

REACCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES, MODOS DE INVERSIÓN EXTERIOR Y EXPERIENCIA EN EL PAÍS RECEPTOR*

CRISTINA LÓPEZ DUARTE

Universidad de Oviedo

En este trabajo se lleva a cabo un estudio de la reacción del mercado de capitales ante los procesos de inversión directa en el exterior materializados a través de empresas conjuntas y dos tipos diferentes de adquisiciones: totales y parciales. En concreto se analiza la influencia que la experiencia acumulada por la empresa en el país receptor de la inversión ejerce sobre la valoración que el mercado realiza de cada uno de los modos de entrada considerados. El marco utilizado para desarrollar el estudio es la Teoría de Costes de Transacción, enriquecida con las aportaciones de la denominada “*hostage theory*” de las empresas conjuntas desarrollada al efecto de analizar las adquisiciones parciales. Los resultados obtenidos evidencian una superior valoración de las adquisiciones totales como fórmula de inversión una vez que la empresa cuenta con conocimientos y experiencia en el mercado receptor, así como el papel que la permanencia de un socio en el capital de la empresa adquirida juega como potenciador de los conflictos y costes inherentes a un proceso de adquisición.

Palabras clave: Inversión directa en el exterior, empresa conjunta, adquisición, reacción del mercado de valores.

Clasificación JEL: F21, F21, D74, G34.

La elección del modo de entrada inherente a los procesos de inversión directa en el exterior (IDE) constituye un tema ampliamente abordado por la literatura sobre Gestión Internacional¹. En este contexto, las empresas conjuntas y las adquisiciones son consideradas dos modos de entrada alternativos que permiten a la empresa inversora acceder a recursos y capacidades externos, generalmente específicos del país receptor de la inversión, de los que aquélla carece. La elección entre ambas opciones se plantea en términos de la relación costes/beneficios inherente a cada una de las ellas [Kogut y Sighn (1988), Hennart y Reddy (1997, 2000)].

(*) La autora agradece los comentarios recibidos de dos evaluadores anónimos.

(1) Véanse, entre otros, los trabajos de Anderson y Gatignon (1986), Gatignon y Anderson (1988), Hennart (1991), Agarwal y Ramaswami (1992); Erramilli y Rao (1993), Hennart y Larimo (1998), Hennart y Park (1993), Kim y Hwang (1992), Padamnaban y Cho (1996), Taylor *et al.* (1998) y Brouthers y Brouthers (2000).

Igualmente prolija resulta la literatura en la que se analiza el valor generado de los diferentes modos de entrada a través de los cuales la empresa puede materializar su inversión exterior y, más en concreto, la valoración que el mercado de capitales realiza de cada uno de ellos [véase García-Canal *et al.* (2002)] para una exhaustiva revisión de la literatura al respecto.

Persisten, no obstante, una serie de aspectos relacionados con el valor derivado de la utilización de las diferentes fórmulas de inversión exterior que aún permanecen sin explorar en la literatura: en primer lugar, muy pocos son los trabajos que analizan conjuntamente los factores que desde la Teoría de Costes de Transacción (TCT) determinan la elección del modo de entrada y el impacto de los mismos sobre los resultados derivados de la inversión. Los recientes trabajos de Chen y Hu (2002) y Brouthers y Brouthers (2003) resultan pioneros al respecto, si bien ambos utilizan medidas subjetivas del valor generado por la inversión y, por tanto, no consideran la valoración que el mercado de capitales realiza de la misma. En segundo lugar, determinados aspectos dinámicos relativos al proceso de expansión internacional y, más en concreto, el papel que la experiencia acumulada por la empresa mediante la realización de inversiones previas en el mismo mercado receptor juega sobre el valor generado por el modo de entrada elegido por la empresa para materializar su inversión constituye un campo que aún no ha sido plenamente explorado por la literatura al respecto². Por último, las adquisiciones parciales constituyen un modo de entrada apenas considerado por la literatura sobre elección del modo de entrada y totalmente obviado por la relativa a la valoración de los diferentes modos de inversión³.

