o en forma de "S" horizontal</p>
<p>Wan y Hoskisson (2003)</p> <p>AOM</p>	<p>Teoría de Recursos y Capacidades</p> <p>Enfoque sociopolítico</p>	<p>722 empresas (223 pertenecientes a entornos de mayor hostilidad y 499 pertenecientes a entornos menos hostiles)</p>	<p>Análisis multivariable</p>	<p>Entornos más hostiles en el país de origen no permiten a las empresas disfrutar de todo el potencial de la diversificación geográfica</p>
<p>Carpenter y Sanders (2004)</p> <p>JOM</p>	<p>Teoría de la Agencia</p>	<p>245 empresas multinacionales elegidas siguiendo la definición de Stopford (1992) de empresa multinacional</p>	<p>Proceso de Mínimos Cuadrados Ordinarios en dos etapas, con el fin de incluir en la segunda etapa los resultados de años anteriores como una variable instrumental</p>	<p>Las diferencias salariales intra e inter-Consejos de Administración moderan la relación entre la expansión internacional y los resultados</p>
<p>Lu y Beamish (2004)</p> <p>AOM</p>	<p>Combinación de teorías</p>	<p>1.489 compañías japonesas y sus actividades internacionales (1986-1997)</p>	<p>Regresiones a través del Modelo Lineal Generalizado con efectos aleatorios</p>	<p>Se demuestra la existencia de una relación en forma de "S" horizontal entre internacionalización y resultados</p>
<p>Villalonga (2004)</p> <p>JOF</p>	<p>-</p>	<p>Empresas cotizadas en una Bolsa estadounidense y con al menos una filial en Estados Unidos (1989-1996)</p>	<p>Junto con COMPUSTAT, se usa BITS (<i>Business Information Tracking Series</i>), una fuente adicional de información para estimar el valor de la diversificación</p>	<p>El uso de BITS hace que el descuento de las multinacionales se convierta en una prima en relación a otras compañías no diversificadas pertenecientes al mismo sector</p>
<p>Berry (2006)</p> <p>SMJ</p>	<p>Teoría de Recursos y Capacidades</p> <p>Teoría de Costes de Transacción</p>	<p>Datos de panel de 191 empresas manufactureras estadounidenses (1981-2000)</p>	<p>Regresión a través de Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles, controlando por efectos fijos</p>	<p>Las empresas que pertenecen a sectores intensivos en conocimiento empiezan su expansión internacional en países desarrollados</p>

Tabla 2.2. Trabajos acerca de la relación entre internacionalización y rendimiento (cont.)

Autor(es)/Fecha Publicación	Teoría(s)	Muestra	Metodología	Resultados
<p>Guillén y García-Canal (2008)</p> <p>SMJ</p>	<p>Enfoque sociopolítico</p>	<p>25 empresas españolas que cotizaban durante la segunda mitad de los años 80 pertenecientes a sectores regulados</p>	<p>Binomial negativa ajustada por efectos fijos</p>	<p>Las empresas prefieren países con una menor incertidumbre macroeconómica pero son propensas a invertir en países con una mayor discrecionalidad política</p>
<p>Lee y Makhija (2009)</p> <p>SMJ</p>	<p>Teoría de Opciones Reales</p>	<p>Empresas coreanas estudiadas durante dos periodos: uno de estabilidad económica en el país (1996-1997) y otro de crisis (1997-1998)</p>	<p>Análisis a través de regresiones de corte transversal corregidas por el test de White para heterocedasticidad</p>	<p>La creación de valor procede del establecimiento de una red de filiales que permita ejercer opciones en situaciones de incertidumbre</p>
<p>Chang y Rhee (2011)</p> <p>JIBS</p>	<p>Teoría de Recursos y Capacidades</p>	<p>Empresas coreanas manufactureras cotizadas y sus IDEs durante el periodo 1970-2003</p>	<p>Regresión de datos de panel con efectos fijos</p>	<p>El resultado de una internacionalización acelerada depende de los recursos y capacidades de las empresas y de sus entornos competitivos</p>
<p>Kirca et al. (2011)</p> <p>AOM</p>	<p>Teoría de Costes de Transacción</p>	<p>120 muestras independientes de 111 estudios (104.014 empresas)</p>	<p>Meta-análisis</p>	<p>La posesión de activos intangibles, el país de origen de las multinacionales y el sector en el que se ubican tienen un efecto positivo sobre la relación entre la internacionalización de las empresas y sus resultados</p>
<p>Tallman y Li (2011)</p> <p>SMJ</p>	<p>Teorías de la globalización económica</p>	<p>Empresas estadounidenses (domésticas e internacionalizadas) y multinacionales no estadounidenses</p>	<p>Regresión múltiple</p>	<p>Un suceso de gran impacto en los mercados globales tiene un efecto tanto a corto como a largo plazo en el precio de las acciones de las multinacionales</p>

El comportamiento de la relación entre la internacionalización y el rendimiento empresarial constituye un importante foco de interés, por lo que merece especial mención dentro de los trabajos empíricos de la internacionalización. La literatura recoge cuatro posibles patrones en la relación entre la internacionalización y el rendimiento empresarial: lineal, en forma de U, en forma de U invertida y/o sigmoidea (Cardinal, Miller y Palich, 2011). No obstante, aún no existe consenso acerca de cuál de ellos es el más válido para explicar la relación.

Entre los autores que defienden una relación lineal y positiva se encuentran Vernon (1971), Grant et al. (1988), Kim et al. (1993), Delios y Beamish (2002) y Qian (2002). En el extremo opuesto se ubican los trabajos que encuentran una relación lineal y negativa (Michael y Shaked, 1986; Collins, 1990; Click y Harrison, 2000; Geringer et al., 2000). Algunos autores argumentan, no obstante, que no existe relación lineal significativa entre las dos variables (Kumar, 1984; Morck y Yeung, 1991; Hennart, 2007).

En el ámbito de los trabajos que abogan por una relación curvilínea entre la internacionalización y los resultados empresariales se pueden distinguir tres vertientes. La primera sugiere una relación en forma de U (Qian, 1997; Lu y Beamish, 2001; Capar y Kotabe, 2003; Ruigrok y Wagner, 2003; Thomas, 2006). La segunda apunta a una en forma de U invertida (Geringer et al., 1989; Hitt et al., 1994; Ramaswamy, 1995; Allen y Pantzalis, 1996; Goerzen y Beamish, 2005). La tercera, relativamente novedosa en la literatura, puede entenderse como un compendio de las dos anteriores, formando una S horizontal (Riahi-Belkhoui, 1998; Contractor et al., 2003; Thomas y Eden, 2004; Li, 2005; Ruigrok et al, 2007).

Las principales razones para este tipo de comportamientos se encuentran en la dicotomía beneficios-costes de la internacionalización. Los defensores de la relación lineal y positiva apuntan a que esta ocurre gracias a la posesión de una ventaja competitiva unida a ventajas de localización, acceso a un mayor número de consumidores y la potencial consecución de economías de escala y gama (Rugman, 1981; Kogut, 1985; Dunning, 1993; Porter, 1998; Lu y Beamish, 2001).

Los trabajos que encuentran una relación lineal y negativa, por el contrario, se apoyan, fundamentalmente, en la “desventaja del extranjero” (Hymer, 1976) y el hecho de que es más factible que empresas nuevas fracasen en sus intentos de

internacionalización que otras más maduras (Stinchcombe, 1965). Collins (1990) añade a este respecto que las empresas que se internacionalizan hacia países en desarrollo serían más propensas a obtener rentabilidades negativas que aquellas que enmarcan sus operaciones únicamente en el ámbito doméstico o que muestran una preferencia por la inversión en países desarrollados. Esta cuestión muestra una estrecha relación con el enfoque sociopolítico, que pone especial énfasis en la posesión de capacidades políticas en la internacionalización hacia países emergentes y en desarrollo; la falta de este tipo de capacidades repercutiría de manera negativa en los resultados de las compañías (Henisz y Zelner, 2003; García-Canal y Guillén, 2008).

En lo referente a las relaciones curvilíneas, la forma de U puede descomponerse en dos tramos. El primero (relación negativa entre internacionalización y resultados) se produciría debido a la desventaja inicial que tienen las empresas extranjeras cuando entran en un nuevo país (Hymer, 1976), especialmente cuando este muestra diferencias notables con el de origen. No obstante, una vez superado este obstáculo inicial, se entraría en el segundo tramo, donde los análisis que encuentran este tipo de relación argumentan que existen rendimientos positivos gracias a la experiencia internacional acumulada, opinión compartida por los autores que abogan por una internacionalización gradual (Escuela de Uppsala y sus seguidores). Asimismo, se comenzarían a aprovechar el potencial de las ventajas de localización y de mercados más amplios, que permitiría minorar los costes mediante economías de escala y gama (Dunning, 1993; Capar y Kotabe, 2003).

La forma de U invertida, sin embargo, encuentra el tramo de rentabilidades positivas al inicio de la internacionalización, como apuntan sus defensores, debido a la capitalización de la ventaja competitiva de la empresa, acceso a nuevos mercados y recursos y consecución de economías de escala y gama. No obstante, cuanto mayor es el grado de internacionalización, mayores son los costes de control y la complejidad de la estructura empresarial, lo cual daría lugar a la pendiente negativa de esta relación (Siddharthan y Lall, 1982; Geringer et al., 1989; Tallman y Li, 1996; Contractor et al., 2003; Ruigrok et al., 2007).

La forma de S horizontal, por su parte, puede interpretarse como una combinación de las dos relaciones anteriores (U y U invertida). La relación negativa entre internacionalización y resultados al comienzo de la diversificación geográfica se

derivaría, principalmente, de las elevadas inversiones iniciales que deben acometer las empresas (Contractor et al., 2003) y a la ventaja competitiva que tienen de partida las organizaciones ya asentadas en el país de destino de las inversiones (Hymer, 1976). El tramo positivo comenzaría una vez se empieza a disfrutar de las ventajas de la internacionalización, gracias al acceso a nuevos mercados, recursos, factores productivos a menor coste, incremento de la experiencia internacional... (Rugman, 1981; Kogut, 1985; Dunning, 1993; Porter, 1998; Lu y Beamish, 2001). No obstante, un elevado grado de diversificación geográfica provocaría una reducción de los resultados (segundo tramo negativo), pues la complejidad y los costes de control de todas las actividades a nivel internacional aumentarían en mayor medida que los beneficios derivados de la expansión internacional (Siddharthan y Lall, 1982; Geringer et al., 1989; Tallman y Li, 1996; Contractor et al., 2003; Ruigrok et al., 2007).

La Tabla 2.3. sintetiza los principales trabajos en el ámbito de estudio de los patrones de comportamiento de los resultados derivados de la expansión internacional. Cabe destacar que los trabajos que estudian la relación entre el grado de internacionalización de las empresas y su desempeño no solo utilizan expresiones contables, sino también medidas de mercado como variable dependiente (Morck y Yeung, 1991; Allen y Pantzalis, 1996; Click y Harrison, 2000; Goerzen y Beamish, 2005). La disparidad de medidas utilizadas en estos trabajos puede ser una de las causas de los diferentes resultados en la relación entre rendimiento y diversidad geográfica obtenidos hasta la fecha.

Tabla 2.3. Trabajos acerca de la forma de la relación internacionalización-resultados

Tipo de relación	Autor(es)/Año	Medida de rendimiento utilizada
Lineal positiva	Vernon (1971) Grant et al. (1988) Kim et al. (1993) Delios y Beamish (2002) Qian (2002)	ROI, ROS ROA, ROE, ROS ROA ROA, ROE, ROS ROS
Lineal negativa	Michael y Shaked (1986) Collins (1990) Click y Harrison (2000) Geringer et al. (2000)	Beneficios ajustados por el riesgo Riesgo total, $\frac{Deuda}{Patrimonio Neto}$, beta q de Tobin, ROA ROA, ROS, crecimiento de las ventas
Relación lineal no significativa	Buckley et al. (1977; 1984) Kumar (1984) Morck y Yeung (1991) Hennart (2007)	ROA ROA, ROS Valor de mercado -
∪	Qian (1997) Lu y Beamish (2001) Capar y Kotabe (2003) Ruigrok y Wagner (2003) Thomas (2006)	ROE ROA, ROS ROS ROA ROS
∩	Geringer et al. (1989) Hitt et al. (1994) Ramaswamy (1995) Allen y Pantzalis (1996) Goerzen y Beamish (2005)	ROA, ROS ROA, ROS ROA, ROS, ROVA Valor de mercado Alfa de Jensen, Índice de Sharpe, $\frac{Valor\ de\ mercado}{Valor\ en\ libros}$
Sigmoidea	Riahi-Belkhoui (1998) Contractor et al. (2003) Lu y Beamish (2004) Thomas y Eden (2004) Ruigrok et al. (2007)	ROA ROS, ROA ROA, q de Tobin ROA, ROE, Valor de mercado ROA

Fuente: Adaptación de Contractor et al. (2003)

Una vez establecido un marco teórico, nuestro estudio pretende analizar la forma que se observa en la relación entre el grado de internacionalización y los resultados de una muestra de multinacionales españolas durante el periodo comprendido entre 1986 (año de entrada de España en la Unión Europea) y 2010. Puesto que son las propias empresas las que deciden el nivel de expansión internacional que desean acometer, nuestro análisis se divide en dos etapas con el objetivo de controlar por la endogeneidad de la decisión. En el siguiente capítulo se explican detalladamente la muestra utilizada, la metodología seguida, los principales resultados obtenidos y las conclusiones generales relativas al estudio.

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS EMPÍRICO: INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

3.1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo se dedica a la realización de un análisis empírico de la conducta que sigue la relación entre el grado de diversificación geográfica y los resultados de las empresas españolas, tras haber revisado la literatura acerca de la internacionalización empresarial en anteriores capítulos. Para ello, se divide en cuatro grandes apartados: cuestiones de investigación planteadas, muestra utilizada, metodología seguida, discusión de los resultados y conclusiones generales del estudio realizado.

3.2. PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

El patrón que sigue el rendimiento de las multinacionales representa un importante foco de interés en la literatura. Los estudios realizados hasta la fecha han encontrado relaciones tanto lineales como curvilíneas. No obstante, la mayoría de ellos no hacen una referencia explícita al problema de endogeneidad en los modelos. La decisión de internacionalización en el ámbito empresarial es endógena, esto es, son los propios directivos de las organizaciones los que deciden diversificar geográficamente sus actividades. Tal y como apuntan Verbeke y Forootan (2012), solo 1 de los 12 estudios más reconocidos en este ámbito puede decirse que controla en cierto modo por la endogeneidad de la decisión de implantación de las compañías en otros países distintos al de origen. Cabe preguntarse entonces si, al incluir este control en los modelos de análisis, los patrones predominantes hasta el momento se siguen manteniendo.

