

Multinacionalización de la gran empresa española: la valoración de la Bolsa de Madrid

22



Cristina López Duarte'
Departamento de
Administración de
Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo

(clduarte@uniovi.es)



Esteban García Canal
Departamento de
Administración de
Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo

(egarcia@uniovi.es)

CODIGOS JEL:
F-230

The multinationalization of large spanish firms: the valuation of the Madrid stock exchange

I. INTRODUCCIÓN

Durante la pasada década se ha producido un incremento de tal magnitud en la inversión directa en el exterior -IDE- emitida desde España, que ha permitido a la economía española situarse entre los países con mayor peso inversor (Durán, 2004; Guillén, 2005). Baste como ilustración el hecho de que mientras que en 1990 el stock acumulado de IDE española suponía el 3% del PIB de nuestro país, en 2002 dicho stock ascendía al 34,3%, superando la media del resto de los países desarrollados (UNCTAD, 2004). Este dato apunta a la realización de un esfuerzo colectivo por parte de nuestras empresas dirigido al logro de una convergencia -en lo que al proceso de inversión exterior se refiere- con los restantes países susceptibles de ser catalogados como desarrollados económicamente. También sirve para evidenciar que ha habido un proceso de aceleración de la inversión exterior española que prácticamente aparece comprimido en el período que va desde el comienzo de la década de los 90 hasta nuestros días.

Sin duda, la gran empresa española admitida a cotización oficial en la Bolsa de Madrid ha sido la principal protagonista de este proceso, al haber liderado el mismo durante el mencionado período y haber impulsado las inversiones más cuantiosas. Aunque este proceso de expansión internacional ha merecido una valoración positiva desde los ámbitos académico y empresarial, no ha estado exenta de críticas, en particular cuando estas inversiones han expuesto a las empresas españolas



RESUMEN DEL ARTÍCULO

¿Cómo ha reaccionado la Bolsa ante la internacionalización de la empresa española? En este trabajo analizamos la reacción específica del precio de las acciones de 56 empresas españolas cotizadas en el Bolsa de Madrid ante 191 decisiones de inversión directa en el exterior (IDE) realizadas entre 1990 y 2003. Nuestros datos muestran que ha habido, en promedio, una valoración positiva de la realización de IDEs, aunque una parte de ellas han merecido una valoración negativa. Ello permite constatar que el mercado no reacciona de la misma forma ante todo tipo de IDE; sino que, como no podía ser de otra manera, importan el cómo, el quién, el dónde y el cuándo de la inversión.

EXECUTIVE SUMMARY

What was the Stock Market response to the international expansion of Spanish firms? In this paper we answer this question analyzing the abnormal returns generated by 191 Foreign Direct Investments (FDI) made by 56 Spanish firms listed in the Madrid Stock Exchange between 1990 and 2003. Our data show, on average, a positive valuation of FDIs, although some of them have generated negative abnormal returns. Thus, the stock market does not react in the same way to every kind of FDI. As could be expected, how, who, where and when the FDI is made really matters.

MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID

a situaciones de volatilidad política y macroeconómica. Por esta razón, conocer la valoración que la Bolsa ha realizado de estas inversiones tiene un notable interés, dada la concentración de inversiones producida durante este período, así como al hecho de que la reacción de la Bolsa incorpora las expectativas de beneficios futuros que se presentan a la empresa como consecuencia de la inversión.

En este trabajo presentamos los resultados de aplicar la metodología del estudio de acontecimientos a las decisiones de inversión exterior de las empresas españolas durante el período 1990-2003. Esta metodología consigue aproximar la repercusión de una decisión empresarial concreta -o de cualquier suceso en general- sobre el precio de las acciones de una compañía; lo que se conoce como la rentabilidad anormal. Conocer esta rentabilidad anormal nos permite no sólo analizar con precisión el impacto que, en promedio, tales decisiones han tenido sobre el precio de las acciones de las compañías españolas; sino también realizar un primer análisis de los factores que explican la reacción diferenciada del mercado de capitales ante distintas decisiones de inversión en el exterior.

24

2. ¿CÓMO DEBERÍAN REACCIONAR LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE UNA COMPAÑÍA ANTE LAS DECISIONES DE INTERNACIONALIZACIÓN?

La forma más precisa de responder a esta pregunta es contestar "depende", ya que, en efecto, son muchos los factores que deben de ser tenidos en cuenta a la hora de analizar cuál puede ser el impacto de una decisión de este tipo en la capacidad de generar beneficios futuros por parte de una empresa. En una primera aproximación al tema, cabría esperar una reacción negativa del mercado de capitales ante las decisiones de IDE, consecuencia de la exposición de la empresa inversora

a la denominada "desventaja del extranjero": las empresas que deciden traspasar las fronteras de su país se sitúan en una posición de desventaja frente a las empresas locales ya instaladas en el mercado de destino, consecuencia de su falta de conocimiento y contacto con el mercado receptor (Hymer, 1960/1976) fue el primero en apuntar esta idea-; así, al desconocimiento sobre la cultura local, los gustos de los consumidores y las

prácticas comerciales se une la carencia de una red de relaciones con agentes económicos, sociales y políticos. Son varios los factores que pueden contrarrestar o agudizar esa desventaja.