El objetivo del presente trabajo consiste en abordar los aspectos mencionados en el párrafo anterior al objeto de cubrir algunas de las lagunas existentes en la literatura al respecto. En este sentido, se analiza, desde la perspectiva de la Teoría de Costes de Transacción o Internalización de las Transacciones [Buckley y Casson (1976), Teece (1976, 1977), Hennart (1982)], el diferente valor derivado de la utilización de las empresas conjuntas frente a dos tipos de adquisiciones: totales y parciales. En concreto, analizamos cómo valora el mercado de capitales cada uno de los modos de entrada, esperando una diferente valoración de los mismos en función de los costes inherentes a su elección como modo de implantación en un mercado extranjero. Asimismo, es nuestro objetivo analizar cómo la experiencia y el conocimiento acumulados por la empresa sobre un determinado país receptor influyen sobre la valoración que el mercado realiza de cada una de las fórmulas antes mencionadas. En concreto, se estudia cómo tal valoración difiere en función de que la inversión sea la primera realizada por la empresa en el país receptor, o por el contrario, aquélla cuente con conocimientos y experiencia derivados de la realización de inversiones previas en tal país.

(2) El trabajo de Chang y Rosenwig (2001) resulta pionero al respecto, al considerar el papel que dicha experiencia juega sobre la elección del modo de entrada en inversiones posteriores, considerando, en concreto, las filiales de plena propiedad, la creación de empresas conjuntas y la realización de adquisiciones.

(3) Los trabajos de Barkema y Vemeulen (1998), López-Duarte y García-Canal (2002) y Chen y Hennart (2004) constituyen una excepción al respecto.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en el próximo epígrafe se expone el marco teórico utilizado, del que se derivan las hipótesis de trabajo; a continuación se presenta la muestra de inversiones utilizada en el estudio, así como la metodología utilizada para determinar el valor generado por la utilización de los diferentes modos de entrada –la determinación de la rentabilidad anormal asociada al anuncio de la realización de la inversión, calculada mediante el estudio de acontecimientos–. Posteriormente se contrastan las hipótesis planteadas mediante la estimación de diferentes modelos de regresión lineal múltiple. La discusión de los resultados y la presentación de las principales conclusiones obtenidas cierran el trabajo.

1. MARCO TEÓRICO

1.1. Creación de empresas conjuntas versus procesos de adquisición total: análisis en función de la experiencia acumulada por la empresa en el país receptor de la IDE

Tal y como se ha mencionado en el epígrafe introductorio, empresas conjuntas y adquisiciones constituyen fórmulas de inversión alternativas que permiten a la empresa invertir en un mercado extranjero accediendo a recursos específicos del mismo [Kogut y Sighn (1988), Hennart (1988), Hennart y Reddy (1997), Reuer y Koza (2000)]. En el marco de la TCT, la fórmula elegida por la empresa para llevar a cabo su inversión es la que minimiza los costes en los que aquélla incurre al materializarla, no estando exenta de costes ninguna de las dos alternativas. La literatura existente se ha centrado, fundamentalmente, en el estudio de la elección entre empresas conjuntas y adquisiciones totales: así, en el caso de crear una empresa conjunta en el mercado receptor, los principales costes en los que incurre la empresa inversora son los derivados de la copropiedad del proyecto, así como en el riesgo de dispersión de sus propias capacidades distintivas. Por su parte, la realización de una adquisición total supone incurrir en una serie de costes relacionados con la determinación del valor de la empresa que se desea adquirir, así como con la posterior integración y gestión de la misma. No existe, por tanto, una fórmula óptima o ideal para materializar la inversión; al contrario, la elección de una u otra fórmula depende de la presencia de determinados factores susceptibles de potenciar o inhibir los costes inherentes a cada una de las alternativas.

En la literatura al respecto existe un consenso al apuntar a la asimetría de información y al riesgo de comportamiento oportunista de la segunda empresa implicada en el proceso como los principales factores susceptibles de condicionar tales costes [Balakrishnan y Koza (1993), Reuer y Koza (2000), López-Duarte y García-Canal (2002), Chen y Hennart (2004)].