En las siguientes páginas pretende darse respuesta a dos preguntas:

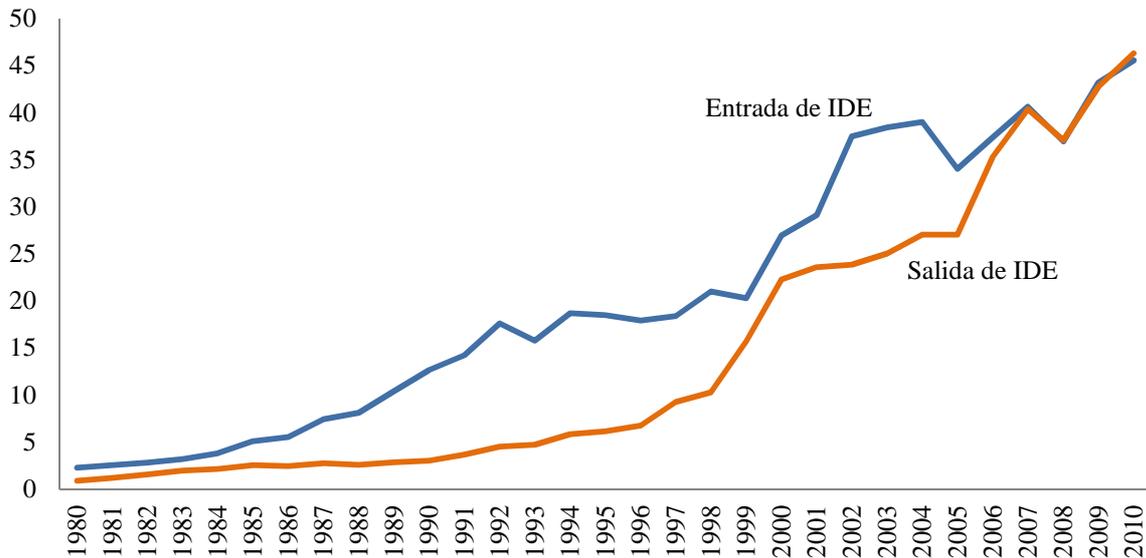
1. ¿Qué forma sigue la relación entre la internacionalización y los resultados de las empresas una vez se controla por la endogeneidad?
2. ¿Es ese patrón aplicable a todo tipo de industrias y países?

3.3. MUESTRA

La muestra utilizada para llevar a cabo el estudio se compone de 123 grupos empresariales españoles cotizados en Bolsa en 1990. El periodo de análisis está comprendido entre 1986 y 2010. Se toma como punto de partida el año 1986 por ser la fecha de entrada de España en la Comunidad Económica Europea. A partir de este

momento, el stock de Inversión Directa en el Exterior expresado como porcentaje del PIB se vio notablemente incrementado, como puede observarse en el siguiente gráfico elaborado a partir de datos obtenidos de UNCTAD:

Figura 3.1. Stock de Inversión Directa en el Exterior



Fuente: UNCTAD (2012)

Aunque UNCTAD cuenta con datos disponibles de stock de IDE hasta 2011, el gráfico solo muestra los años comprendidos entre 1980 y 2010 debido a que el periodo de estudio del trabajo finaliza en este año.

Del total de grupos analizado, 82 pueden considerarse multinacionales según la definición comúnmente aceptada, pues están presentes en otros países a través de operaciones de Inversión Directa en el Exterior. Los Anexos I y II contienen un listado de los grupos incluidos en el análisis.

En la segunda etapa del modelo los grupos internacionalizados de la muestra se dividen según las características del sector al que pertenecen en regulados y no regulados. Los sectores regulados se caracterizan por un mayor control de la actividad de sus empresas por parte del Gobierno. A continuación se listan los sectores incluidos en el estudio, realizando una división de los regulados y no regulados:

- Regulados

- Sector 1: Extracción y refino de petróleo
- Sector 2: Transportes y comunicaciones
- Sector 3: Electricidad, gas y agua
- Sector 4: Banca
- No regulados
 - Sector 5: Servicios no regulados
 - Sector 6: Construcción
 - Sector 7: Manufacturas

En cuanto a la muestra de países, está conformada por todos aquellos destinos que han sido receptores de IDE por parte de multinacionales españolas. Estos se dividen a su vez atendiendo a su grado de desarrollo en emergentes/en desarrollo y desarrollados. Los criterios seguidos para llevar a cabo esta división han sido los establecidos por la UNCTAD y el Fondo Monetario Internacional. Cuando ambos coinciden en la delimitación de un país como emergente/en desarrollo o como desarrollado, se clasifica de esta manera. El Anexo III contiene la relación de países incluidos en el análisis de la segunda etapa.

La tabla 3.1. recoge una descripción de la muestra, atendiendo al número de grupos empresariales que pertenecen a cada sector, el porcentaje de los mismos que está internacionalizado, el número medio de operaciones y el porcentaje de operaciones realizadas en países emergentes y en desarrollo. Como se puede observar en ella, la mayoría de los grupos se encuentran ubicados en sectores no regulados, especialmente en el de manufacturas. El porcentaje de empresas internacionalizadas se distribuye de forma bastante uniforme entre los sectores, salvo en el caso de la banca y la construcción (este último también destaca por su elevado número de operaciones en el exterior). En cuanto al porcentaje de operaciones en países emergentes y en desarrollo, se percibe que la mayoría de las inversiones se dirigen en esta dirección, sobresaliendo la industria de extracción y refino de petróleo, lo cual puede deberse a que las principales reservas se encuentran en estas regiones, como es el caso de Oriente Medio, África o Sudamérica (*Statistical Review of World Energy*, 2012).

Tabla 3.1. Descripción de la muestra

	Sector	Número de grupos	Porcentaje de grupos internacionalizados	Número medio de operaciones	Porcentaje de operaciones en países emergentes y en desarrollo
REGULADOS	Extracción y refino de petróleo	3	66,67%	93	83,33%
	Transportes y comunicaciones	4	50,00%	117	59,66%
	Electricidad, gas y agua	10	60,00%	104	66,18%
	Banca	18	77,78%	40	60,11%
NO REGULADOS	Servicios no regulados	26	57,69%	14	63,2%
	Construcción	6	83,33%	117	57,19%
	Manufacturas	56	67,86%	12	53,16%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Base de Operaciones de Empresas Españolas del ICEX

3.4. METODOLOGÍA

Nuestra hipótesis de partida se basa en que la decisión de internacionalización influye sobre el rendimiento de las empresas. Estas deciden diversificarse geográficamente o, por el contrario, enmarcar sus actividades exclusivamente en el ámbito doméstico. Este hecho puede llevar a la existencia de un problema de endogeneidad. Heckman (1976, 1978) propuso la estimación de un modelo en dos etapas para identificar esta cuestión y solventarla. En la primera etapa se estima la probabilidad de que la empresa se internacionalice, ajustando los coeficientes de la segunda etapa mediante la introducción del ratio conocido como “inversa de Mills”. Esta técnica ha sido frecuentemente utilizada en la literatura para obtener estimadores insesgados, consistentes y eficientes que permitan inferir los resultados obtenidos en los análisis a la población.

Con el objetivo de alcanzar un mejor conocimiento de la técnica de corrección de la endogeneidad de Heckman (1976, 1978), se detallan a continuación los pasos a seguir para su inclusión en el estudio. La primera etapa se compone de un modelo probit con datos de panel en el que se especifica una ecuación de selección, con la cual se trata de calcular la probabilidad de que un grupo empresarial se convierta en multinacional en un año determinado:

$$\text{Prob}(Y_{it} = 1) = \Phi(\beta' X_{it})$$

donde Y_{it} es la variable de decisión de internacionalización para el grupo i en el momento del tiempo t , X_{it} es el vector que contiene las variables independientes, β es el vector de coeficientes estimados para las anteriores variables y $\Phi(\cdot)$ se corresponde con la función de densidad acumulada (CDF) de la normal estándar.

El ratio invertido de Mills, también denominado lambda de Heckman (λ_{jit}), se incluye en la segunda etapa a modo de control. Este ratio se calcula del siguiente modo:

- $\lambda_{1it} = \frac{\phi(\beta' X_{it})}{\Phi(\beta' X_{it})}$ en caso de que el grupo se internacionalice, es decir, cuando j tome valor 1.
- $\lambda_{0it} = \frac{-\phi(\beta' X_{it})}{1 - \Phi(\beta' X_{it})}$ en caso de que el grupo no se internacionalice, es decir, cuando la j tome valor 0.

El símbolo $\phi (\cdot)$ representa la función de probabilidad normal estándar mientras que $\Phi (\cdot)$ alude a la función de densidad acumulada de la normal estándar.

En la segunda etapa del modelo se estima el efecto que tiene la internacionalización sobre los resultados de las multinacionales españolas; como consecuencia, los ratios invertidos de Mills que se incluyen como variables de control son las relativas a las empresas diversificadas geográficamente:

$$Y_{lit} = \beta_0 + \beta X_{it} + \beta_k \lambda_{lit} + v_{lit}$$

siendo Y_{it} la rentabilidad obtenida para el grupo internacionalizado i en el periodo t , β el vector de coeficientes estimados, X_{it} el vector de variables independientes y de control del modelo, λ_{lit} la lambda de Heckman para las empresas diversificadas geográficamente y v_{lit} el valor residual.

En las regresiones de la segunda etapa del análisis se estudia el efecto de la internacionalización sobre el rendimiento de los grupos multinacionales tanto en la muestra completa como, específicamente, atendiendo al grado de regulación del sector. Así pues, el análisis de Heckman (cálculo del probit y del ratio invertido de Mills) ha sido realizado para el total de sectores y los sectores regulados y no regulados.

Asimismo, a fin de hacer un control más exhaustivo del problema de endogeneidad de los grupos incluidos en el análisis se lleva a cabo el test propuesto por Hausman (1978). Este test es una chi-cuadrado que denota si existen diferencias significativas entre dos estimaciones. En nuestro caso, la hipótesis nula se enuncia de la siguiente manera:

H_0 : la diferencia entre los coeficientes estimados con efectos fijos y los estimados con efectos aleatorios no es sistemática.

La fórmula utilizada para contrastar esta hipótesis se especifica:

$$H = (\beta^{EF} - \beta^{EA})' (V_1 - V_0)^{-1} (\beta^{EF} - \beta^{EA}) \sim \chi_k^2$$

donde V_1 y V_0 son las matrices de varianzas-covarianzas del modelo estimado por efectos fijos y efectos aleatorios, β^{EF} es el vector de coeficientes estimados del modelo de efectos fijos y β^{EA} el vector de coeficientes estimados del modelo de efectos

aleatorios. El subíndice k de la chi-cuadrado se refiere al número de variables (incluida la constante).

Los resultados derivados de este análisis conducen al no rechazo de la hipótesis nula, es decir, las diferencias en los coeficientes entre ambos métodos de estimación no son significativas. Al no poder rechazar H_0 , esto querría decir que ya se ha solventado mediante la técnica propuesta por Heckman el problema de endogeneidad, es decir, los regresores ya no se hallarían correlacionados con el error. En las regresiones de la segunda etapa, por tanto, podrían utilizarse efectos aleatorios en lugar de efectos fijos, que contiene más *dummies* y puede llegar a ser un método de estimación menos eficiente. No obstante, la literatura deja a criterio del autor la elección de una técnica u otra debido a las ventajas adicionales que conlleva el uso de efectos fijos. Por tanto, en las regresiones de la segunda etapa se incluyen efectos fijos para controlar por todas aquellas características de las multinacionales que son invariantes en el tiempo y que pueden afectar a su rendimiento.

Las variables independientes y de control del modelo se han retardado un periodo con el objetivo de representar de una forma más fiable el efecto de las decisiones tomadas por las empresas sobre la diversificación geográfica o sus resultados, dado que estas no suelen tener repercusiones inmediatas (Geringer et al., 2000; Wan y Hoskisson, 2003).

3.4.1. Etapa 1: la decisión de internacionalización

En la primera etapa del modelo se incluyen los factores que suponemos tienen influencia en la decisión de expansión internacional de los grupos empresariales analizados.

3.4.1.1. Variable dependiente

La variable dependiente, definida como DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA, es una *dummy* que toma valor 1 cuando el grupo se encuentra internacionalizado en el año t y 0 en caso contrario. La elección de esta variable como dependiente tiene como objetivo controlar por la endogeneidad en la segunda etapa, donde se analiza el efecto de la expansión internacional únicamente sobre las multinacionales españolas. Los datos para la construcción de esta variable se han obtenido de la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, realizada bajo el

patrocinio del Instituto Español de Comercio Exterior, ICEX (para obtener más información acerca de esta base de datos, consultar Guillén y García-Canal, 2007).

3.4.1.2. Variables independientes

A continuación se hace una descripción detallada de cada una de las variables independientes recogidas en la primera etapa del análisis. Recuérdese que se incluye un retardo en todas las variables contenidas en este apartado.

Q DE TOBIN: Representa una aproximación tanto de los intangibles de la empresa (Villalonga, 2004; Berry, 2006; García-Canal y Guillén, 2008) como de sus oportunidades de inversión (Carow et al., 2004; García-Canal y Guillén, 2008). Esta variable se incluye en el modelo a 31 de diciembre de cada año del estudio. La fórmula seguida para su cálculo es la empleada por Chung y Pruitt (1994):

$$q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa} + \text{Deuda a corto plazo} + \text{Deuda a largo plazo}}{\text{Deuda a corto plazo} + \text{Deuda a largo plazo} + \text{Fondos propios}}$$

Los datos utilizados para su obtención han sido recopilados de las bases de datos Compustat, Datastream y los informes anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

IMITACIÓN: Esta variable se expresa como el porcentaje de grupos de un sector que se encuentran internacionalizadas en un año respecto al total de grupos que se engloban en el sector en ese año. Para ello, se han analizado las operaciones realizadas por empresas españolas en el extranjero contenidas en la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, realizada bajo el patrocinio del ICEX.

DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO: Siguiendo la medida utilizada por Denis et al. (2002), se crea una *dummy* que toma valor 1 si la empresa ofrece más de un producto y 0 en caso contrario. La clasificación de los negocios se hace atendiendo a la codificación propuesta en Estados Unidos denominada *Standard Industrial Classification* (SIC). Se tiene en consideración tanto la diversificación de producto relacionada (distinto código SIC de 4 dígitos, es decir, distinto sector) como la no relacionada (diferente código SIC a nivel de 2 dígitos, es decir, distinta industria). La información acerca de los negocios en que está presente la empresa se recopiló de los

informes anuales y hechos relevantes recogidos en la CNMV, la base de datos SDC y las páginas web de los propios grupos empresariales.

TAMAÑO: Se controla por el tamaño de los grupos empresariales mediante el logaritmo del valor de sus activos a 31 de diciembre de cada año. Los datos han sido obtenidos de Compustat, Datastream y los informes anuales de la CNMV.

APALANCAMIENTO: Con el objetivo de tener en cuenta la estructura financiera de la empresa, se emplea la medida utilizada por Campa y Kedia (2002), expresada como el cociente entre la deuda a largo plazo del grupo y su activo total. La información para la creación de este índice se extrajo de Compustat, Datastream y los informes anuales de la CNMV.

TESORERÍA: Esta variable comprende los valores contenidos en la partida de *Efectivo y Otros Activos Líquidos Equivalentes* del Balance Consolidado de los grupos analizados. Los datos fueron consultados en Compustat, Datastream y los informes anuales de la CNMV.

MARGEN OPERATIVO: Esta medida se especifica como un cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) de los grupos y sus ventas. Para su elaboración, se obtuvieron los datos de Compustat, Datastream y los informes anuales de la CNMV.