Un primer factor a tener en cuenta es el modo de entrada elegido por la

*La inversión en el extranjero
puede ir dirigida a adquirir
una sociedad ya establecida
o a crear una empresa conjunta*

empresa para implantarse en el mercado receptor o, si se prefiere, el cómo se realiza la inversión. La forma natural de expansión mediante inversión directa es la creación de una filial de plena propiedad, de tal modo que la empresa crea con sus propios recursos una nueva unidad establecida en el país de destino de la inversión, reteniendo el 100% de su capital. No obstante, a menudo las empresas se desvían de esta forma de proceder. En algunos casos, la inversión puede ir dirigida a adquirir (total o parcialmente) el capital de una entidad ya establecida en el país de destino de la inversión. Con ello adquiere unos derechos de control sobre el conjunto de activos de esta empresa, pudiendo combinarlos con otros recursos propios. En otros casos, la inversión puede realizarse en coparticipación con otros socios, que aportan recursos adicionales, y con los que se comparte la propiedad de la entidad establecida en el país de destino (creación de una empresa conjunta).

Aunque tanto las adquisiciones como las empresas conjuntas presentan características organizativas diferenciadas, un elemento común es que ambas facilitan superar la desventaja del extranjero, al permitir a la empresa inversora beneficiarse de la infraestructura desarrollada por una empresa local en el país de destino de la inversión. En principio, cabe esperar que esta circunstancia influya positivamente en la reacción de la bolsa ante el proceso de inversión. No obstante, en el caso de las adquisiciones, la empresa inversora debe pagar el precio de mercado de todo el conjunto de activos (incluido el fondo de comercio) propiedad de la empresa adquirida. Ello hace que el acceso a la mencionada infraestructura de la empresa local se lleve a cabo pagando una prima por la misma que puede reducir, o incluso anular, la rentabilidad anormal de la operación. De hecho, en este tipo de operaciones el precio de las acciones de la empresa adquirente suele bajar (García-Canal et al., 2002; Campa, 2004). Cuando la inversión se lleva a cabo mediante la creación de una empresa conjunta, el acceso a los recursos de socio no conlleva el pago de su valor total; no obstante esta fórmula implica la colaboración con un socio y, con ello, la exposición de la empresa inversora a cierto riesgo de oportunismo por parte de aquel -éste puede apropiarse y/o utilizar indebidamente algunos activos valiosos de la empresa inversora.

También el quién realiza la inversión constituye un factor muy importante a la hora de explicar la reacción del mercado de capitales. En efecto, la desventaja del extranjero no afecta por igual a todas las empresas, sino que aquellas que poseen ventajas competitivas sobre las empresas locales están mejor posicionadas para superar tal desventaja y sacar partido de su inversión. De hecho, la posesión de este tipo de ventajas está en la base de la Teoría de la Internalización de las Transacciones

PALABRAS CLAVE

Inversión Directa en el Exterior (IDE), Estudio de acontecimientos, Adquisiciones internacionales.

KEY WORDS

Foreign Direct Investment (FDI), Event study, Cross border acquisitions.



MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID

(Buckley y Casson, 1976) según la cual las empresas que han acumulado en su país activos intangibles valiosos susceptibles de ser explotados en el exterior (como el conocimiento, la reputación o la experiencia acumulada en el sector) están incentivadas a invertir fuera de sus fronteras convirtiéndose en multinacionales. Ello se debe a que tales activos no pueden ser cedidos fácilmente a través del mercado a terceras empresas ubicadas en el extranjero. Esta circunstancia fuerza a la empresa a explotar tales activos directamente en el extranjero, realizando inversiones directas. Cabe esperar, por tanto, que sean las empresas que poseen este tipo de activos las que generen más expectativas de beneficio en las bolsas con sus inversiones directas en el exterior.

El dónde se realiza la inversión; esto es, el país de destino de la misma, constituye un tercer factor a considerar al analizar la reacción de la bolsa, ya que no todos los países conllevan la misma desventaja del extranjero. Así, cuanto mayor sea la diferencia entre las necesidades de los consumidores y las prácticas comerciales de los países origen y destino de la inversión, mayor será tal desventaja y, por tanto, menor la

expectativa de que la empresa genere beneficios con la inversión y menor la valoración que el mercado de capitales realice de la misma. Al margen de la mencionada desventaja del extranjero, la inestabilidad política y macroeconómica del país receptor constituye un factor inherente al dónde se realiza la inversión susceptible de influenciar la valoración que la bolsa realiza de la misma. Ello se debe a que una

mayor inestabilidad del país receptor da lugar a una mayor exposición al riesgo por parte de la empresa inversora.