Según se ha mencionado, los costes inherentes a un proceso de adquisición son los relativos a la necesidad de obtener información fidedigna sobre la empresa que se desea adquirir, susceptible de permitir a la empresa adquirente una correcta determinación de su valor –costes *ex ante* o preadquisición–, así como los relativos al potencial oportunismo una vez realizada la adquisición, la necesidad de integrar activos y personas y la posibilidad de adquirir en el conjunto activos no necesarios –costes *ex post* o *post* adquisición [Balakrishnan y Koza (1993), Reuer y Koza (2000), Chen y Hennart (2004)]–. Si bien los mencionados costes son inhe-

rentes a cualquier proceso de adquisición, los mismos se ven incrementados en el contexto de una adquisición internacional consecuencia del efecto potenciador que sobre ambos costes ejerce la distancia cultural existente entre los países emisor y receptor de la inversión. Así, la distancia cultural puede derivar en un incremento de la asimetría de información inherente al proceso, dando lugar a un incremento de los costes preadquisición a que se enfrenta la empresa compradora [Balakrishnan y Koza (1993), Chen y Hennart (2004)]. De igual forma, la distancia cultural contribuye a dificultar los procesos de integración y el logro de un comportamiento plenamente cooperativo y no oportunista del vendedor, lo que a su vez, deriva en un aumento de los costes *post* adquisición [Kogut y Singh (1988) y Woodcock *et al.* (1994), entre otros].

Por el contrario, la constitución de una empresa conjunta permite a la empresa protegerse de tal asimetría de información [Balakrishnan y Koza (1993), Reuer y Koza (2000), Chen y Hennart (2004)]: invertir mediante la creación de una empresa conjunta permite a la empresa inversora acceder a los activos externos sin tener que pagar íntegramente por ellos y, por tanto, sin la necesidad de incurrir en los costes inherentes a la determinación del valor exacto de los mismos antes de implicarse en el proceso de inversión. Además, en la medida en que la constitución de una empresa conjunta es un proceso más fácilmente reversible que la realización de una adquisición, proporciona a la empresa inversora un grado de flexibilidad superior al inherente a un proceso de adquisición. Dado que no todos los activos de las empresas implicadas son transferidos al proyecto conjunto y que aquellos que son transferidos no deben ser integrados bajo la jerarquía única de una de las empresas participantes en el proyecto, los costes *ex post* antes mencionados también se ven notablemente reducidos.

Resulta razonable pensar, no obstante, que los costes inherentes al proceso de adquisición, difieran de forma importante en función de la experiencia acumulada por la empresa en el mercado receptor. Tal y como apuntan Chang y Rosenweig (2001), cada IDE realizada por una empresa forma parte de un proceso secuencial de mayor alcance⁴, de tal forma que los modos de entrada elegidos por la empresa para realizar sus primeros proyectos en un determinado país –y por ende, los costes inherentes a los mismos–, pueden diferir substancialmente de las fórmulas (y costes inherentes) elegidas para proyectos posteriores, en función de la experiencia acumulada por la empresa en tal país. En este sentido, el conocimiento y la experiencia acumulados por la empresa sobre un determinado mercado receptor, derivados de la realización de sus primeras inversiones en el mismo, incrementa el grado de familiaridad de la empresa con tal mercado; ello, a su vez, facilita la reducción de los costes propios del proceso de adquisición en inversiones posteriores.

Según lo expuesto en los párrafos anteriores, la protección frente a los efectos de la asimetría de información y la flexibilidad que las empresas conjuntas otorgan a la empresa inversora serían particularmente importantes cuando la misma está realizando su primera inversión en un determinado país; ya que en tal circunstancia

(4) Idea ya apuntada en algunos trabajos que constituyen un clásico en la literatura sobre inversión exterior, como los de Johanson y Wiedersheim-Paul (1975) y Johanson y Valhne (1977).

los costes *ex ante* y *ex post* inherentes al proceso de adquisición resultarían más elevados. Por el contrario, una vez realizada la primera inversión en el país, la empresa cuenta con conocimientos y experiencia relativos al mismo que facilitan tanto el acceso a información *ex ante*, como las actividades de integración *ex post*. En tal contexto las ventajas de la empresa conjunta jugarían un papel menos relevante, de forma que el valor de las mismas podría quedar compensado por los costes que implican la copropiedad y el riesgo de dispersión de competencias propias. En este contexto, las adquisiciones constituirían una forma de inversión más atractiva, ya que las mismas permiten acelerar de forma importante el proceso de internacionalización de la empresa [Barkema y Vermeulen (1998)] mediante el acceso a las infraestructuras y cuota de mercado de la empresa adquirida, al tiempo que garantizan la protección de competencias de la empresa inversora.