EXPERIENCIA: La experiencia se expresa como el logaritmo del número de años transcurrido desde la fundación de la empresa matriz del grupo y el año al que pertenece la observación. En caso de que hubiese existido una fusión, se toma como año de fundación de la compañía resultante el de la sociedad que ejerciese como *bidder* (sociedad adquiriente) en la operación. Los datos han sido obtenidos de la página web de las propias empresas, los Anuarios Estadísticos de la Asociación Española de Banca y noticias de prensa.

PROPIEDAD ESTATAL: Esta variable se especifica como el porcentaje de participación del Estado en la matriz del grupo i en el año t del periodo de análisis, tomado en tantos por ciento. Los datos han sido extraídos del artículo de Joaquín Vergés *Privatización de empresas públicas y liberalización (1985-1999)*, ampliando la información con su versión de 2010.

PROPIEDAD EXTRANJERA: La propiedad extranjera se expresa como una *dummy* que toma valor 1 si una sociedad internacional tiene participación accionarial en la matriz del grupo i en el periodo t y 0 en caso contrario. Los datos se han obtenido de noticias de prensa, del *Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996)* y de la CNMV.

CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD: Para llevar a cabo un análisis de la concentración de la propiedad en el seno de las matrices de los grupos analizados, se usa el índice propuesto por Herfindahl (1950). Con él, se trata de medir la concentración accionarial de los tres accionistas mayoritarios de los grupos:

$$IH = \sum_{i=1}^n P_{it}^2$$

donde P_{it} es el porcentaje de participación en el grupo del accionista i en el año t tomado en tantos por uno. Los datos para su elaboración se extrajeron de la CNMV y del *Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996)*.

FUSIÓN: Se especifica a través de una *dummy* que toma valor 1 si se ha producido una fusión en ese año y 0 en caso contrario. Los datos se obtuvieron de noticias de prensa.

NÚMERO DE AÑOS EN EL CARGO DEL CONSEJERO DELEGADO: La construcción de esta variable se realizó en dos etapas. En la primera se construyó una base de datos con los miembros de los Consejos de Administración de las empresas de la muestra. Posteriormente, se observó quién(es) ocupaba(n) el cargo de Consejero Delegado del grupo i en el año t y desde qué año había(n) estado en ese puesto. Para la elaboración de esta variable se consultó en los informes de Gobierno Corporativo e informes anuales de la CNMV, así como en los directorios DICODI, DUNS y *Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996)* y en noticias de prensa.

ACUMULACIÓN DE CARGOS: Se utiliza como medida una variable *dummy* que toma valor 1 cuando en el Consejo de Administración de la empresa matriz del grupo i en el periodo t coinciden en la misma persona los cargos de Consejero Delegado y Presidente del Consejo y 0 en caso contrario. La información se extrajo de la base de datos de consejeros construida a partir de los informes de Gobierno Corporativo e informes anuales de la CNMV, directorios DICODI, DUNS y *Directorio de Accionistas Maxwell y Espinosa (1990-1996)* y noticias de prensa.

Tabla 3.2. Variables incluidas en la primera etapa del análisis

	Variable	Descripción
Variable dependiente	Diversificación geográfica	<i>Dummy</i> que toma valor 1 si el grupo está internacionalizado en el año t y 0 en caso contrario
Variables independientes	Q de Tobin	Representa los intangibles del grupo y las oportunidades de inversión
	Imitación	Porcentaje de grupos internacionalizados en un sector en el año t
	Diversificación de producto	<i>Dummy</i> que toma valor 1 si la empresa ofrece más de un producto y 0 en caso contrario
	Tamaño	Logaritmo del valor de los activos de los grupos empresariales a 31 de diciembre
	Apalancamiento	Cociente entre la deuda a largo plazo del grupo y el valor de sus activos
	Tesorería	Valor de la partida de <i>Efectivo y otros Activos Líquidos Equivalentes</i> del Balance Consolidado
	Margen operativo	Cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT) de los grupos y sus ventas
	Experiencia	Logaritmo del número de años transcurrido desde la fundación de la empresa matriz del grupo y el año al que pertenece la observación
	Propiedad estatal	Porcentaje de participación del Estado en la matriz del grupo i en el año t del periodo de análisis
	Propiedad extranjera	<i>Dummy</i> que toma valor 1 si una sociedad internacional tiene participación accionarial en la matriz del grupo i en el periodo t y 0 en caso contrario
	Concentración de la propiedad	Índice propuesto por Herfindahl (1950) que muestra la participación accionarial en manos de los tres principales accionistas del grupo i en el periodo de análisis t
	Fusión	<i>Dummy</i> que toma valor 1 si se ha producido una fusión en ese año y 0 en caso contrario
	Número de años en el cargo del Consejero Delegado	Número de años que el Consejero Delegado de la matriz del grupo empresarial ha ocupado ese puesto
	Acumulación de cargos	<i>Dummy</i> que toma valor 1 cuando en el Consejo de Administración de la empresa matriz del grupo i en el periodo t coinciden en la misma persona los cargos de Consejero Delegado y Presidente del Consejo y 0 en caso contrario

Fuente: Elaboración propia

3.4.2. Etapa 2: el rendimiento de las empresas multinacionales

La segunda etapa del modelo recoge únicamente variables referidas a grupos internacionalizados, incluyendo el ratio inverso de Mills extraído de la etapa anterior con el objetivo de controlar por la endogeneidad de la decisión de diversificación geográfica.

3.4.2.1. Variable dependiente

En la segunda etapa la variable dependiente es el rendimiento. Este se mide a través de la RENTABILIDAD ECONÓMICA (RE), la cual se expresa del siguiente modo:

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT)}}{\text{Activos totales}}$$

Numerosos artículos en el ámbito del estudio de la forma que siguen los resultados derivados del proceso de internacionalización han usado este ratio como variable dependiente (Buckley et al., 1977, 1984; Daniels y Bracker, 1989; Click y Harrison, 2000; Contractor et al., 2003; Ruigrok et al., 2007). Los datos utilizados para el cálculo de la rentabilidad económica se obtuvieron a partir de Datastream, Compustat y los informes anuales de la CNMV.

3.4.2.2. Variable independiente

La variable independiente en este apartado es el GRADO DE INTERNACIONALIZACIÓN, que se expresa como el número de países en los que realiza IDE la multinacional. Esta forma de medir el nivel de expansión internacional ha sido utilizada en estudios como los de Morck y Yeung (1991), Click y Harrison (2000), Vermeulen y Barkema (2002) y Lu y Beamish (2004).

La información para la inclusión de esta variable en el modelo se obtuvo de la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, realizada bajo el patrocinio del Instituto Español de Comercio Exterior, ICEX (para obtener más información acerca de esta base de datos, consultar Guillén y García-Canal, 2007). La base contiene datos de las operaciones internacionales realizadas por empresas españolas entre los años 1986 y 2010 (periodo para el que se realiza este trabajo). En el análisis solo se tienen en cuenta operaciones de IDE, que son

las que suponen un mayor compromiso de recursos para las compañías. Una vez identificadas las inversiones, se observa el país de destino de las mismas, el cual se clasifica en emergente/en desarrollo o desarrollado, atendiendo a los criterios de la UNCTAD y el Fondo Monetario Internacional. El Anexo III incluye la relación de países incluidos en el estudio. Con el objetivo de analizar la forma sigmoidea o de S horizontal se introdujo la variable del recuento de países en su forma lineal, cuadrática y cúbica.

3.4.2.3. Variables de control

Además del número de países al que se internacionaliza el grupo, el rendimiento derivado del proceso de expansión internacional se puede ver afectado por otro tipo de variables a nivel de grupo, sector y/o país. Con el fin de controlar por estos elementos, se introducen en el modelo las variables que se describen a continuación, las cuales incluyen un retardo para reflejar de manera más fiable el proceso de planificación empresarial.

MODO DE ENTRADA: En este caso se utiliza el porcentaje de *joint ventures* firmadas, calculado de la siguiente manera:

$$\% JV_{it} = \frac{\text{Número de operaciones (acumulado hasta } t) \text{ que utilizaron una JV como modo de entrada}}{\text{Número total de operaciones acumulado hasta el año } t}$$

Las *joint ventures*, también denominadas empresas conjuntas, son compañías creadas con las aportaciones de dos o más entidades para realizar actividades en las que todas están interesadas. Las empresas conjuntas internacionales pueden ser un modo de entrada interesante cuando el socio ayuda a superar la “desventaja del extranjero”, sobre todo en el caso de países emergentes. La información para el cálculo de este cociente se obtuvo de la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, la cual cuenta con un apartado dedicado al modo de entrada utilizado en las operaciones internacionales desarrolladas por empresas españolas.

MEDIA DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN DESTINO: Esta variable, incluida en el análisis bajo el nombre MEDIA_CRECIM_PIB_DEST, se calculó haciendo un promedio de los porcentajes de crecimiento del Producto Interior Bruto en los países de destino de las inversiones de los grupos españoles. Para ello, se observó en la Base Sistemática de Datos sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas

los países a los que se dirigieron y, posteriormente, se consultó el histórico de datos acerca del PIB de los distintos Estados proporcionado por el Banco Mundial.

Asimismo, se introdujeron como variables de control otras ya incluidas en la primera etapa, relativas al tamaño, estructura financiera, intangibles, experiencia, diversificación de producto, propiedad y control de la empresa. Adicionalmente, se incluyeron *dummies* de sector y año, así como el ratio invertido de Mills obtenido anteriormente. La tabla 3.3. muestra una síntesis de las variables recogidas en esta etapa:

Tabla 3.3. Variables incluidas en la segunda etapa del análisis

	Variable	Descripción
Variable dependiente	Rentabilidad económica	$\frac{BAIT}{Activo\ total}$
Variable independiente	Grado de internacionalización	Número de países a los que se dirige la empresa
Variables de control	Modo de entrada	Porcentaje de <i>joint ventures</i> firmadas
	Media del crecimiento del PIB en destino	Promedio del crecimiento del PIB en los países destino de las inversiones de grupos españoles
	Q de Tobin	Ver tabla 3.2.
	Apalancamiento	
	Experiencia	
	Diversificación de producto	
	Propiedad estatal	
	Propiedad extranjera	
	Concentración de la propiedad	
	Número de años en el cargo del C.D.	
	Acumulación de cargos	
	Ratio invertido de Mills	
	<i>Dummies</i> de sector	Controlan por el sector al que pertenece el grupo
	<i>Dummies</i> de año	Controlan por el año de la observación

Fuente: Elaboración propia

3.5. RESULTADOS

3.5.1. Resultados de la primera etapa de la decisión de internacionalización

La tabla 3.4. recoge las correlaciones de las variables contenidas en la primera etapa del modelo, así como los estadísticos descriptivos (media y desviación típica).

Por motivos de espacio, solo se presentan las correlaciones pertenecientes a la muestra completa de empresas, sin realizar la división respecto a industria (regulada o no regulada). No obstante, en ninguno de los casos la correlación entre variables es elevada.

Tabla 3.4. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de la primera etapa

		Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	Diversificación geográfica	0,54	0,50														
2	Q de Tobin	1,40	1,03	-0,11													
3	Imitación	0,53	0,26	0,30	0,06												
4	Diversificación de producto	0,79	0,41	0,17	0,08	0,07											
5	Tamaño (millones de euros)	6,51	2,17	0,29	-0,13	0,40	0,06										
6	Apalancamiento	0,15	0,16	-0,04	-0,06	0,13	0,07	0,18									
7	Tesorería (millones de euros)	0,63	4,50	-0,08	0,06	-0,08	0,02	-0,13	0,04								
8	Margen operativo	0,21	1,04	0,03	0,08	0,02	-0,15	0,04	-0,06	0,06							
9	Experiencia	4,00	0,59	0,14	-0,05	0,30	0,02	0,41	0,04	-0,11	-0,04						
10	Propiedad estatal	2,69	13,74	0,03	-0,03	-0,11	-0,08	0,15	0,04	-0,02	-0,01	0,01					
11	Propiedad extranjera	0,14	0,34	-0,11	0,11	0,02	0,07	-0,04	-0,10	-0,03	-0,04	0,08	-0,08				
12	Concentración de la propiedad	0,20	0,23	-0,18	-0,01	-0,10	-0,10	-0,10	-0,03	0,01	0,02	-0,01	0,17	0,39			
13	Fusión	0,02	0,12	0,04	-0,02	0,02	0,03	0,07	0,03	-0,01	-0,01	0,05	-0,03	0,08	0,05		
14	Número de años en el cargo del C.D.	1,43	0,93	-0,02	-0,03	0,01	0,01	-0,06	-0,07	-0,01	0,01	-0,11	0,02	0,02	-0,04	-0,04	
15	Acumulación de cargos	0,26	0,44	0,05	-0,11	-0,10	-0,10	-0,05	-0,04	-0,03	-0,04	-0,08	0,09	0,06	0,01	-0,01	0,20

En la tabla 3.5. se muestran los resultados obtenidos en la primera etapa tras la realización del análisis probit. El Modelo I toma en consideración la muestra completa de empresas, el Modelo II solo las empresas reguladas y el Modelo III únicamente las empresas no reguladas. En la misma aparecen los valores de los coeficientes asociados a las variables y del estadístico z, así como el grado de significación (representado mediante estrellas).

Tabla 3.5. Resultados del probit de la primera etapa

VARIABLES	Modelo I	Modelo II	Modelo III
Q de Tobin	0,536*** (2,38)	3,647 (1,13)	0,518*** (2,13)
Imitación	19,788*** (5,31)	15,257*** (2,05)	20,293*** (5,94)
Diversificación de producto	-0,297 (-0,25)	12,428*** (3,32)	-3,998*** (-2,43)
Tamaño	1,812*** (4,57)	2,257*** (2,55)	1,902*** (3,32)
Apalancamiento	-3,970 (-1,44)	0,820 (0,10)	-4,221 (-1,17)
Tesorería	-0,052 (-1,35)	-5,058 (-0,83)	-0,051 (-1,47)
Margen operativo	0,167 (0,34)	-3,751 (-0,43)	0,035 (0,06)
Experiencia	-0,233 (-0,68)	3,192 (1,15)	2,512*** (2,10)
Propiedad estatal	0,036 (1,15)	0,200*** (2,03)	0,113 (0,01)
Propiedad extranjera	-1,943 (-1,45)	-0,973 (-0,31)	-2,303 (-1,00)
Concentración de la propiedad	-0,677 (-0,46)	-6,759** (-1,65)	-1,025 (0,21)
Fusión	4,369*** (1,99)	2,980 (0,64)	5,377*** (1,96)
Años en el cargo del Consejero Delegado	-0,141 (-0,45)	-0,042 (-0,04)	-0,179 (-0,43)
Acumulación de cargos	-0,305 (-0,31)	-2,780 (-1,01)	1,027 (0,87)
Constante	-17,924*** (-4,17)	-49,367*** (-2,90)	-22,101*** (-4,00)
Observaciones	1,241	398	817
Número de grupos	109	30	76

Estadísticos z robustos entre paréntesis

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

El TAMAÑO y la IMITACIÓN de la estrategia de diversificación internacional seguida por otras empresas del sector aparecen como causas de la internacionalización de las empresas españolas en todos los modelos ($p < 0,01$). La DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO también influiría sobre la expansión internacional, aunque tiene distintos resultados sobre los sectores regulados y no regulados (positivo y negativo, respectivamente), lo que hace que su efecto sobre la muestra total se diluya y resulte no significativo.