Un último aspecto a tener en cuenta es el cuándo se realiza la inversión. Las empresas acumulan conocimiento sobre los mercados a los que se dirigen, así como sobre el propio proceso de internacionalización a medida que adquieren experiencia internacional; es decir, a medida que realizan nuevos procesos de implantación en mercados extranjeros. Una mayor experiencia acumulada implica una menor exposición a la desventaja del extranjero y, por ende, una menor necesidad de recursos que la compensen. De hecho, el denominado Modelo Gradualista de la Expansión Internacional, desarrollado por diversos autores de la universidad sueca de Uppsala (Johanson y Vahlne, 1977) plantea la internacionalización de la empresa como un proceso gradual que acompaña el compromiso de la misma en los mercados exteriores con la acumulación de conocimientos y experiencia sobre dichos mercados. En este contexto, el desarrollo de alianzas estratégicas o acuerdos de cooperación

26

*La rentabilidad anormal
es la variación en el precio
de las acciones atribuible
a la realización de una IDE*

tiene sentido en los estadios iniciales e intermedios del proceso de internacionalización de la empresa. En tales estadios, la falta de experiencia y conocimiento en los nuevos países es suplida por las contribuciones de socios locales. Por esta razón, cabe esperar que el momento en el que se realiza la inversión modere la influencia del modo de entrada -el cómo se realiza la IDE- sobre la reacción del mercado de capitales.

3. LA EVIDENCIA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El punto de partida de nuestra investigación fue el cálculo de la denominada rentabilidad anormal; esto es, aquella variación en el precio de las acciones directamente atribuible a la realización de una IDE. Para ello utilizamos la metodología del estudio de acontecimientos, que viene explicada en el anexo a este trabajo junto con las características de la base de datos utilizada. En concreto, los resultados que vamos a comentar en este trabajo son únicamente los relativos a operaciones que suponen iniciar un nuevo proyecto de inversión exterior para la empresa. En el Cuadro 1 se recogen los principales resultados de nuestro estudio. En él se presentan los resultados relativos al conjunto de la muestra, así como a diversas submuestras, a los que iremos haciendo referencia a lo largo de este trabajo.

Analizando los resultados recogidos en la primera celda de datos de dicho cuadro, observamos que para toda la muestra se obtiene en promedio una rentabilidad anormal positiva y estadísticamente significativa con un nivel de confianza superior al 99% del 0,3% en el día en que se realiza el anuncio de la inversión. Este resultado indica que la empresa española ha recibido, en términos generales, el beneplácito de los inversores en sus proyectos de expansión internacional. No obstante, hay que tener en cuenta que los resultados mostrados en la tabla son promedios y que, tal y como se recoge en dicha celda, un volumen superior al 45% de los proyectos de inversión considerados han sido valorados negativamente por el mercado. En las páginas siguientes tratamos de analizar en qué medida los factores considerados en el epígrafe anterior del trabajo; esto es, el cómo, quién, dónde y cuándo de la inversión; influyen la reacción del mercado de valores.

CÓMO SE REALIZA LA IDE: EL MODO DE ENTRADA

Al objeto de analizar la reacción diferenciada del mercado de capitales en función del modo de entrada elegido por la empresa inversora procedimos a realizar una división de la muestra inicial en tres submuestras en las que se recogen tres grandes categorías de modos de entrada: filiales de plena propiedad (FPP), empresas conjuntas (EC) y adquisi-



MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID



28

ciones, obteniéndose los resultados que aparecen recogidos en la primera fila de datos del Cuadro 1.

Los resultados obtenidos muestran que, en promedio, la bolsa reacciona de forma positiva y significativa ante los diferentes modos de inversión considerados, obteniéndose resultados positivos y estadísticamente significativos, y superando el volumen de casos de casos positivos el 50%, en todas las categorías. No obstante, las inversiones realizadas mediante empresas conjuntas y filiales de plena propiedad han obtenido en promedio rentabilidades anormales superiores a las de las adquisiciones. Mientras que en el día del anuncio las filiales y empresas conjuntas generan rentabilidades positivas y significativas del 0,51 y 0,43%, respectivamente, en el caso de las adquisiciones la rentabilidad anormal solamente asciende al 0,23%.