Atendiendo a lo expuesto en los párrafos anteriores, cabría esperar que el mercado de valores reaccione más positivamente cuando la primera IDE de la empresa en un determinado país se realiza mediante una empresa conjunta y haga lo contrario en los procesos posteriores. Ello nos permite formular nuestras dos primeras hipótesis:

H1: El mercado reacciona más positivamente ante la creación de una empresa conjunta que ante la realización de una adquisición total cuando la IDE es la primera realizada por la empresa en un determinado país receptor.

H2. Una vez realizada la primera inversión en el país receptor, el mercado valora menos positivamente la creación de empresas conjuntas que la realización de adquisiciones totales.

1.2. *Las adquisiciones parciales: ¿efecto hostage o potenciador del conflicto?*

Si bien lo establecido en los párrafos anteriores resulta aplicable a los procesos de adquisición en general, resulta importante diferenciar entre los procesos de adquisición total y adquisición parcial o empresa conjunta mediante adquisición [*acquisition joint venture* en términos de Chen y Hennart (2004)]. En el primer caso la empresa inversora toma el 100% del capital de la empresa adquirida, mientras que en segundo la empresa adquiere tan sólo una parte del capital de la empresa objetivo; lo que, en última instancia se traduce en la permanencia de (al menos) un socio en su capital. Tal y como apuntan López-Duarte y García-Canal (2002), las adquisiciones parciales constituyen una fórmula de entrada híbrida entre adquisiciones totales y empresas conjuntas, combinando características de ambas.

A pesar de tan notables diferencias, pocos son los trabajos que han considerado explícitamente las adquisiciones parciales como un modo de entrada independiente y diferenciado de las adquisiciones totales y las empresas conjuntas [entre ellos, los de Barkema y Vermeulen (1998), López-Duarte y García-Canal (2002) y Chen y Hennart (2004)]. Lejos de alcanzar resultados concluyentes, estos trabajos ofrecen una visión totalmente encontrada de las ventajas y costes inherentes a una adquisición parcial; así, mientras algunos de estos trabajos analizan el papel que el socio local juega en la reducción de los costes inherentes a una adquisición, otros consideran tal presencia como un potenciador de los conflictos propios del proceso.

En primer lugar, siguiendo la denominada *hostage theory* planteada por Chen y Hennart (2004), las APs constituyen un modo de entrada en el que los costes *ex ante* y *ex post* inherentes a un proceso de adquisición antes mencionados resultan inferiores a los de una AT. La reducción de tales costes puede llegar a compensar los costes derivados de la copropiedad, haciendo, así, que las APs constituyan una opción más tractiva que las ATs. Según estos autores, la realización de una adquisición parcial puede reducir el problema derivado de la asimetría de información inherente al proceso de adquisición: mediante su disposición a mantener una participación en el capital de la empresa, el vendedor ofrece una señal sobre el verdadero valor de la misma. Ello facilita la labor de prospección necesaria para determinar el valor de la empresa objetivo que debe llevar a cabo la empresa compradora, reduciendo así los costes *ex ante* en los que incurre esta última. Adicionalmente, el efecto *hostage* de la AP facilita a la empresa compradora una flexibilidad similar a la que proporciona una empresa conjunta [véase también López-Duarte y García-Canal (2002)]: la empresa adquirente puede utilizar la AP como un primer paso en su proyecto inversor, y una vez contrastado el verdadero valor de la empresa adquirida, proceder a una adquisición del paquete de capital restante que le proporcione el control total sobre la misma⁵. Del otro, el efecto *hostage* de la AP también permite reducir una parte de los costes *ex post* inherentes al proceso de adquisición: el hecho de mantener una participación en el capital de la empresa limita el potencial comportamiento oportunista del vendedor y facilita la cooperación del mismo para llevar a cabo los procesos de integración, ya que lo contrario reduciría el valor de la participación de capital que aún mantiene en sus manos. El efecto *hostage*, en definitiva, favorece no sólo la reducción de los costes inherentes al proceso de adquisición, sino que proporciona a la empresa inversora ventajas similares a las que se derivan de la creación de una empresa conjunta.