La ESTRUCTURA FINANCIERA, los RECURSOS DISPONIBLES, la PROPIEDAD EXTRANJERA y el CONTROL DE LA EMPRESA (introducido en el modelo a través de variables relacionadas con el Consejero Delegado) no resultan ser significativos en la decisión de diversificación geográfica ($p > 0,1$). Por el contrario, sí influyen la PROPIEDAD ESTATAL y la CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD en el Modelo II (relativo a las empresas reguladas). Mientras que cuanto mayor es la participación estatal en la estructura accionarial de las empresas reguladas más propensas son estas a la internacionalización, la concentración de la propiedad ejerce su efecto en el sentido opuesto.

El coeficiente relativo a haber incurrido en una FUSIÓN durante un año t resulta positivo y significativo ($p < 0,01$) en los Modelos I y III. Sin embargo, no parece ser una variable importante para la diversificación geográfica de las compañías de sectores regulados.

Por último, cabe resaltar el papel de los INTANGIBLES y las oportunidades de inversión en la decisión de internacionalización. Mientras que para la muestra total de empresas y la sub-muestra de firmas no reguladas el coeficiente es positivo y significativo ($p < 0,01$), no es así para las entidades de los sectores regulados. La razón subyacente tras esta falta de significación puede deberse a que las empresas de este tipo de sectores, en muchos casos, no conciben los intangibles como una causa de la internacionalización sino como su consecuencia, fruto de la mejora de sus recursos y capacidades tras su implantación en países extranjeros.

3.5.2. Resultados de la segunda etapa: relación entre la diversificación geográfica y los resultados de las empresas

La tabla 3.6. hace referencia a las correlaciones de las variables contenidas la segunda etapa del modelo, así como los estadísticos descriptivos (media y desviación típica).

Por motivos de espacio, solo se presentan las correlaciones pertenecientes a la muestra completa de empresas con el número total de países analizados, sin realizar la división respecto a industria (regulada o no regulada) o grado de desarrollo del país (emergente/en desarrollo o desarrollado). No obstante, en ninguno de los casos la correlación entre variables es elevada, salvo la existente entre las variables de recuento de países, por tomarse en su forma lineal, cuadrática y cúbica.

Tabla 3.6. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de la segunda etapa

	Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Rentabilidad económica	0,06	0,09															
2 Número de países	5,32	7,98	-0,02														
3 Número de países (cuadrático)	91,98	252,31	-0,01	0,93													
4 Número de países (cúbico)	2347,57	9319,57	-0,01	0,81	0,96												
5 Modo de entrada	0,15	0,27	-0,03	-0,10	-0,11	-0,10											
6 Media de crecimiento del PIB en destino	3,27	1,70	0,01	0,25	0,23	0,20	-0,13										
7 Q de Tobin	1,40	1,03	0,27	0,05	0,03	0,01	-0,13	0,16									
8 Apalancamiento	0,15	0,16	-0,03	0,23	0,22	0,20	-0,07	0,01	-0,08								
9 Experiencia	4,00	0,59	-0,06	0,17	0,14	0,09	0,11	0,05	-0,04	0,09							
10 Diversificación de producto	0,79	0,41	-0,03	0,14	0,13	0,11	-0,15	-0,04	0,02	0,17	0,07						
11 Propiedad estatal	2,69	13,74	0,03	0,01	-0,03	-0,04	0,03	-0,02	-0,01	0,01	-0,02	-0,05					
12 Propiedad extranjera	0,14	0,34	0,18	-0,07	-0,09	-0,08	0,03	-0,01	0,04	-0,06	0,13	0,12	-0,07				
13 Concentración de la propiedad	0,20	0,23	0,21	-0,09	-0,08	-0,07	-0,03	0,01	-0,02	-0,03	0,04	-0,13	0,23	0,42			
14 Número de años en el cargo del C.D.	1,43	0,93	0,05	0,03	0,03	0,05	-0,05	-0,01	-0,05	-0,08	-0,15	-0,02	0,01	0,02	-0,09		
15 Acumulación de cargos	0,26	0,44	-0,02	0,02	0,02	0,04	-0,15	0,09	-0,08	-0,11	-0,09	-0,14	0,09	0,10	-0,02	0,23	
16 Inversa de Mills	0,09	0,50	0,05	-0,15	-0,09	-0,06	-0,13	-0,04	0,02	-0,01	-0,20	0,04	-0,04	0,06	0,06	0,01	0,01

En la segunda etapa del análisis se han llevado a cabo diversas regresiones de Mínimos Cuadrados Ordinarios con efectos fijos, a fin de controlar por todas aquellas características de las multinacionales que son invariantes en el tiempo y que pueden afectar a su rendimiento. Los resultados obtenidos se muestran en la Tabla 3.7.:

Tabla 3.7. Resultados de la segunda etapa (MCO con efectos fijos)

VARIABLES	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV	Modelo V	Modelo VI	Modelo VII	Modelo VIII	Modelo IX
N_países_emerg	-0.0094*** (-4.53)			0.0008 (0.50)			-0.0150*** (-3.27)		
N_países_emerg ²	0.0006*** (3.50)			-0.0001 (-0.89)			0.0012*** (3.86)		
N_países_emerg ³	-1.37e-05*** (-2.87)			4.35e-06 (0.97)			-2.56e-05*** (-3.96)		
N_países_desarr		-0.0040 (-0.90)			-0.0013 (-0.22)			-0.0110 (-1.43)	
N_países_desarr ²		-0.0005 (-0.61)			-0.0008 (-0.67)			0.0005 (0.39)	
N_países_desarr ³		4.89e-05 (1.17)			5.98e-05 (0.79)			1.23e-05 (0.22)	
N_países_total			-0.0063*** (-2.82)			-0.0002 (-0.08)			-0.0118*** (-2.65)
N_países_total ²			0.0003** (2.34)			-2.36e-05 (-0.20)			0.0006*** (2.79)
N_países_total ³			-3.32e-06* (-1.94)			7.97e-07 (0.36)			-8.29e-06*** (-2.63)
%_joint_ventures	-0.0083 (-0.61)	-0.0071 (-0.41)	-0.0072 (-0.74)	0.0023 (0.28)	0.0044 (0.71)	0.0017 (0.30)	-0.0107 (-0.40)	-0.0167 (-0.62)	-0.0074 (-0.43)
Q de Tobin	0.0188*** (2.62)	0.0184** (2.02)	0.0192** (2.19)	-0.0022 (-0.24)	-0.0009 (-0.14)	-0.0019 (-0.19)	0.0253** (2.46)	0.0262*** (2.93)	0.0275** (2.45)
Apalancamiento	-0.0618 (-1.32)	-0.0571 (-1.57)	-0.0584 (-1.53)	0.0363 (1.27)	0.0158 (0.90)	0.0282 (1.08)	-0.0818 (-1.23)	-0.0645* (-1.86)	-0.0715 (-1.31)
Experiencia	0.0111 (0.27)	-0.0229 (-0.53)	0.0050 (0.15)	-0.0797*** (-3.61)	-0.0891*** (-3.72)	-0.0789*** (-3.42)	0.0154 (0.40)	-0.0193 (-0.30)	0.0146 (0.36)
Propiedad estatal	8.71e-05 (0.61)	-0.0002 (-0.92)	-2.84e-05 (-0.20)	0.0001 (0.55)	0.0001 (0.53)	0.0001 (0.77)	0.0002 (0.54)	-0.0002 (-0.61)	5.52e-05 (0.112)
Propiedad extranjera	0.0326** (2.38)	0.0229 (1.11)	0.0282 (1.43)	0.0420*** (4.34)	0.0369*** (5.63)	0.0411*** (4.25)	0.0354 (1.56)	0.0246 (1.07)	0.0320 (1.26)
Concentración propiedad	0.0150 (0.68)	0.0260 (1.44)	0.0181 (0.79)	0.0049 (0.38)	0.0059 (0.50)	0.0060 (0.44)	-0.0015 (-0.06)	0.0163 (0.58)	0.0008 (0.03)
Diversificación producto	-0.0670 (-0.91)	-0.0762 (-0.98)	-0.0697 (-0.82)	-0.0286** (-2.38)	-0.0254** (-2.45)	-0.0280** (-2.15)	-0.0622 (-0.63)	-0.0727 (-0.97)	-0.0651 (-0.72)
Media_crecim_PIB_dest	0.0013 (0.69)	0.0011 (0.54)	0.0011 (0.71)	0.0007 (0.93)	0.0010 (1.06)	0.0009 (1.07)	0.0033 (0.99)	0.0025 (0.82)	0.0030 (1.25)
Años_CEO_cargo	0.0049*** (2.72)	0.0052 (1.55)	0.0048* (1.73)	0.0017 (0.99)	0.0018 (0.98)	0.0017 (0.97)	0.0056 (1.20)	0.0058 (1.52)	0.0057 (0.94)
Acumulación de cargos	0.0111* (1.78)	0.0107 (1.38)	0.0102* (1.94)	0.0113 (1.34)	0.0065 (0.84)	0.0096 (1.18)	0.0153 (1.32)	0.0178 (1.24)	0.0138 (1.19)
Inversa de Mills (Total)	-0.0137 (-0.81)	-0.0158 (-0.77)	-0.0160 (-0.72)						
Inversa de Mills (Reg)				0.0026 (0.69)	0.0027 (1.54)	0.0024 (1.20)			
Inversa de Mills (No reg)							-0.0043 (-0.19)	-0.0083 (-0.47)	-0.0077 (-0.53)
Constante	0.0386 (0.24)	0.1793 (0.82)	0.0694 (0.41)	0.4059*** (4.33)	0.4478*** (4.50)	0.4031*** (4.28)	0.0193 (0.15)	0.1661 (0.71)	0.0316 (0.19)
Observaciones	876	876	876	294	294	294	563	563	563
R ²	0.115	0.110	0.113	0.247	0.268	0.243	0.144	0.135	0.144
Número de grupos	76	76	76	21	21	21	53	53	53

Estadísticos z robustos entre paréntesis

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

En esta parte del análisis se han llevado a cabo regresiones para nueve modelos distintos: los Modelos I-III incluyen la muestra completa, analizando los resultados para los países emergentes/en desarrollo, desarrollados y el total de localizaciones; los Modelos IV-VI y VII-IX replican lo hecho en los tres primeros modelos pero dividiendo

la muestra de multinacionales españolas analizadas en reguladas y no reguladas, respectivamente.

Nuestras cuestiones de investigación pretendían dar respuesta a dos preguntas: ¿qué forma sigue la relación entre la internacionalización y los resultados de las empresas una vez se controla por la endogeneidad? y ¿es ese patrón aplicable a todo tipo de industrias y países? Tal y como puede observarse en la Tabla 3.7., esta relación difiere entre industrias y países. Los niveles de significación del RECUENTO DE PAÍSES muestran que el comportamiento de las multinacionales españolas sigue un patrón en forma de S horizontal o sigmoidea en el caso de la muestra completa y los sectores no regulados para el total de países y para la sub-división de los países emergentes/en desarrollo. No obstante, esta relación no se encuentra en la industria regulada ni en los países desarrollados ($p > 0,1$).

Respecto a las variables de control, cabe destacar la relevancia de la posesión de INTANGIBLES y oportunidades de inversión en el caso de los sectores no regulados y de la propiedad extranjera de la empresa en el caso de los no regulados. Asimismo, la diversificación de producto, que en el probit de la primera parte aparecía como un factor de influencia en la expansión internacional, tiene en esta etapa un impacto negativo sobre los resultados del grupo ($p < 0,05$). La EXPERIENCIA o edad de la firma también minora el rendimiento de los grupos incluidos en sectores regulados ($p < 0,01$).

El análisis de significatividad global llevado a cabo mediante el test de la F de Snedecor es significativo en todos los casos, es decir, se rechaza la hipótesis nula de que todos los coeficientes son iguales a cero ($p < 0,001$). Los ratios invertidos de Mills no son significativos ($p > 0,1$), por lo que para analizar si realmente se ha solventado el problema de endogeneidad se recurre al test propuesto por Hausman (1958). Tras su realización, se extrae que no existen diferencias entre la utilización de efectos fijos o aleatorios en la segunda etapa, de lo cual se podría deducir que los regresores no se hallan correlacionados con el error, es decir, ya no existiría un problema de endogeneidad.

3.6. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Aunque la relación entre diversificación geográfica y resultados es un importante foco de interés en la literatura acerca de internacionalización, una amplia

mayoría de los trabajos empíricos realizados hasta la fecha pasan por alto el hecho de que la decisión de expansión internacional es endógena (Hamilton y Nickerson, 2003). Por tanto, se puede incurrir en sesgos en la obtención de los resultados de las estimaciones. En este trabajo, mediante la estimación de un modelo en dos etapas propuesto por Heckman (1976, 1978) y la inclusión de efectos fijos, se pretende observar el efecto de la diversificación geográfica sobre los resultados de las multinacionales españolas y si este es el mismo independientemente de la industria a la que se pertenezca y de la localización elegida para invertir.

La primera etapa del modelo sirve de antesala a las regresiones entre el nivel de internacionalización y los resultados obtenidos por las empresas diversificadas geográficamente. En ella se estudian los factores que consideramos pueden ser de utilidad para explicar la inversión exterior de los grupos empresariales españoles. De este modo, el tamaño y la imitación resultan ser dos motivos de especial trascendencia en todos los sectores al tomar la decisión de internacionalización. Los grupos que poseen un elevado número de activos son más propensos a acometer una estrategia de diversificación que sus homólogos (Campa y Kedia, 2002).

Asimismo, la imitación puede ser provocada, bien por causas relacionadas con la imitación oligopolística (Knickerbocker, 1973), bien por razones relacionadas con el mantenimiento de la eficiencia productiva en relación a los competidores. DiMaggio y Powell (1983) argumentan que estos motivos tendrían relación con una imitación competitiva y complementan esta visión añadiendo otro tipo de imitación de corte más institucional. Siguiendo esta línea de pensamiento, Scott (1995) señala que las empresas no son organizaciones aisladas, sino que se encuentran enmarcadas dentro de *clusters* o de industrias, lo cual favorecería una estrategia de imitación de los competidores. Guillén (2002) apunta que, si bien la imitación es relevante en el ámbito de la internacionalización, cuenta con especial importancia en el momento de decidir si enmarcar las operaciones únicamente en el ámbito nacional o expandirse internacionalmente.

La diversificación de producto, aunque también resultaría importante en el caso de las sub-muestras realizadas según el grado de regulación de las mismas, pierde su significatividad en la muestra completa debido al efecto opuesto que tienen en cada uno de los tipos de sector. Mientras que las empresas reguladas asentarían su diversificación

geográfica sobre una previa diversificación de producto, en organizaciones de sectores no regulados estar presentes en más de un negocio haría que existiese una menor necesidad de expansión internacional.

En el caso de las empresas pertenecientes a sectores regulados, otro factor que impulsa la diversificación geográfica es la participación accionarial del Estado. De este modo, cuanto mayor es el porcentaje de acciones de una empresa poseído por el Gobierno de un país mayor la posibilidad de internacionalización, pues la organización sería menos aversa al riesgo por primar no solo objetivos económicos, sino también institucionales (Meggison y Netter, 2001). En el sentido opuesto actúa la variable de concentración de la propiedad, pues las empresas con una gran parte de sus acciones en manos de sus accionistas mayoritarios tienden a ser más conservadoras, bien por su falta de experiencia internacional, bien por su percepción de que la expansión internacional constituye un proceso de alto riesgo en el que se incurre en elevados costes (Eriksson et al., 1997; Child y Tse, 2001; Liu et al., 2011). De este modo, en las organizaciones reguladas se observaría una dicotomía en cuanto a la propiedad: mientras que la participación estatal fomentaría la internacionalización, la concentración de la propiedad tendería a enmarcar las actividades en el ámbito doméstico.