Si bien el resultado relativo a las ECs es el esperado, según lo apuntado en el epígrafe 2 de este trabajo, y confirma la capacidad de este modo de entrada de proporcionar a la empresa inversora el acceso a recursos de los que carece sin tener que pagar el precio de mercado de los mismos, el relativo a las adquisiciones resulta particularmente llamativo. Según se ha mencionado, cuando una inversión se materializa mediante la adquisición de una empresa, la prima o sobreprecio que se paga por los recursos locales a los que se accede puede cuestionar la rentabilidad de la operación. No obstante lo anterior, nuestros resultados muestran que la bolsa ha valorado positivamente la internacionalización

Tabla I. **Rentabilidades Anormales observadas según submuestra de inversión**

	TODOS LOS MODOS DE ENTRADA			FPPs		
	RA 0%	Nº IDEs	% POSITIVOS	RA 0%	Nº IDEs	% POSITIVOS
Toda la muestra	0.3***	191	53.4	0.51*	15	53.33
Menor Q de Tobin	0.22	64	54.69	-0.21	5	40
Mayor Q de Tobin	0.41***	80	56.25	1.07	4	50
Países G. IB. Mundial	0.56***	72	56.0	-0.44	5	40
Países G. IIB. Mundial	0.53***	57	61.4	1.5	6	50
Países G. IIIB. Mundial	-0.21*	62	43.5	0.04	4	67
Bajo Índice de Henisz	-0.18	75	45.33	-0.43	3	33.33
Alto Índice de Henisz	0.78***	80	60	0.43	8	37.5
1990-1995	0.59***	36	55.5	0.74	7	57.1
1996-1999	0.18	102	51.9	-0.44	5	20.0
2000-2003	0.35***	53	58.6	1.53	3	100.0

RA%: Rentabilidad anormal (expresada en %) que experimentan las acciones de la empresa inversora en el día en que diende. % positivos: Porcentaje de IDEs de la muestra correspondiente que generan una rentabilidad anormal positiva.

de las empresas españolas realizada mediante la adquisición de empresas extranjeras. Parece, por tanto, que la Bolsa ha valorado muy positivamente la aceleración del proceso de internacionalización que implica la realización de adquisiciones en comparación con la creación de nuevas empresas, sean éstas filiales o empresas conjuntas. Según ha quedado recogido en la introducción de este trabajo, las empresas españolas han adolecido hasta fechas recientes de un importante retraso en su expansión internacional, hecho que probablemente subyace tras esta positiva valoración de la fórmula de entrada que permite una implantación más rápida en el mercado receptor. Estos resultados relativos a las adquisiciones son compatibles con los de Berry y Sakakibara (2004), que analizaron la valoración del mercado de capitales de la multinacionalización de las empresas japonesas. Estas autoras -que no distinguen entre modos de entrada- encontraron que la multinacionalización de la empresa es valorada positivamente por el mercado una vez que ésta contaba con experiencia internacional relevante. Nuestros resultados relativos a las empresas conjuntas permiten complementar su hallazgo. En efecto, nuestros resultados muestran que las empresas conjuntas son valoradas positivamente en las etapas iniciales del proceso de expansión internacional, precisamente porque el socio suple la falta de experiencia de la empresa.

La realización de nuevas estimaciones (no incluidas en el cuadro) nos ha

Inversiones analizadas

RA 0%	ECs		ADQUISICIONES		
	Nº IDEs	% POSITIVOS	RA 0%	Nº IDEs	% POSITIVOS
0.43**	44	54.54	0.23**	132	53.03
0.8**	15	73.33	0.07	44	50
0.15	14	42.86	0.42**	62	59.68
0.92**	14	57	0.58***	53	57
0.05	10	50	0.51***	41	56
0.28	20	55	-0.48***	38	36
-0.15	21	42.86	-0.17	51	42.86
1.69***	12	75	0.69***	60	61.67
0.86*	16	50.0	0.16	13	61.5
-0.17	17	52.9	0.29	80	53.9
0.75	11	63.6	0.14**	39	48.7

se lleva a cabo el anuncio de la inversión. Nº IDEs: Número de inversiones recogidas en la muestra/submuestra correspondiente.
*Significación estadística al 90%. **Significación estadística al 95%. ***Significación estadística al 99%.

MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID

permitido constatar que existe, no obstante, una categoría de inversiones que no genera tal reacción positiva y estadísticamente significativa del mercado de valores: las adquisiciones que corresponden a procesos de privatización de la empresa adquirida. Ello puede deberse a que en este tipo de operaciones la adquisición se lleva a cabo de forma competitiva, coexistiendo diferentes ofertas por la empresa objetivo o target. Ello hace que el precio que se paga por ella, y en consecuencia la prima que se paga por los activos a los que realmente se desea acceder, se incrementen, reduciendo, así, la potencial rentabilidad anormal de la operación.

QUIÉN REALIZA LA IDE: ACUMULACIÓN DE ACTIVOS INTANGIBLES DE LA EMPRESA INVERSORA

De acuerdo con la Teoría de Internalización antes mencionada, las empresas mejor preparadas para superar la desventaja del extranjero son aquellas que poseen conocimiento, experiencia y, en general, activos intangibles distintivos acumulados en su país de origen. Estos intangibles son específicos a la empresa y por lo tanto no disponibles para ningún otro competidor. Por esta razón, la posesión de tales intangibles puede proporcionar a la empresa una ventaja competitiva frente a los competidores ubicados en el exterior que le permita compensar la inicial desventaja del extranjero y obtener mayores rentas de su inversión.