Los grupos de sectores no regulados, por su parte, tienen tres de sus incentivos a la internacionalización en la posesión de intangibles, el haber acometido una fusión con otra empresa y su edad. Las empresas que poseen intangibles o buenas oportunidades de inversión son más propensas a invertir en el extranjero, acorde a lo estipulado por teorías como la Teoría de la Organización Industrial, la Teoría de Costes de Transacción, el Paradigma Ecléctico, la Teoría del Conocimiento o el Paradigma de Porter. También encontramos argumentos en la literatura a favor de la realización de fusiones entre empresas como desencadenante de la expansión internacional. De este modo, el artículo de von Zedwitz y Gaussman (2002) apunta que las empresas que han acometido fusiones a lo largo de su trayectoria son más propensas a operar en distintos segmentos geográficos. Además, los resultados señalarían a que las firmas ubicadas en este tipo de sectores no se internacionalizan desde sus inicios sino cuanto mayor es el periodo de tiempo transcurrido desde su fundación.

Los resultados extraídos de la segunda etapa del análisis permiten comprobar que el comportamiento de las multinacionales españolas seguiría un patrón en forma de

S horizontal o sigmoidea en el caso de la muestra completa y de los sectores no regulados para el total de países y para la sub-división de los países emergentes/en desarrollo. Esta forma es relativamente novedosa en la literatura y aparece en otros trabajos, como los de Riahi-Belkhoui (1998), Contractor et al. (2003), Lu y Beamish (2004), Thomas y Eden (2004) o Ruigrok et al. (2007). Las causas subyacentes tras este patrón se encuentran en las ventajas y costes derivados del proceso de expansión internacional.

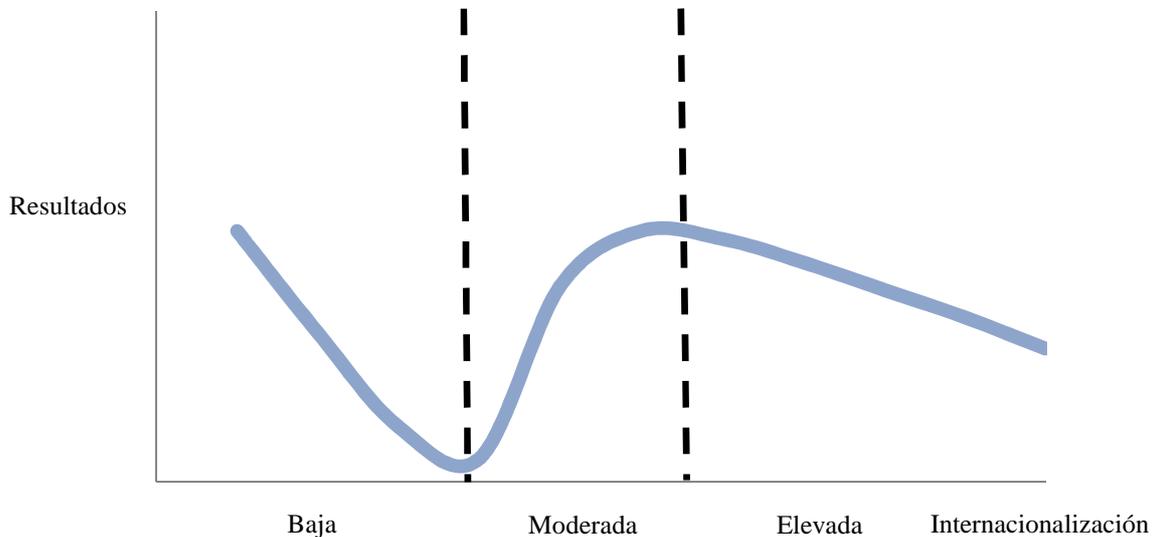
La pendiente negativa al inicio de la internacionalización tendría, fundamentalmente, dos causas. En primer lugar, las inversiones iniciales económicas, de tiempo, recursos humanos... son elevadas (Contractor et al., 2003). En segundo lugar, ha de hacerse frente a la “desventaja del extranjero” (Hymer, 1976), sobre todo en países “distantes” al de origen, donde los gobiernos, sistemas legislativos, las costumbres... pueden diferir en gran medida de los del país de procedencia. La combinación de estos dos elementos (elevado compromiso de recursos y situación de desventaja inicial frente a las compañías de la localización de destino de la inversión) desembocarían en una relación negativa entre internacionalización y resultados.

Una vez se superan estos obstáculos iniciales, la pendiente toma valores positivos y los resultados de las firmas se verían incrementados gracias al aumento de la experiencia internacional, acceso a nuevos mercados, inputs a menor coste, nuevos recursos... (Johanson y Vahlne, 1977; Deeds y Hill, 1998; Contractor et al., 2003; Ruigrok y Wagner, 2007). Así pues, niveles moderados de inversión exterior permiten a las entidades disfrutar de las ventajas derivadas del proceso de expansión internacional.

Sin embargo, llegado un cierto punto, la relación entre la internacionalización y los resultados vuelve a convertirse en negativa, debido a los costes derivados de la organización y control de las actividades en un ámbito internacional demasiado amplio, los cuales superarían a los beneficios derivados de la diversificación geográfica (Jones y Hill, 1988; Tallman y Li, 1996; Hitt et al., 1997; Contractor et al., 2003). En definitiva, del análisis se extrae que los inconvenientes encontrados por las organizaciones al inicio de su expansión exterior se verían compensados cuando estas aumentan su experiencia internacional y pasarían a disfrutar de las ventajas que ofrece una internacionalización moderada y, no así, una excesiva diversificación geográfica que haga que los costes pesen más que las ventajas relacionadas con la presencia en el extranjero. La siguiente

figura constituye una representación gráfica de la relación entre diversificación y resultados en forma sigmoidea:

Figura 3.2. Forma sigmoidea de la relación entre el grado de internacionalización de la empresa y sus resultados



Fuente: Elaborado a partir de Contractor et al. (2003)

No obstante, la relación en forma de S horizontal no resulta significativa en la industria regulada ni en los países desarrollados. En el primer caso, las causas de que este patrón no se encuentre en las firmas de sectores regulados podría deberse a que, en muchas ocasiones, estas acometen su expansión internacional a través de concesiones que les deben ser adjudicadas por el país de destino, lo cual condiciona su proceso de internacionalización (García-Canal y Guillén, 2008). En el caso de los países desarrollados, la falta de significación del modelo en forma de S horizontal podría venir explicado por los argumentos vertidos en el artículo de 1990 de Collins, quien encontró que las empresas que dirigen sus flujos de IDE a naciones en desarrollo obtienen peores resultados, no ocurriendo esto en regiones con un mayor grado de progreso (esto podría implicar que no existiese la pendiente negativa inicial).

Con nuestro análisis, por tanto, se ha pretendido enfatizar la importancia de tener en cuenta el control de la endogeneidad en la realización de estudios empíricos, así como el hecho de que la relación entre la diversificación geográfica y los resultados de la empresa no es inmutable, sino que varía dependiendo de la industria de procedencia y del país de destino de las inversiones.

CONCLUSIONES

FINALES

En este apartado se recogen las conclusiones generales extraídas del análisis realizado, manteniendo la estructura utilizada en el estudio con el objetivo de facilitar su seguimiento. Asimismo, se explicitan las aportaciones realizadas por este trabajo, así como sus limitaciones y futuras líneas de investigación.

El primer capítulo tenía como objetivo la revisión de las principales teorías relacionadas con la Inversión Directa en el Exterior, haciendo especial mención a los motivos que apuntan como relevantes para que las empresas se conviertan en multinacionales.

Tras las críticas vertidas por Hymer en su tesis doctoral a la literatura precedente relacionada con la inversión en cartera, se abrió una nueva línea de investigación en el estudio de las multinacionales y la Inversión Directa en el Exterior. Las teorías enmarcadas dentro del ámbito de estudio de la internacionalización se dividen en tres principales grupos: teorías económicas, directivas y enfoque sociopolítico.

Así pues, las teorías económicas tienen un elevado componente positivo y dentro de ellas se encuentran la Teoría de la Organización Industrial, la Teoría de Costes de Transacción, el Paradigma Ecléctico, la Teoría del Ciclo de Vida del Producto y la Teoría de la Agencia. La primera encuentra como principal motivo de la diversificación geográfica la reducción de la competencia y la explotación de la ventaja competitiva de las empresas en régimen de monopolio. La Teoría de Costes de Transacción argumenta, por su parte, que la principal causa radica en la existencia de potenciales comportamientos oportunistas en los mercados y la falta de contratos completos que permitan protegerse a las empresas contra ellos. Dunning (1979) complementa esta visión con la integración en su modelo no solo de ventajas de propiedad sino también de localización y de internalización. Respecto a la Teoría del Ciclo de Vida del Producto, las multinacionales surgen debido a la saturación de su mercado de origen. En cuanto a la Teoría de la Agencia, la discrecionalidad directiva y la discordancia entre los objetivos de accionistas y directivos favorece la expansión exterior (aunque en algunos casos no sea recomendable).

Las teorías directivas, por su parte, son más normativas, explicando cómo debería ser el proceso de internacionalización empresarial. En esta categoría se incluyen

la Teoría del Conocimiento, la Teoría de Opciones Reales, la Teoría de la Internacionalización Gradual y el Paradigma de Porter. La Teoría del Conocimiento concibe a la organización como el vehículo más apropiado para la transmisión de su *know-how* al exterior por ser una parte del mismo tácita. En cuanto a la Teoría de Opciones Reales, la creación de una red de filiales en el exterior aporta a las organizaciones una flexibilidad especialmente relevante en situaciones de incertidumbre. La Teoría de la Internacionalización Gradual incluye en el mix de variables relevantes la velocidad de internacionalización, aunque nuevas teorías establecen que algunas empresas experimentarían una internacionalización acelerada en lugar de una expansión por etapas. Respecto al Paradigma de Porter, este cambia la unidad de análisis de la empresa al país y analiza las causas tras las ventajas competitivas no solo de las empresas sino también de los países.

Respecto al enfoque sociopolítico, este tiene en cuenta el papel que juegan los gobiernos en la diversificación geográfica y las relaciones internacionales. Las multinacionales, los países y los gobiernos e instituciones se beneficiarían de la internacionalización al acceder a nuevos recursos y abrir una ventana a la posibilidad de incrementar su desarrollo político-económico.

Por último, puede decirse que la Teoría de Recursos y Capacidades ejerce de punto de encuentro de las demás, dado que la mayoría de ellas apuntan a la posesión de activos intangibles o el acceso a nuevos recursos o inputs a un menor precio como principales causas de la expansión internacional.

La revisión de las teorías predominantes en la literatura realizada en este apartado nos ha ayudado a tener una visión más clara de cuáles pueden ser los desencadenantes del proceso de internacionalización de las empresas, lo cual ha sido de gran utilidad en la elaboración de la primera etapa de nuestro análisis empírico. Asimismo, nos ha permitido establecer el marco teórico aplicado a la creación de valor que desarrollamos en el segundo capítulo del trabajo.

En el segundo capítulo se intenta establecer un marco teórico que ayude a entender los motivos de la creación de valor derivada de la internacionalización. Para

ello, se hace un repaso a los principales argumentos teóricos, así como a las evidencias empíricas presentes en la literatura.

Dentro de las teorías económicas, la Teoría de la Organización Industrial y la Teoría de Costes de Transacción ponen el énfasis en la posesión de una ventaja competitiva para la creación de valor en el ámbito internacional. El Paradigma Ecléctico incluye también ventajas de localización y de internalización para que esto ocurra. Por su parte, la Teoría del Ciclo de Vida del Producto predice que la diversificación geográfica tendrá una repercusión positiva en los resultados cuando los productos ya no están sujetos a innovación y lo que se requiere son inputs a menor precio. En lo que respecta a la Teoría de la Agencia, advierte de una potencial destrucción de valor derivada de la internacionalización en aquellos casos en que los directivos tienen objetivos distintos a los de los accionistas y poseen los medios necesarios para actuar en su propio beneficio.

En cuanto a las teorías directivas, la Teoría del Conocimiento y el Paradigma de Porter, al igual que lo que ocurría con algunas de las teorías económicas, se centran en la posesión de una ventaja competitiva para la creación de valor. La Teoría de las Opciones reales, por su parte, observa la creación de valor en la posesión de una red de filiales en el exterior que aporte flexibilidad a las empresas en situaciones de incertidumbre. En cuanto a la Teoría de la Internacionalización Gradual de la Escuela de Uppsala, esta apunta a que una expansión al exterior en la que se va aumentando progresivamente el grado de compromiso de recursos resulta beneficiosa para las empresas; no obstante, esta visión se ha visto desafiada en la literatura más reciente debido a la aparición de empresas que llevan a cabo una internacionalización acelerada y que obtienen rentabilidades superiores a sus competidoras.

El enfoque sociopolítico también hace referencia a la creación de valor en el ámbito de la internacionalización. Específicamente, el acceso a nuevos recursos y la posesión de capacidades políticas, así como las características de los países de origen y de destino tienen potencial para hacer que las compañías disfruten de todas las posibilidades y ventajas que puede ofrecer la realización de operaciones en el exterior.

Una vez expuestos estos tres enfoques, la Teoría de Recursos y Capacidades vuelve a ejercer de nexo de unión, englobándose en este apartado las potenciales ventajas e inconvenientes a los que deberían hacer frente las empresas

internacionalizadas. La diversificación geográfica cuenta con numerosas ventajas, entre las que cabe citar un aumento del poder de mercado, acceso nuevos recursos y a inputs de menor coste, consecución de economías de escala y gama, incremento de la experiencia internacional, diversificación del riesgo y tributación en términos más favorables. Sin embargo, la expansión internacional no es la panacea y también adolece de inconvenientes: hándicap del extranjero, distancia entre los países (administrativa, política, legal, geográfica...), riesgo de tipo de cambio, riesgo político y aumento de los costes. La falta de colusión entre los objetivos de los accionistas y directivos también constituye una fuente potencial de destrucción de valor.

Los factores citados en el párrafo anterior son las causas subyacentes tras las cuatro formas de la relación entre internacionalización y resultados encontradas en los estudios empíricos realizados hasta la fecha: lineal, en forma de U, en forma de U invertida y sigmoidea. No obstante, aún no se ha alcanzado un consenso acerca de cuál de ellos es el más válido para explicarla (Ruigrok y Wagner, 2003; Cardinal et al., 2011; Wiersema y Bowen, 2011). Las principales razones para este tipo de comportamientos se encuentran en la dicotomía beneficios-costes de la internacionalización. Para los defensores de la relación lineal y positiva, esta ocurre gracias a la posesión de una ventaja competitiva unida a ventajas de localización, acceso a un mayor número de consumidores y la potencial consecución de economías de escala y gama (Rugman, 1981; Kogut, 1985; Dunning, 1993; Porter, 1998; Lu y Beamish, 2001). La relación lineal y negativa se debería principalmente, a la “desventaja del extranjero” (Hymer, 1976) y al hecho de que es más factible que empresas nuevas fracasen en sus intentos de internacionalización que otras más maduras (Stinchcombe, 1965). Collins (1990) añade a este respecto que las empresas que se internacionalizan hacia países en desarrollo son más propensas a obtener rentabilidades negativas. En lo referente a las relaciones curvilíneas, la forma de U se produciría debido a la desventaja inicial que tienen las empresas extranjeras cuando entran en un nuevo país (Hymer, 1976) pero que, una vez superada, daría lugar a rendimientos positivos gracias a la experiencia internacional acumulada, opinión compartida por los integrantes de la Escuela de Uppsala. Por el contrario, los autores que abogan por la relación en forma de U invertida observan las rentabilidades positivas al inicio de la internacionalización debido a la capitalización de la ventaja competitiva, acceso a nuevos mercados y recursos y consecución de economías de escala y gama; sin embargo, cuanto mayor es el grado de

internacionalización, mayores son los costes de control y la complejidad de la estructura empresarial, lo cual da lugar a la pendiente negativa de esta relación (Siddarthan y Lall, 1982; Geringer et al., 1989; Tallman y Li, 1996; Contractor et al., 2003; Ruigrok et al., 2007). La forma de S horizontal, por su parte, puede interpretarse como un mix de las dos relaciones anteriores (U y U invertida) y, por lo tanto, las causas de su aparición son las citadas para las mismas (Cardinal et al., 2011).

La revisión de las ventajas y costes de la internacionalización, así como de los principales hallazgos en la literatura acerca de los patrones de comportamiento de la relación entre el proceso de expansión internacional y los resultados de la empresa y sus causas subyacentes marca un punto de partida para el estudio realizado en la segunda etapa del modelo que planteamos.

El tercer capítulo se dedica a la realización de un análisis empírico que permita responder a las preguntas de investigación planteadas en el trabajo: ¿qué forma sigue la relación entre la internacionalización y los resultados de las empresas una vez se controla por la endogeneidad? y ¿es ese patrón aplicable a todo tipo de industrias y países? Para ello, se utilizó una muestra formada por 123 grupos empresariales españoles cotizados en Bolsa en 1990 para un periodo de estudio comprendido entre 1986 y 2010.

La metodología utilizada estuvo orientada a controlar por la endogeneidad de la decisión de internacionalización. Así, se empleó el modelo en dos etapas de Heckman (1976, 1978) y la inclusión de efectos fijos en las regresiones de Mínimos Cuadrados Ordinarios. En la primera etapa de Heckman se analizaron los factores que supusimos afectan a la decisión de diversificación geográfica de los grupos empresariales españoles (tanto a la muestra completa como a las distintas sub-muestras de firmas reguladas y no reguladas). De este modo observamos que, mientras que en los sectores no regulados la posesión de intangibles condiciona esta decisión, esto no ocurriría así en los regulados. El elemento que sí resulta significativo tanto para la muestra completa como para las distintas sub-muestras analizadas es la imitación de las estrategias seguidas por otras empresas, bien por razones de competencia, bien por razones institucionales.

Una vez obtenidos los resultados de la primera etapa, en la segunda etapa se incluyen como controles de la endogeneidad el ratio invertido de Mills y efectos fijos. En esta parte se pretende analizar la forma que presenta la relación entre el número de países en los que realizan Inversión Directa en el Exterior las multinacionales españolas (proxy del grado de internacionalización de las mismas) y su rentabilidad económica (proxy de los resultados). Además de la muestra completa, se toman diversas sub-muestras atendiendo a la industria en la que se enmarcan las actividades de las compañías y el grado de desarrollo del país de destino de sus inversiones. Aunque la relación en forma de S horizontal o sigmoidea no resulta significativa en la industria regulada ni en los países desarrollados sí que, de acuerdo con la literatura más reciente en este ámbito, el análisis muestra que el comportamiento de las multinacionales españolas seguiría un patrón en forma de S horizontal o sigmoidea en el caso de la muestra completa y de los sectores no regulados para el total de países y para la sub-división de los países emergentes/en desarrollo. Esto apuntaría a que, una vez superados los obstáculos iniciales relacionados con la diversificación geográfica, niveles moderados de internacionalización son beneficiosos para las empresas, mientras que una sobrediversificación conllevaría costes de coordinación y control que superarían a las ventajas derivadas de operar en distintos segmentos geográficos.

Las principales contribuciones que se desprenden, en nuestra opinión, de este trabajo, se exponen de manera resumida a continuación:

- Una revisión de los distintos enfoques y teorías presentes en la literatura, analizando las causas que proponen para la inversión de las empresas en el exterior.
- La elaboración de un marco teórico que permita relacionar las teorías predominantes con la creación de valor en la organización derivada de la expansión internacional, así como la realización de una síntesis de los principales trabajos empíricos en este ámbito. Asimismo, se apuntaron las principales ventajas e inconvenientes de la internacionalización y los distintos patrones de comportamiento a los que dan lugar en la relación entre diversificación geográfica y resultados empresariales.

- El análisis empírico de la relación entre la realización de Inversión Directa en el Exterior y los resultados de las multinacionales españolas, controlando por la endogeneidad de la decisión de internacionalización. Esta metodología ha permitido que analicemos los factores determinantes para que las compañías realicen operaciones en el exterior, así como las consecuencias que estas tienen a nivel de creación de valor en la empresa. La división de la muestra según la industria a la que pertenecen los grupos y el país de destino de las inversiones también ha provocado que comprobemos que existirían diferencias en los patrones de comportamiento de las firmas atendiendo a estas dos variables.

No obstante, nuestro trabajo tiene una serie de limitaciones que pasan a exponerse a continuación:

- El análisis se realiza únicamente para conocer el efecto que tiene la internacionalización sobre el rendimiento de las multinacionales españolas pero no tiene en cuenta la valoración que los mercados otorgan a estas empresas que realizan operaciones en el extranjero.
- El estudio no ahonda en el tipo de comportamiento que tiene la relación entre internacionalización y resultados en aquellos casos en que no sigue una forma sigmoidea o de S horizontal.
- Se trabaja con un panel de datos incompleto, pues no existen datos para todas las empresas durante todos los años del estudio. Aun así, las observaciones perdidas no muestran un patrón significativo sino que son aleatorias.
- El ratio invertido de Mills que se introduce como control de la endogeneidad en la segunda etapa no resulta significativo, por lo que podría haber dudas respecto a la corrección de este problema mediante el análisis realizado en la primera etapa del modelo de Heckman.

Estas limitaciones pueden servir de precedente a líneas de investigación futuras como las que se detallan a continuación:

- Profundización en los motivos de internacionalización de las empresas españolas, con el objetivo de alcanzar un mayor entendimiento de los factores

que impulsan la diversificación geográfica, así como controlar de forma más eficaz la endogeneidad presente en el modelo.

- Estudiar en mayor profundidad por qué la relación entre internacionalización y resultados se modifica dependiendo del sector de la empresa y el país de destino de la inversión, así como la forma de las mismas en esos casos.
- Ampliación del análisis a la valoración que ofrecen los inversores en los mercados de las multinacionales españolas, estudiando si la diversificación geográfica crea o destruye valor en los mercados de capitales.

ANEXOS

Anexo I. Empresas internacionalizadas

REGULADAS				NO REGULADAS		
Sector 1	Sector 2	Sector 3	Sector 4	Sector 5	Sector 6	Sector 7
CEPSA	Abertis	AGBAR	Argentaria	Duro Felguera	Acciona	Acerinox
Repsol	Telefónica	Endesa	B. Atlántico	Elecnor	ACS	Amper
		Gas Natural SDG	Banesto	Ezentis	Agromán	Anaya
		Hidrocarbónico	Banco Herrero	Finanzauto	Dragados	Azkoyen
		Iberdrola	B. Hispano	Indra	FCC	Bodegas y Bebidas
		Unión Fenosa	Americano	Inmob. Colonial		Campofrío
			B. Pastor	Inmob.del Sur		Cementos Lemona
			B. Popular	Inmob.Urbis		CIE Automotive
			B. Santander	Inypsa		CAF
			B. Zaragozano	Metrovacesa		Cristalería Española
			Bankinter	Pascual Hermanos		Ebro
			BBV	Prosegur		Ercros
			BCH	SPS		Faes Farma
			C.F. Alba	Tecnocom		Global Steel Wire
			Mapfre	Vallehermoso		ENCE
						Natra
						Indo Internacional
						Koxka
						La Seda de BCN
						Papelera Española
						Pescanova
						Portland
						Valderrivas
						Prim
						Sarrió
						Sniace
						Carburos Metálicos
						Altadis
						Tableros de fibras
						Tavex Algodonera
						Tubacex
						Tudor
						Uniland
						Unipapel
						Uralita
						Valcem
						Vidrala
						Viscofan
						Zardoya Otis

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Base de Operaciones de Empresas Españolas del ICEX

Anexo II. Empresas no internacionalizadas

REGULADAS				NO REGULADAS		
Sector 1	Sector 2	Sector 3	Sector 4	Sector 5	Sector 6	Sector 7
Petromed	Transfesa	S. de Electricidad Electra de Viesgo FECSA Saltos del Nansa	Ahorro familiar B. de Valencia B. de Valencia Bankoa	BAMI CEVASA ESSA Filo Inbesòs Inmolevante Leisa Procisa Rústicas Sotogrande Zabalburu	OSEPSA	ACEPROSA A.H. de Vizcaya Asturiana de zinc Dimetal El Águila EIA Aragonesas EPPIC Española del zinc FASA Renault Financiera y Minera Frimancha HISALBA Hullas del Coto Cortés Koipe N. M. Quijano Papelera Navarra Puleva Vidriera Leonesa

Fuente: Elaboración propia

Anexo III. Listado de países receptores de IDE de multinacionales españolas

EMERGENTES Y EN DESARROLLO			DESARROLLADOS	
Afganistán	El Salvador	Libia	Ruanda	Alemania
Albania	Emiratos Árabes	Liechtenstein	Rumanía	Australia
Andorra	Eritrea	Lituania	Rusia	Austria
Angola	Estonia	Macao, China	Samoa	Bélgica
Antigua y Barbuda	Etiopía	Macedonia	S. Vicente	Canadá
Antillas Holandesas	Fiji	Madagascar	Santa Lucía	Chipre
Arabia Saudí	Filipinas	Malasia	S. Tomé y Príncipe	Dinamarca
Argelia	Gabón	Malawi	Senegal	Eslovaquia
Argentina	Gambia	Maldivas	Serbia y Montenegro	Eslovenia
Armenia	Gaza y F. Oeste	Mali	Seychelles	Estados Unidos
Aruba	Georgia	Marruecos	Sierra Leona	Finlandia
Azerbaiyán	Ghana	Mauricio	Singapur	Francia
Bahréin	Granada	Mauritania	Siria	Grecia
Bangladés	Groenlandia	México	Somalia	Holanda
Barbados	Guatemala	Micronesia	Sri Lanka	Irlanda
Bielorrusia	Guinea	Moldavia	Suazilandia	Islandia
Belice	Guinea Ecuatorial	Mónaco	Sudáfrica	Israel
Benín	Guinea-Bissau	Mongolia	Sudán	Italia
Bermudas	Guyana	Mozambique	Surinam	Japón
Bolivia	Haití	Myanmar	Tailandia	Luxemburgo
Bosnia	Honduras	Namibia	Taiwán	Malta
Botsuana	Hong Kong	Nepal	Tanzania	Noruega
Brasil	Hungría	Nicaragua	Tayikistán	Nueva Zelanda
Brunei	India	Níger	Timor Oriental	Portugal
Bulgaria	Indonesia	Nigeria	Togo	Reino Unido
Burkina Faso	Irak	Nueva Caledonia	Tonga	Rep. Checa
Burundi	Irán	Omán	Trinidad y Tobago	Suecia
Bután	Islas Caimán	Oriente Medio	Túnez	Suiza
Cabo Verde	Islas Marshall	Pakistán	Turkmenistán	
Camboya	Islas Salomón	Palau	Turquía	
Camerún	Islas Vírgenes	Palestina	Ucrania	
Chad	Jamaica	Panamá	Uganda	
Chile	Jordania	Papúa N. Guinea	Uruguay	
China	Kazajstán	Paraguay	Uzbekistán	
Colombia	Kenia	Perú	Vanuatu	
Comoras	Kirguistán	Polinesia Francesa	Venezuela	
Costa de Marfil	Kiribati	Polonia	Vietnam	
Costa Rica	Kuwait	Puerto Rico	Yemen	
Croacia	Laos	Qatar	Zambia	
Cuba	Las Bahamas	Rep. Centroafricana	Zimbabue	
Djibuti	Lesoto	Rep. de Corea		
Dominica	Letonia	Rep. del Congo		
Ecuador	Líbano	R.D. del Congo		
Egipto	Liberia	Rep. Dominicana		

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de UNCTAD y FMI

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, L. y Pantzalis, C. (1996): "Valuation of operating flexibility of multinational corporations". *Journal of International Business Studies* 27: 633–653.
- Antràs, P. (2005): "Incomplete Contracts and the Product Cycle". *American Economic Review*, 95(4): 1054-1073.
- Arregle, J.-L., Hebert, L. y Beamish, P.W. (2006): "Mode of international entry: Advantages of multilevel methods". *Management International Review*, 5: 557-618.
- Asmussen, C.G., Benito G.R.G. y Petersen, B. (2009): "Organizing Foreign Market Activities: From Entry Mode Choice to Configuration Decisions". *International Business Review*, 18(2): 145-155.
- Barney, J. (1991): "Firm resources and sustained competitive advantage". *Journal of Management*, 17(1): 99–120.
- Baron, D.P. (1995): "Integrated Strategy: Market and Nonmarket Components". *California Management Review*, 37: 73-85.
- Baron, D. P. (1997): "Integrated strategy, trade policy, and global competition". *California Management Review*, 39(2): 145-169.
- Bell, J., McNaughton, R. y Young, S. (2001): "Born-again global Firms: An Extension to the Born Global Phenomenon". *Journal of International Management*, 7(3): 173-189.
- Bellak, C.J. y Weiss, A. (1993): "A note on Austrian diamond". *Management International Review*, 33: 109-18.
- Berger, P.G. y Ofek, L. (1995): "Diversification's effect on firm value". *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp. 39-65.
- Berry, H. (2006): "Leaders, Laggards and the Pursuit of Foreign Knowledge". *Strategic Management Journal*, 27(2): 151-168.
- Berry, H., Guillén, M.F. y Zhou, N. (2010): "An Institutional Approach to Cross-national Distance". *Journal of International Business Studies*, 41: 1460-1480.
- Black, F. y Scholes, M. (1973): "The Valuation of Options and Corporate Liabilities". *Journal of Political Economy*, 81: 637-654.

Bloodgood, J., Sapienza, H.J. y Almeida, J.G. (1996): "The internationalization of new high-potential U.S. ventures: Antecedents and outcomes". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20: 61-76.

Bodnar, G.M., Hayt, G.S. y Marston, R.C. (1998): 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms. *Financial Management*, 27(4): 70-91.

Bonardi, J.P., Hillman, A.J. y Keim, G.D. (2005): "The Attractiveness of Political Markets: Implications for Firm Strategy". *Academy of Management Review*, 30(2): 397-413.