Al objeto de comprobar en qué medida la acumulación de activos intangibles era tenida en cuenta por la Bolsa en su valoración de las IDEs, calculamos para cada empresa inversora la ratio Q de Tobin medida a 31 de Diciembre del año inmediatamente anterior al año en el que se anunció la inversión recogida en la base de

datos. Esta ratio es el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor de la suma de sus activos, por lo que, tal y como señalan Morck y Yeung (1992), se entiende que cuanto mayor sea dicha ratio, mayor es el valor de los intangibles de la empresa. Esta variable se construyó siguiendo el procedimiento de Chung y Pruitt (1994), permitiéndonos los datos disponibles calcular la Q de Tobin para el conjunto de empresas responsables de un total de 144 IDEs identificadas en la base de datos. Al objeto de dividir nuestra muestra en varias categorías para estimar las rentabilidades anormales, se tomó como valor de referencia el valor mediano de estos 144 datos, obteniéndose los resultados que aparecen recogidos en el segundo bloque de filas de datos del Cuadro 1.

Estos resultados permiten constatar que el mercado valora más positivamente las inversiones realizadas por empresas con mayor acumulación de

30

Las empresas con más activos intangibles generan mayor rentabilidad en sus inversiones exteriores

activos intangibles; así, las IDEs enmarcadas en la submuestra de empresas con mayor Q de Tobin obtienen para todo el conjunto de inversiones una rentabilidad anormal positiva y significativa que alcanza en promedio el 0.41%, mientras que las inversiones realizadas por empresas de menor Q no obtienen en promedio una rentabilidad anormal estadísticamente distinta de cero. Con todo, observamos cierta interacción entre modo de entrada y acumulación de activos intangibles. En el caso de las adquisiciones y las filiales de plena propiedad, el mercado valora más positivamente las IDEs realizadas por las empresas con mayor acumulación de activos intangibles -si bien en el caso de las filiales, el reducido tamaño de la submuestra impide contrastar la significación estadística del resultado-, tal y como cabría esperar según lo apuntado en el párrafo anterior. En el caso de las empresas conjuntas observamos que son las IDEs realizadas por las empresas que tienen una menor ratio Q de Tobin las que resultan más valoradas por el mercado, resultado que podría explicarse por el hecho de que en estos casos las empresas pueden encontrar de la mano de sus socios recursos intangibles que compensen la carencia de recursos propios.

31

DÓNDE SE REALIZA LA IDE: RASGOS DEL PAÍS RECEPTOR

En el tercer bloque de filas de datos del Cuadro 1 se recoge la reacción del mercado de valores en función de la localización de la inversión. En él se presentan las tres categorías en las que hemos agrupado las diferentes naciones receptoras de la inversión española atendiendo al grado de industrialización del país receptor. A tal efecto hemos utilizado la clasificación al respecto que realiza el Banco Mundial catalogando los diferentes países en cuatro categorías en función de que los mismos superen o no determinados umbrales de renta per capita que varían periódicamente. Así, la categoría I que el propio Banco Mundial denomina como países industrializados, aglutina a las naciones con un mayor grado de desarrollo económico; la categoría II aglutina a los países cuyo grado de desarrollo económico es, en términos del propio banco, "medio-alto"; la categoría III corresponde a los países cuyo grado es "medio-bajo" y la cuarta y última categoría engloba a las naciones menos desarrolladas económicamente. Dado que en la última categoría considerada tan solo se localizaron 4 de las 191 IDEs registradas en nuestra base de datos, al realizar las submuestras optamos por incorporar estas inversiones a la categoría inmediatamente anterior.

Los resultados muestran notables diferencias en lo que a la valoración de las IDEs localizadas en cada grupo de naciones se refiere. Así, las IDEs realizadas por empresas españolas en los países menos desarrollados económicamente generan una reacción negativa y estadísticamente significativa de la bolsa; por contra, las IDEs localizadas en los



MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID



32

países con niveles elevados y medios de renta per capita, por lo tanto países con un mayor grado de desarrollo económico, son valoradas de forma positiva y estadísticamente significativa por el mercado de capitales -si bien no se ha recogido en el cuadro por motivos de simplicidad, la realización de nuevas submuestras nos permite observar que, dentro de la categoría de naciones más desarrolladas económicamente, son las IDEs localizadas en los países de la Unión Europea las que resultan más valoradas por el mercado. Este resultado es extensible para los diferentes modos de entrada utilizados por las empresas españolas para invertir en esta categoría de países, excepto para el caso de la creación de filiales de plena propiedad. Ello podría estar indicando que las filiales de producción de nueva creación no son vistas como algo necesario para la internacionalización de las empresas españolas en el marco del conjunto de naciones que integran la Unión Europea.