Boyacigiller, N. (1990): "The role of expatriates in the management of interdependence, complexity and risk in multinational corporations". *Journal of International Business Studies*, 21: 357-381.

BP (*British Petroleum*). 2012. *Statistical Review of World Energy*.

Broda, C. y Weinstein, D. (2006): "Globalization and the Gains from Variety". *Quarterly Journal of Economics*, 121(2): 541-585.

Brouthers K.D., Brouthers L.E. y Werner, S. (2003): "Transaction cost enhanced entry mode choice and firm performance". *Strategic Management Journal*, 24: 1239-1248.

Buckley, P.J. y Casson, M.C. (1976): "The future of multinational enterprise". London: Macmillan.

Buckley, P.J. y Casson, M.C. (1985): "The economic theory of the multinational enterprise: Selected papers". London: Macmillan.

Buckley P.J., Dunning J.H., Pearce R.B. (1977): "The influence of firm size, sector, nationality, and degree of multinationality in the growth and profitability of the world's largest firms". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 114: 243-257.

Buckley P.J., Dunning J.H., Pearce R.B. (1984): "An analysis of the growth and profitability of the world's largest firms 1972 to 1977". *Kyklos*, 37: 3-26.

Campa, J.M. y Kedia, S. (2002): "Explaining the Diversification Discount". *Journal of Finance*, 57 (4): 1731-1762.

- Capar N. y Kotabe M. (2003): "The relationship between international diversification and performance in service firms". *Journal of International Business Studies*, 34: 348-355.
- Cardinal, L.B., Miller, C.C. y Palich, L.E. (2011): "Breaking the cycle of iteration: Forensic failures of international diversification and firm performance research". *Global Strategy Journal, Special Issue (Invited Papers and Commentaries)*, 1(1-2): 175-186.
- Carow, K., Heron, R y Saxton T. (2004): "Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions". *Strategic Management Journal*, 25(6): 563-585.
- Carpenter, M.A. y Sanders, W.G. (2004): "The effects of top management team pay and firm internationalization on MNC performance". *Journal of Management*, 30: 749-778.
- Cartwright, W.R. (1993): "Multiple linked diamonds and the international competitiveness of export-dependent industries: the New Zealand experience". *Management International Review*, 33(2): 55-70.
- Casson, M.C. (1987): "The firm and the market". Oxford: Basil Blackwell.
- Caves, Richard E. (1971): "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment", *Economica, New Series*, 38(149): 1-27.
- Caves, R. E., (1996): "Multinational Enterprise and Economic Analysis". Cambridge University Press, Cambridge.
- Chang, S.J. y Rhee, J.H. (2011): "Rapid FDI Expansion and Firm Performance". *Journal of International Business Studies*, 42: 979-994.
- Chi T. y Seth, A. (2002): "Joint ventures through a real options lens." Contractor F.J., Lorange P., ed. *Cooperative Strategies and Alliances: What We Know 15 Years Later*. Elsevier Science, Holanda.
- Child, J. y Tse, D. (2001): "China's transition and its implications for international business". *Journal of International Business Studies*, 32(1): 5-21.
- Chung, K.H. y Pruitt, S.W. (1994): "A Simple Approximation of Tobin's Q". *Financial Management*, 23(3): 70-74.

- Click, R. and Harrison, P. (2000): "Does multinationality matter? Evidence of value destruction in US multinational corporations", Working Paper, Federal Reserve Board.
- Coase, R. H. (1937): "The Nature of the Firm". Pp. 386-405 en "Readings in Price Theory", ed., G. J. Stigler y K. E. Boulding. Homewood, Ill.: Irwin.
- Cohen, W. y Levinthal, D. (1990): "Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation". *Administrative Science Quarterly*, 35(1), Special Issue: Technology, Organizations, and Innovation: 128-152.
- Collins J.M. (1990): "A market performance comparison of U.S. firms in domestic, developed, and developing countries". *Journal of International Business Studies* 2: 271-287.
- Contractor, F. (1981): "International Technology Licensing: Compensation, Costs and Negotiation". Lexington Books, Lexington, MA.
- Contractor, F.J., Kundu, S.K. y Hsu, C-C. (2003): "A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance in the service sector". *Journal of International Business Studies*, 34: 5-18.
- Contractor, F.J. (2012): "Why do multinational firms exist? A theory note about the effect of multinational expansion on performance and recent methodological critiques". *Global Strategy Journal*, 2: 318-331.
- Cuervo-Cazurra, A., Maloney, M. y Manrakhan, S. (2007): "Causes of the Difficulties in Internationalization". *Journal of International Business Studies*, 38(5): 709-725.
- Daniels J.D. y Bracker, J. (1989): "Profit performance: do foreign operations make a difference?" *Management International Review*, 29(1): 46-56.
- Davidson, W.H. y McFetridge, D.G. (1984): "International Technology Transactions and the Theory of the Firm". *The Journal of Industrial Economics*, 32(3): 253-264.
- Davidson, W.H. y McFetridge, D.G. (1985): "Key Characteristics in the Choice of International Technology Transfer Mode". *Journal of International Business Studies*, 16(2): 5-21.

Davies, H. y Ellis, P. (2000): "Porter's Competitive advantage of nations: Time for the final judgment". *Journal of Management Studies*, 37: 1189-1213.

Deeds, D.L. y Hill, C.W.L. (1998): "An examination of opportunistic action within research alliances: evidence from the biotechnology industry". *Journal of Business Venturing*, 14(2): 141-163.

Delios, A. y Beamish, P.W. (1999): "Geographic scope, product diversification and the corporate performance of Japanese firms". *Strategic Management Journal*, 20: 711-721.

Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., (1997): "Ownership structure and top executive turnover". *Journal of Financial Economics*, 45: 193-221.

Denis, D.J., Denis, D.K., Yost, K. (2002): "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value". *The Journal of Finance*, 57(5): 1951-1979.

DiMaggio, P.J. y Powell, W.W. (1983): "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields". *American Sociological Review*, 48: 147-160.

Directorio de los Accionistas (1990-1996): Shareholders Directory Maxwell-Espinosa. Madrid, España.

Directorio de Sociedades, Consejeros y Directivos (1990-1996), Madrid, Ed. DICODI.

Dunning, J. H. (1979): "Explaining Changing Patterns of International Production: in Defense of the Eclectic Theory". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, November 1979.

Dunning, J. H. (1983): "Market power of the firm and international transfer of technology: an historical excursion". *International Journal of Industrial Organization*, 1: 333-353.

Dunning, J. H. (1988): "The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions". *Journal of International Business Studies*, 19(1): 1-32.

Dunning, J. H. (1993): "Multinational enterprises and the global economy". Wokingham, Berkshire: Addison Wesley.

Dunning, J.H. y Narula, R: (1996): "Foreign direct investment and governments. Catalysts for economic restructuring". Routledge, Londres.

Dunning, J. H. y Pitelis, C. (2007): "Stephen Hymer's Contribution to International Business Scholarship: An Assessment and Extension". *Journal of International Business Studies*, 39: 167-176.

Dunning J.H. y Rugman, A.M. (1985): "The influence of Hymer's dissertation on the theory of foreign direct investment". *American Economic Review*, 75: 228-232.

Eden, L. y Molot, M.A. (2002): "Insiders, outsiders and host country bargains". *Journal of International Management*, 8(4): 359-388.

Eriksson, K., Johanson, J., Majkgard, A. y Sharma, D.D. (1997): "Experiential knowledge and cost in the internationalization process". *Journal of International Business Studies*, 28(2): 337-360.

Fagre, N. y Wells, L.T. Jr. (1982): "Bargaining power of multinationals and host governments". *Journal of International Business Studies*, 13(2): 9-23.

Fama, E.F. y Jensen M.C. (1983): "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.

Fernández-Méndez, L., García-Canal, E. y Guillén, M.F. (2012): "Policy risk, Political Capabilities, and the Survival of Foreign Direct Investment Projects". Best Paper Proceeding in the Academy of Management Meeting 2012, Boston.

Fernández Sánchez, E. y Vázquez Ordás, C.J. (1994): "La internacionalización de la empresa". Documento de Trabajo 075/94. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Oviedo.

Fesser, H.R. y Willard, G.E. (1990): "Founding strategy and performance: A comparison of high and low growth high tech forms". *Strategic Management Journal*: 11(2): 87-98.

Fisch, J.H. (2008): "Internalization and internationalization under competing real options". *Journal of International Management*, 14: 108-123.

Geringer, J.M., Beamish, P.W. y da Costa, D.C. (1989): "Diversification strategy and internationalization: implications for MNE performance". *Strategic Management Journal*, 10(2): 109-119.

Geringer, J.M., Tallman, S. y Olsen, D.M. (2000): "Product and international diversification among Japanese multinational firms". *Strategic Management Journal*, 21(1): 51-80.

Goerzen, A. y Beamish, P.W. (2005): "The effect of alliance network diversity on multinational enterprise performance". *Strategic Management Journal* 26(4): 333-354.

Goldstein, A. (2007): "Multinational companies from emerging economies". New York: Palgrave Macmillan.

Grant, R.M. (1987): "Multinationality and performance among British manufacturing companies". *Journal of International Business Studies*, 18: 79-89.

Grant, R.M. (1991): "Porter's competitive advantage of nations: An assessment". *Strategic Management Journal*, 12(7): 535-548.

Grant R.M., Jammie A.P., Thomas H. (1988): "Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies". *Academy of Management Journal*, 31: 771-801.

Guillén, M.F. (2001): "Los Negocios Internacionales: Enfoques Económicos, Directivos y Sociopolíticos". *ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 51: 15-20.

Guillén, M.F. (2002): "Structural inertia, imitation and foreign expansion: South Korean firms and business groups in China, 1987-95". *Academy of Management Journal*, 45(3): 509-525.

Guillén, M.F. (2005): "The rise of Spanish multinationals: European business in the global economy". Cambridge, England: Cambridge University Press.

Guillén, M.F. y García-Canal, E. (2007): "La expansión internacional de la empresa española: una nueva base de datos sistemática". *Información Comercial Española. Revista de Economía*, 839: 23-34.

García-Canal, E. y Guillén, M.F. (2008): "Risk and the Strategy of Foreign Location Choice in Regulated Industries". *Strategic Management Journal*, 29: 1097-1115.

Guillén, M. F. y García-Canal, E. (2009): "The American model of the multinational firm and the "new" multinationals from emerging economies". *Academy of Management Perspectives*, 23(2): 23-35.

Guillén, M. F. y García-Canal, E. (2012): "Emerging Markets Rule: Growth Strategies of the New Global Giants". McGraw Hill, 1ª Edición.

Hamilton, B.H. y Nickerson, J.A. (2003): "Correcting for endogeneity in strategic management research". *Strategic Organization*, 1: 51-78.

Hausman, J.A. (1978): "Specification Tests in Econometrics". *Econometrica*, 46(6): 1251-1271.

Heckman, J. (1976): "The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection and Limited Dependent Variables and a Sample Estimator for Such Models". *Annals of Economic and Social Measurement*, 5: 475-492.

Heckman, J. (1978): "Dummy Endogenous Variables in a Simultaneous Equation System". *Econometrica*, 46(6): 931-959.

Henisz, W.J. y Zelner, B.A. (2001): "The institutional environment for telecommunications investment". *Journal of Economics and Management Strategy*, 10: 123-148.

Henisz, W.J. and Zelner, B.A. (2003): "The Strategic Organization of Political Risks and Opportunities". *Strategic Organization*, 1(4): 451-60.

Hennart, J-F. (1977): "A theory of multinational enterprise". Disertación doctoral, University of Maryland.

Hennart, J-F. (1982): "A theory of multinational enterprise". Ann Arbor: University of Michigan Press.

Hennart, J-F. (1991): "The transaction costs theory of joint ventures: An empirical study of Japanese subsidiaries in the United States". *Management Science*, 37(4): 483-97.

Hennart, J-F. (2007): “The theoretical rationale for a multinationality-performance relationship”. *Management International Review* 47: 307–317.

Hennart, J-F. (2009): “Down with MNE-centric theories! Market entry and expansion as the bundling of MNE and local assets”. *Journal of International Business Studies*, 40(9): 1432-1454.

Herfindahl, O.C. (1950): “Concentration in the Steel Industry”. *Disertación doctoral*, Columbia University.

Hillman, A. y Hitt, M. (1999): “Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation and strategy decisions”. *Academy of Management Review*, 20: 193-214.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. y Ireland, D.R. (1994): “A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance”. *Journal of Management*, 20: 297-326.

Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. y Kim, H. (1997): “International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms”. *Academy of Management Journal*, 40: 767-798.

Hodgetts, R.M. (1993): “Porter’s diamond framework in a Mexican context”. *Management International Review*, 33 (special issue): 41-54.

Holburn, G.L.F. y Zelner, B.A. (2010): “Political capabilities, policy risk, and international investment strategy: evidence from the global electric power generation industry”. *Strategic Management Journal*, 31(12): 1290-1315.

Horaguchi, H. y Toyne, B. (1990): “Setting the record straight: Hymer internalization theory and transaction cost economics”. *Journal of International Business Studies*, 21: 487-494.

Hörnell, E., Vahlne, J-E. and Wiedersheim-Paul, F. (1972): “Export and Foreign Establishment”. *Almqvist y Wicksell*.

Hymer, S.H. (1960): “The international operations of national firms. A study of Direct Foreign Investment”. *Disertación doctoral*, Massachusetts Institute of Technology (publicada por MIT Press, 1976).

- Jensen, M. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76: 323-329.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M. y Ruback, R.S. (1983): "The market for corporate control: the scientific evidence". *Journal of Financial Economics*, 11(4): 5-50.
- Johanson, J. y Vahlne, J-E. (1977): "The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign market commitments". *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23-32.
- Johanson, J. y Vahlne, J.E. (2009): "The Uppsala Internationalization Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership". *Journal of International Business Studies*, 40: 1411-1433.
- Johanson, J. y Wiedersheim-Paul, F. (1974): "Internationaliserings-processen i nagra svenska fore tag", i Vahlne, J-E. (red.), *Internationellt Foretagande*. Norstedts.
- Johanson, J. y Wiedersheim-Paul, F. (1975): "The internationalization of the firm. Four Swedish cases". *Journal of Management Studies*, 12(3): 305-22.
- Jones, G. y Hill, C. (1988): "Transaction cost analysis of strategy-structure choice". *Strategic Management Journal*, 9: 159-172.
- Keim, G.D. y Baysinger, B.D. (1988): "The efficacy of business political activity: Competitive considerations in a principal-agent context". *Journal of Management*, 14: 163-168.
- Kim, W. C. (1988): "The effects of competition and corporate political responsiveness on multinational bargaining power". *Strategic Management Journal*, 9: 289-95.
- Kim, W.C., Hwang, P., y Burgers, W.P. (1993): "Multinationals' diversification and the risk-return trade-off". *Strategic Management Journal*, 14: 275-286.
- Kindleberger, C.P. (1969): "American Business Abroad". Yale University Press, New Haven, CT.

Kirca, A.H., Hult, G.T., Roth, K., Cavusgil, S.T., Perry, M., Akdeniz, M.B., Deligonul, S., Mena, J.A., Pollitte, W.A., Hoppner, J.J., Miller, J.C. y White, R.C. (2011): "Firm-specific assets, multinationality, and financial performance: A meta-analytic review and theoretical integration". *Academy of Management Journal*, 54(1): 47-72.

Knickerbocker, F.T. (1973): "Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise". Cambridge, Mass.

Knight, S.T. y Cavusgil, G. (2009): "Born Global Firms". 1ª Edición. Business Expert Press LLC, Nueva York, NY.

Kobrin, Stephen J. (1987): "Testing the bargaining hypothesis in the manufacturing sector in developing countries". *International Organization*, Otoño de 1987: 609-638.

Kogut, B. (1985): "Designing global strategies: profiting from operating flexibility". *Sloan Management Review*, 5: 27-38.

Kogut, B. (1988): "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives". *Strategic Management Journal*, 9: 319-332.

Kogut, B. y Kulatilaka, N. (1994): "Operational Flexibility, Global Manufacturing and the Option Value of a Multinational Network". *Management Science*, 39: 123-139.

Kogut, B. and Singh, H. (1988): "The effect of national culture on the choice of entry mode". *Journal of International Business Studies*, 19(3): 411-432.

Kogut, B. y Zander, U. (1992): "Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology". *Organization Science*, 3: 383-397.

Kogut, B. y Zander, U. (1993): "Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation". *Journal of International Business Studies*, 24(4): 625-645.

Krugman, P.R. (1979): "Increasing Returns, Monopolistic Competition, and International Trade". *Journal of International Economics*, 9: 469-479.

Krugman, P. (1991): "Geography and Trade". Cambridge, MA, MIT Press.

- Kumar, M.S. (1984): "Growth Acquisition and Investment: An Analysis of the Growth of Industrial Firms and Their Overseas Activities". Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Lall, S. (1983): "The new multinationals". New York: Wiley.
- Lecraw, D.J. (1977): "Direct investment by firms from less developed countries". *Oxford Economic Papers*, 29: 445-457.
- Lecraw, D.J. (1984): "Bargaining power, ownership, and profitability of transnational corporations in developing countries". *Journal of International Business Studies*, 15: 27-43.
- Lee, S. y Makhija, M. (2009): "Flexibility in internationalization: Is it valuable during an economic crisis?" *Strategic Management Journal*, 30(5): 537-555.
- Li, L. (2005): "Is regional strategy more effective than global strategy in the U.S. service industries?" *Management International Review*, 45: 37-57.
- Li, J. (2007): "Real options and international strategy: A critical review". *Advances in Strategic Management*, 24: 67-101.
- Li, J. y Rugman, A.M. (2007): "Real Options and the Theory of Foreign Direct Investment". *International Business Review*, 16(6): 687-712.
- Liu, Y., Li, Y. y Xue, J. (2011): "Ownership, strategic orientation and internationalization in emerging markets". *Journal of World Business*, 46(3): 381-393.
- Lu, J.W. y Beamish, P.W. (2001): "The internationalization and performance of SMEs". *Strategic Management Journal*, 22(6-7): 565-586.
- Lu, J.W. y Beamish, P.W. (2004): "International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis". *Academy of Management Journal*, 27: 598-609.
- Luo, Y. (2001): "Toward a cooperative view of MNC-host government relations: building blocks and performance implications". *Journal of International Business Studies*, 32: 104-419.
- Luo, Y. (2004): "A cooptation perspective of MNC-host government relations". *Journal of International Management*, 10(4): 431-451.

- Madhok, A. (1997): "Cost, value and foreign market entry mode: the transaction and the firm". *Strategic Management Journal*, 18(1): 39-62.
- Madsen, Tage K. y Per Servais (1997): "The Internationalization of Born Globals: an Evolutionary Process?" *International Business Review*, 6(6): 561-583.
- Masters, M.E. y Keim, G.D. (1985): "Determinants of PAC participation among large corporations". *Journal of Politics*, 47: 1158-1173.
- McDougall, P. y Oviatt, B. (1996): "New venture internationalization, strategic change, and performance: A follow-up study". *Journal of Business Venturing*, 11(1): 23-40.
- McManus, J.C. (1972): "The theory of the international firm". En G. Paquet, ed., *The multinational firm and the nation state*. Toronto: Collier Macmillan.
- Meggison, W.L. y Netter, J.M. (2001): "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization." *Journal of Economic Literature*, 39: 321-389.
- Merton, R.C. (1974): "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates". *Journal of Finance* 29 (May 1974), pp. 449-70.
- Michael, A. y Shaked, I. (1986): "Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics". *Journal of International Business Studies*, 17(3): 89-101.
- Moon, C.W. y Lado, A.A. (2000): "MNC-Host Government Bargaining Power Relationship: A Critique and Extension Within the Resource-Based View". *Journal of Management*, 26(1): 85-117.
- Moon, H.C., Rugman, A.M., y Verbeke, A. (1995): "The generalized double diamond approach to international competitiveness". En A. Rugman, J. Van Den Broeck y A. Verbeke (Ed.), *Research in global strategic management: Volumen 5: Beyond the diamond* (pp. 97-114). Greenwich, CT: JAI Press.
- Moon, C., Rugman, A.M. y Verbeke, A. (1998): "A generalized double diamond approach to the global competitiveness of Korea and Singapore" *International Business Review*, 7(2): 135-150.

- Moran, T.H. (1974): "Multinational corporations and the politics of dependence: Copper in Chile". Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Morck, R. y Yeung, B. (1991): "Why investors value multinationality?" *Journal of Business*, Apr., 165-188.
- Morck, R. y B. Yeung (1992): "Internalization: An event study test". *Journal of International Economics*, 33: 41-56.
- Nelson, R. y Winter, S. (1982): "An Evolutionary Theory of Economic Change". Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Nebus, J. y Rufin, C. (2010): "Extending the bargaining power model: Explaining bargaining outcomes among nations, MNEs, and NGOs". *Journal of International Business Studies*, 41(6): 996-1015.
- Nordman, E.R. y Melén, S. (2008): "The Impact of Different Types of Knowledge for the Internationalization Process of Born Globals in the Biotech Business". *Journal of World Business*, 43: 171-185.
- Nyberg, A.J., Fulmer, I.S., Gerhart, B. y Carpenter, M.A. (2010): "Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment". *Academy of Management Journal*, 53(5): 1029-1049.
- Ohlin, B. (1933): "Interregional and International Trade". Harvard University Press, Cambridge.
- Oliver, C. y Holzinger, I. (2008): "The effectiveness of strategic political management: A dynamic capabilities framework". *Academy of Management Review*, 33(2): 496-520.
- Oviatt, B. y McDougall, P. (1997): "Challenges for Internationalization Process Theory: The Case of International New Ventures". *Management International Review*, Special Issue 1997/2: 85-99.
- Pantzalis, C., Simkins, B.J. y Laux, P. (2001): "Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations". *Journal of International Business Studies*, 32: 793-812.

- Parry, T.G. (1975): "The Product Cycle and International Production: U.K. Pharmaceuticals." *Journal of Industrial Economics*, 24(1): 21-28.
- Penrose, E. T. (1959): "The Theory of the Growth of the Firms". Oxford University Press: Oxford.
- Pfefferman, G.J. and Kisunko, G. (1999): "Perceived obstacles to doing business: worldwide survey results". Draft Paper, International Finance Corporation, January 5, 1999.
- Peteraf, M. A. (1993): "The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view". *Strategic Management Journal*, 14: 179–192.
- Pfeffer, J. y Salancik, G. (1978): "A social information processing approach to job attitudes and task design". *Administrative Science Quarterly*, 23: 224-253.
- Porter, M. (1986): "Competition in Global Industries". Harvard Business Press.
- Porter, M. (1990): "The Competitive Advantage of Nations". New York: Free Press.
- Quian, G. (1997): "Assessing product-market diversification of US firms". *Management International Review*, 37(2): 127-149.
- Qian G. (2002): "Multinationality, product diversification, and profitability of emerging U.S. small- and medium-sized enterprises". *Journal of Business Venturing*, 17: 611–633.
- Ramamurti, R. (2001): "The obsolescing "bargaining model"? MNC-host developing country relations revisited". *Journal of International Business Studies* 32(1): 23-39.
- Ramamurti, R. (2003): "Can governments make credible promises? Insights from infrastructure projects in emerging economies". *Journal of International Management*, 9: 253-269.
- Ramaswamy, K. (1995): "Multinationality, configuration, and performance: a study of MNEs in the U.S. drug and pharmaceutical sector". *Journal of International Management*, 1: 231-253.
- Reuer, J.J. y Koza, M.P. (2000): "On lemons and indigestibility: resource assembly through joint ventures". *Strategic Management Journal*, 21(2): 195-197.

- Reuer, J.J. y Tong, T.W. (2005): "Real Options in International Joint Ventures". *Journal of Management*, 31(3): 403-423.
- Riahi-Belkaoui, A. (1998): "The effects of the degree of internationalization on firm performance". *International Business Review*, 7: 315-321.
- Rialp, A., Rialp, J. and Knight, G.A. (2005): "The phenomenon of early internationalizing firms: what do we know after a decade (1993–2003) of scientific inquiry?" *International Business Review*, 14(2): 147-166.
- Rugman, A.M. (1976): "Risk reduction by international diversification" *Journal of International Business Studies*, 7(2): 80-85.
- Rugman, A.M., (1986): "New Theories of the Multinational Enterprise: an Assessment of Internalization Theory", *Bulletin of Economic Research*, 38(2): 101-18.
- Rugman, A.M. (1991): "Diamond in the rough". *Business Quarterly*, 55(3): 61-4.
- Rugman, A.M. y D'Cruz, J.R. (1993): "The 'double diamond' model of international competitiveness: the Canadian experience". *Management International Review*, 33 (Special Issue 1993/2): 17-40.
- Rugman, A.M. y Verbeke, A. (2004): "A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises". *Journal of International Business Studies*, 35(1): 3-18.
- Ruigrok, W., Amann, W. y Wagner, H. (2007): "The internationalization-performance relationship at Swiss firms: a test of the S-shape and extreme degrees of internationalization". *Management International Review*, 47: 349–368.
- Ruigrok, W. y Wagner, H. (2003): "Internationalization and performance: an organizational learning perspective". *Management International Review*, 43: 63–84.
- Rumelt, R.P. (1974): "Strategy, Structure and Economic Performance". Boston: Harvard Business School, Division of Research.
- Scott, W.R. (1995): "Institutions and Organizations". Thousand Oaks, CA: Sage.
- Shaffer, B. y Hillman, A. (2000): "The Development of Business-Government Strategies in Diversified Firms". *Strategic Management Journal*, 21: 175-190.

- Shan, W. y Song, J. (1997): “Foreign direct investment and the sourcing of technological advantage: evidence from the biotechnology industry”. *Journal of International Business Studies*, 28(2): 267-284.
- Shelton, L.M. (2000): “Merger market dynamics: insights into behaviour of target and bidder firms”. *Journal of Economic Behavior & Organization* 41: 363–383.
- Siddharthan, N.S. y Lall, S. (1982): “Recent growth of the largest US multinationals”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 44: 1-13.
- Skippari, M. y Pajunen, K. (2010): “MNE-NGO-Host government relationships in the escalation of an FDI conflict”. *Business y Society*, 49(4): 619–651.
- Stinchcombe, A. (1965): “Social structure and organizations”. En J. March (Ed.), *Handbook of organizations*: 142-193. Chicago: Rand McNally.
- Stopford, J.M. (1994): “The Growing Interdependence between Transnational Corporations and Governments”. *Transnational Corporations*, 3(1): 53-76.
- Tallman, S. (2003): “The significance of Bruce Kogut’s and Udo Zander’s article, Knowledge of the Firm and the Evolutionary Theory of the Multinational Corporation”, *Journal of International Business Studies*, 34: 495–497.
- Tallman, S. y Li, J. (1996): “Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms”. *Academy of Management Journal*, 39: 179-196.
- Tallman, S. y Li, J. (2011): “MNC Strategies, Exogenous Shocks, and Performance Outcomes”. *Strategic Management Journal*, 32(10): 1119-1127.
- Teece, D.J. (1982): “Towards an economic theory of the multiproduct firm”. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3: 39-63.
- Teece, D.J. (2006): “Reflections on the Hymer thesis and the multinational enterprise”. *International Business Review*, 15: 124-139.
- Thomas, D.E. (2006): “International diversification and firm performance in Mexican firms: a curvilinear relationship”. *Journal of Business Research*, 59: 501-507.

Thomas, D.E. y Eden, L. (2004): "What is the shape of the multinational-performance relationship?" *Multinational Business Review*, 12: 89-110.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development). (2006). *World Investment Report 2006*. New York: United Nations.

Verbeke, A. y Forootan, M.Z. (2012): "How Good are Multinationality-Performance (M-P) Empirical Studies?" *Global Strategy Journal*, 2(4): 332-344.

Vergés, J. (1999): "Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España, 1985-1999". *Economía Industrial*, 330: 121-139.

Vermeulen, F. y Barkema, H. (2002): "Pace, Rhythm, and Scope: Process Dependence in Building a Profitable Multinational Corporation". *Strategic Management Journal*, 23(7): 637-653.

Vernon, R. (1966): "International Investment and International Trade in the Product Cycle". *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2): 190-207.

Vernon, R. (1971): "Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of U.S. Enterprises". New York: Basic Books.

Vernon, R. (1979): "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41(4): 255-267.

Vernon, R. (1985): "Comment on chapter by J.H. Dunning and G. Norman". En A. Erdilek, ed., *Multinationals as mutual invaders*. London: Croom Helm.

Vernon, R. y Wells, L.T. (1991): "The manager in the international economy", 6ª Edición. Prentice-Hall International. Londres.

Villalonga, B. (2004): "Does Diversification Cause the Diversification Discount?" *Financial Management*, 33: 5-27.

Villalonga, B. (2004): "Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences". *Journal of Economic Behavior y Organization*, 54: 205-230.

Vivoda, V. (2009): "Resource nationalism, bargaining and International Oil Companies: challenges and change in the new millennium". *New Political Economy* 14(4): 517-534.

Wan, W.P. y Hoskisson, R.E. (2003): "Home Country Environments, Corporate Diversification Strategies and Firm Performance". *Academy of Management Journal*, 46(1): 27-45.

Wells, L.T. (1983): "Third world multinationals: The rise of foreign investment from developing countries". Cambridge, MA: The MIT Press.

Wernerfelt, B. (1984): "A Resource-Based View of the Firm". *Strategic Management Journal*, 5: 171-180.

Wiersema, M.F. y Bowen, H.P. (2011): "The relationship between international diversification and firm performance: why it remains a puzzle". *Global Strategy Journal*, 1: 152-170.

Williamson, O.E. (1975): "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, a Study in the Economics of Internal Organization". New York: Free Press.

Xu, D. y Shenkar, O. (2002): "Institutional Distance and the Multinational Enterprise". *Academy of Management Review*, 27(4): 608-618.

Zaheer, S. (1995): "Overcoming the liability of foreignness". *Academy of Management Journal*, 38: 341-363.

Zahra, S.A. (2004): "A theory of international new ventures: a decade of research". *Journal of International Business Studies*, 36: 20-28.

Zahra, S.A., Ireland, R.D. y Hitt, M.A. (2000): "International Expansion by New Venture Firms: International Diversity, Mode of Market Entry, Technological Learning, and Performance". *The Academy of Management Journal*, 43(5): 925-950.