Los resultados recogidos en el Cuadro nos permiten observar, asimismo, las empresas conjuntas reciben siempre una valoración positiva del mercado de valores, con independencia del grado de desarrollo económico de la nación receptora. En el caso de las adquisiciones, mientras que éstas constituyen una opción favorablemente valorada por la bolsa cuando son realizadas en países con un elevado grado de desarrollo económico, reciben la valoración contraria cuando la nación receptora está en el grupo de los países menos industrializados. Ello apunta hacia el hecho de que una mayor diferencia en el grado de desarrollo económico entre los países emisor -España- y receptor de la inversión incrementa los riesgos y costes inherentes a la realización de una adquisición, reduciendo, con ello, la posibilidad de la empresa inversora de obtener rentas de su IDE.

También analizamos el impacto que la estabilidad institucional del país de destino de la inversión ejerce sobre la reacción de la Bolsa. A tal efecto, hemos utilizado el índice denominado POLCON V elaborado por Henisz (2000), que mide el grado en el que existen en cada país restricciones o barreras a la realización de una actuación arbitraria por parte del gobierno del mismo dirigidas a modificar "las reglas del juego" que rigen para las empresas localizadas en el país. Este índice toma valores comprendidos entre 0 y 1, reflejando el 1 la mayor estabilidad política posible. Debido a problemas metodológicos únicamente ha resultado posible identificar el valor del índice para 155 de las 191 IDEs recogidas en la base de datos. Al igual que en el caso anterior, procedimos a dividir nuestra muestra inicial de inversiones atendiendo, de nuevo, al valor mediano de la misma que nos permite identificar dos submuestras de igual tamaño. Los resultados obtenidos se muestran en el cuarto bloque de filas de datos del Cuadro 1.

Los resultados muestran que el mercado de valores reacciona de forma positiva y estadísticamente significativa ante aquellas inversiones localizadas en las naciones que muestran una mayor estabilidad política y en las que, por tanto, la exposición al riesgo político inherente a la inversión es menor. Así, en promedio la rentabilidad anormal que genera el anuncio de la realización de una inversión en el conjunto de países que muestran una mayor estabilidad política asciende al 0.78%, resultado que es extrapolable a los tres modos de entrada considerados; si bien el reducido tamaño de alguna de las submuestras impide contrastar su significación estadística. Por el contrario, el mercado parece valorar negativamente tales procesos cuando las inversiones se localizan en los países que presentan un menor valor del índice de estabilidad política, aunque ninguno de los resultados relativos a esta submuestra alcanza significación estadística.

Así pues, la reacción de la bolsa manifiesta una clara preferencia por las inversiones en países con elevada estabilidad política; preferencia que las propias empresas manifiestan. De hecho, en un estudio reciente en el que se ha analizado la percepción de las empresas españolas que han invertido en el exterior en sectores regulados se ha observado que una de las principales preocupaciones de estas empresas es la inestabilidad política en el país de destino (Ontiveros et al., 2004).

CUÁNDO SE REALIZA LA IDE: MOMENTO EN EL QUE LA EMPRESA INVIERTE EN EL EXTERIOR

En el presente epígrafe hemos dividido nuestra muestra de IDEs en diferentes submuestras utilizando el momento en el que se realizó la IDE como criterio de clasificación. Con ello pretendemos analizar si esta variable es susceptible de influir en la valoración que el mercado realiza de la inversión. A tal efecto, el período objeto de estudio se dividió en tres tramos diferenciados que intentan aproximar los ciclos experimentados por la Bolsa de Madrid; en concreto, los tres subperíodos identificados son 1990-1995, 1996-1999 y 2000-2003. Los resultados obtenidos para la muestra en su conjunto, así como para cada uno de los modos de entrada considerados anteriormente se presentan en el quinto bloque de filas de datos del Cuadro 1.

Tal y como puede observarse en el cuadro, las IDEs anunciadas por las empresas españolas han generado una rentabilidad anormal positiva y significativa en todos los períodos, salvo en el 1996-1999, en el que la Bolsa de Madrid vivió un importante ciclo alcista y en el que se concentra el mayor número de inversiones. Con todo, los resultados de la tabla apuntan claramente a que los inversores han primado en cada ciclo diferentes tipos de modos de entrada. En ella se observa que durante los primeros años del período considerado la forma de entrada más valora-

MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID

da por el mercado es la empresa conjunta: la creación de una empresa conjunta constituye la única forma de entrada que genera una reacción positiva y estadísticamente significativa en el período 1990-1995. Adicionalmente, tal reacción se constata únicamente para el mencionado período, observándose que en los intervalos temporales posteriores la creación de empresas conjuntas no resulta valorada positivamente por el mercado -al menos no de forma estadísticamente significativa. Por el contrario, observamos el efecto contrario para el caso de las adquisiciones: así, mientras esta fórmula no genera una reacción positiva del mercado en los primeros años del estudio, sí lo hace en los posteriores. Tal reacción del mercado resulta lógica si se consideran las reflexiones expuestas en el epígrafe 2 del trabajo relativas a la Teoría Gradualista de la Internacionalización de la Empresa y las características de alianzas (empresas conjuntas) y adquisiciones. Según se expuso en el mencionado epígrafe, resulta lógico que la empresa opte por alianzas en los primeros proyectos de su proceso de internacionalización caracterizados por la carencia de conocimientos sobre los mercados receptores y de experiencia sobre el propio proceso de expansión. En estas circunstancias, contar con un socio que aporte tales conocimientos y experiencia incrementa las posibilidades de éxito del proyecto y, por ende, la valoración que el mercado realiza del mismo. Adicionalmente, la flexibilidad asociada a la constitución de una empresa conjunta es muy superior a la vinculada a un proceso de adquisición, siendo aquella una operación más fácilmente reversible. Los resultados muestran cómo los inversores han valorado muy positivamente dicha flexibilidad en las primeras etapas del proceso de expansión exterior, valorando, por contra, el mayor compromiso de la empresa en los mercados de destino una vez que el proceso de internacionalización está consolidado.

4. CONCLUSIONES

¿Qué lecciones se pueden extraer de esta valoración del mercado de capitales? Tanto si nos interesa conocer las repercusiones a largo plazo sobre la rentabilidad de la empresa como estudiar el mero comportamiento del precio de las acciones, son varias las conclusiones que se derivan de nuestro análisis:

- La empresa española ha recibido, en términos generales, el beneplácito de los inversores en sus proyectos de expansión internacional, que han generado en promedio una rentabilidad anormal del 0.3% en el día del anuncio, estadísticamente significativa. Este resultado sugiere una valoración positiva de la capacidad de rentabilizar en el exterior la experiencia y capacidades acumuladas por parte de la empresa española en su propio mercado nacional.

• Todos los modos de entrada han generado, en promedio, rentabilidades positivas y significativas, si bien empresas conjuntas y filiales han obtenido en promedio rentabilidades anormales superiores a los de las adquisiciones que, no obstante, y salvo en las privatizaciones también han generado rentabilidades anormales positivas y significativas en promedio, a pesar de la prima que se paga por la compañía adquirida.

• No todas las empresas están en las mismas condiciones para emprender con éxito la aventura internacional. Las empresas con mayor grado de acumulación de activos intangibles generan mayor rentabilidad en sus inversiones exteriores que el resto. No obstante, los inversores valoran más las inversiones de estas empresas a través de adquisiciones; valorando más las inversiones de las restantes empresas cuando se producen a través de empresas conjuntas.

• Las empresas conjuntas han sido valoradas de forma más positiva en las primeras etapas del proceso, mientras que las adquisiciones lo han sido en las últimas, una vez que las empresas han ganado experiencia internacional.

• La expansión hacia los países con mayor grado de desarrollo económico y mayor estabilidad política han generado mayores rentabilidades anormales que las dirigidas hacia otras zonas.

Estos resultados, en general, son perfectamente compatibles con los que cabría esperar de acuerdo con las Teorías más usuales en el campo de la Dirección Internacional y a las que hemos hecho referencia en el apartado 2. El resultado más remarcable de nuestro trabajo en relación con aspectos distintivos observados para el caso de la empresa española es el relativo a la reacción positiva y significativa en promedio ante las adquisiciones, que han copado una parte muy importante de la inversión directa en el exterior española. Si bien en la literatura previa no existían resultados concluyentes acerca de la reacción de las bolsas ante operaciones de expansión internacional basadas en adquisiciones, buena parte de los trabajos apuntan hacia una valoración negativa de las mismas. De hecho, el reciente trabajo de los profesores Campa y Hernando (2004) muestra como las acciones de las empresas de la Unión Europea que se implican en la realización de procesos de fusión y/o adquisición internacionales no experimentan una rentabilidad anormal significativamente diferente de cero. Parece constatar que "España es diferente" en lo que a la valoración de estas inversiones se refiere; así, en el caso de las empresas españolas los inversores han valorado el potencial de aceleración del crecimiento internacional que aportan a nuestras empresas; potencial que se manifiesta como superior a medida que la empresa acumula más experiencia internacional y del que la empresa española se ha beneficiado especialmente dado su retardo en expandirse internacionalmente.



MULTINACIONALIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA ESPAÑOLA: LA VALORACIÓN DE LA BOLSA DE MADRID

Bibliografía

- Berry, H. y M. Sakakibara (2004): "Resource Accumulation and Overseas Expansion by Japanese Multinationals", working paper, Wharton School.
- Brown, S. J. y Warner, J. (1985): "Using daily stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 3-31.
- Buckley, P. J. y Casson, M. (1976): *The Future of the Multinational Enterprise*, McMillan, London.
- Chung, K.H. y Pruitt, S.W. (1994): "A simple approximation of Tobin's q." *Financial Management*, vol. 23, pp. 70-74
- Campa, J.M. (2004): "Fusiones y adquisiciones en Europa: Una asignatura pendiente", *Universia Business Review*, nº 2, pp. 12-19
- Campa, J.M. y Hernando, I. (2004): "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management*, vol. 10, nº 1, pp. 109-139
- Durán, J.J. (2004): "Empresa multinacional e inversión directa española en el exterior", *Universia Business Review*, nº 3, pp. 114-123.
- García-Canal, E. Sánchez, P. y Vidal, M. (2002): "Reacción del mercado de capitales ante los procesos de combinación empresarial: Un panorama", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 11 (4), pp. 111-134
- Guillén, M. F. (2005): *The Rise of the Spanish Multinational Firm: European Business in the Global Economy*, Cambridge University Press, Cambridge
- Henisz, W. J. (2000): "The Institutional Environment for Economic Growth". *Economics & Politics*, 12: 1-31.
- Hymer, S. H., (1960/1976), *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Johanson, J. y Vahlne, J. E. (1977): "The internationalization process of the firms -a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments", *Journal of International Business Studies*, vol. 8, nº 1, 23-32.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (1997): "Event studies in management research: Theoretical and empirical issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40 (3), pp. 626-657
- Morck, R. y Yeung, B. (1992): "Internalization: An event study test", *Journal of International Economics*, vol. 33, pp. 41-56
- Ontiveros, E., Conthe, M. y Nogueira, J. M. (2004): *La percepción de los inversores de los riesgos regulatorios e Institucionales en América Latina*. Working Paper. Washington, D.C: Interamerican Development Bank.
- Sharpe, S. (1964): "Capital asset pricing: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, vol. 19, pp. 425-442
- UNCTAD (2004): *World investment report*, UNCTAD.

Anexo

La identificación de las IDEs objeto de nuestro estudio -las realizadas por empresas españolas admitidas a cotización oficial en el período 1990-2003-se llevó a

cabo utilizando en una primera fase la base de datos Baratz y, posteriormente, las hemerotecas de los diarios Expansión y Cinco Días, así como la de la revista Actualidad Económica. Ello nos permitió identificar la fecha exacta en la que tiene lugar el primer anuncio relativo a cada inversión, dato imprescindible para proceder a la aplicación de la metodología utilizada para el cálculo de las rentabilidades anormales. Como consecuencia de los diversos filtros derivados de las restricciones metodológicas, la muestra inicial quedó reducida a un total de 191 proyectos de nueva inversión realizadas por 56 empresas en el período objeto de estudio. Las reinversiones en proyectos realizados previamente no fueron consideradas para este estudio.

La metodología utilizada al objeto de contrastar en qué medida los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas crean valor para los accionistas ha sido el estudio de acontecimientos. Tal estudio permite identificar cómo reacciona el precio de los activos financieros de una empresa ante el anuncio de determinados hechos relevantes para la misma, mediante el cálculo de la denominada rentabilidad anormal. Así la rentabilidad anormal -positiva o negativa- asociada a un determinado suceso se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada en un título y la rentabilidad esperada del mismo de acuerdo con un modelo de mercado.

Las rentabilidades diarias esperadas se estimaron a partir del modelo de mercado de Sharpe (1964). La estimación del modelo de mercado se realizó utilizando datos de un intervalo de 120 días que tenía su comienzo 130 días antes de la publicación del anuncio relativo a la inversión ($t=-130$) y terminaba 11 días antes del mismo ($t=-11$); siendo $t=0$ el día en el que aparece publicada por primera vez la noticia relativa a la inversión. En la realización del estudio de acontecimientos se siguieron las recomendaciones realizadas por McWilliams y Siegel (1997), relativas a la eliminación de anuncios contaminados y outliers o valores extremos. Por su parte, los datos de cotización diarios necesarios para estimar el modelo de mercado referido anteriormente, así como los necesarios para construir determinadas variables relacionadas con la acumulación de intangibles y la tesorería disponible por la empresa inversora, a las que haremos referencia posteriormente, se han obtenido de la base de datos DataStream. Al objeto de contrastar la significación de las estimaciones realizadas se utilizó el estadístico de Brown y Warner (1985).

1. Autor de contacto: Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad; Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Universidad de Oviedo, Avd. del Cristo s/n; 33006 Oviedo (España)

2. El diferente número de IDEs contabilizado en cada una de las submuestras se debe a que el mencionado valor mediano corresponde a un valor de la Q de Tobin muy frecuente en la muestra de IDEs, habiéndose optado por incluir en una misma submuestra todas las IDEs cuyo valor coincide.