Según lo expuesto en los párrafos anteriores, en el contexto de procesos de inversión internacional, los costes inherente a una adquisición resultan más elevados cuando la empresa no cuenta con experiencia en el mercado receptor de la misma; es decir, cuando aborda su primera inversión en tal mercado, reduciéndose de forma importante en los procesos posteriores. Ello a su vez, daría lugar a que el efecto *hostage* susceptible de convertir a las APs en una opción más atractiva que las ATs sea más relevante en el caso de la primera IDE realizada por la empresa en una determinada nación que en las posteriores. Por el contrario, una vez superada tal inversión el valor del mencionado efecto disminuiría, permaneciendo, por el contrario, los costes derivados de la copropiedad. Ello, a su vez, daría lugar a que una vez superada la primera inversión en el país, las AT constituyan una opción más atractiva que las AP. Todo ello nos permite plantear nuestras dos siguientes hipótesis de trabajo:

H3a: La reacción del mercado de valores ante la realización de una adquisición parcial será superior a la de las adquisiciones totales cuando la inversión es la pri-

(5) Esta perspectiva resulta coherente con la Teoría de las Opciones Reales [Kogut (1991), Kogut y Kulatilaka (1994)] en la que consideran la creación de una empresa conjunta como una plataforma desde la que la empresa puede materializar posteriores inversiones.

mera realizada por la empresa en el país receptor e inferior a la de las adquisiciones totales cuando la empresa ya cuenta con experiencia inversora en tal mercado.

Por el contrario, otros trabajos apuntan a la permanencia de un socio en el capital de la empresa adquirida como un potenciador de los conflictos y, por ende, de los costes inherentes a un proceso de adquisición. De un lado, la presencia de (al menos) una empresa socio en el capital de la empresa adquirida puede dificultar la correcta protección de las competencias específicas de la empresa inversora –riesgo de dispersión de las propias competencias similar al que se produce cuando se crea una empresa conjunta–. Del otro, cabe mencionar que, aún cuando la adquisición es parcial persiste el problema derivado de la adquisición de la empresa como un todo y, por tanto, la adquisición de activos no necesarios o deseados por la empresa inversora [Barkema y Vermeulen (1998)]: cuando la IDE se materializa mediante la creación de una empresa conjunta, cada una de las empresas implicadas transfiere a la nueva unidad únicamente aquellos activos necesarios para el desarrollo del proyecto. Por el contrario, la realización de una adquisición implica adquirir y, consecuentemente pagar el valor de mercado de todos los activos de la empresa adquirida. Incluso cuando la adquisición es parcial, la empresa inversora adquiere unos derechos de propiedad sobre el conjunto global de activos de la empresa adquirida y no únicamente sobre aquéllos que le resultan más interesantes. Tal y como apuntan López-Duarte y García-Canal (2002), este problema se puede ver agravado por la presencia de un socio en el capital de la empresa adquirida: cuando la adquisición es total, la empresa adquirente tiene la capacidad de deshacerse –mediante la venta o el despido, según la naturaleza del activo– de aquellos recursos que no son de su interés; por el contrario, cuando la adquisición es parcial, la empresa adquirente debe compartir el control de la unidad localizada en el mercado exterior con, al menos, un socio que persiste en el capital de la empresa adquirida cuyos intereses relativos a desinversión y/o despido no tienen por qué coincidir con los de aquélla. En consecuencia, resulta previsible la formación de facciones en torno al inversor extranjero y el socio local que deriven en el bloqueo del proceso de integración de ambas empresas. Este efecto potenciador del conflicto inherente a una adquisición persistiría en ambos escenarios considerados; es decir, con independencia de que la inversión sea o no la primera realizada por la empresa en el mercado receptor. En definitiva, y siguiendo la terminología de López-Duarte y García-Canal (2002), la inversión mediante una adquisición parcial implica para la empresa inversora el riesgo de “quedarse atrapada a medio camino”, soportando incluso de forma incrementada los costes propios de un proceso de adquisición, pero sin alcanzar todas las ventajas de una empresa conjunta. Todo ello nos llevaría a establecer la siguiente hipótesis:

H3b: La realización de inversiones mediante adquisición parcial resultará peor valorada por el mercado que la inversión mediante adquisición total en los dos escenarios considerados (primera inversión en el mercado receptor e inversión sucesiva).

2. ANÁLISIS EMPÍRICO

2.1. Base de datos

Al objeto de desarrollar el presente estudio, y en el marco de una investigación más amplia, se creó una base de datos en la que se recogen los procesos de inversión directa en el exterior realizados mediante empresas conjuntas y diferentes tipos de adquisiciones⁶ por empresas españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid⁷. El período objeto de estudio comprende desde 1990 hasta 2003, lo que nos permite contar con la mayor parte de los procesos de inversión exterior realizados por las empresas españolas⁸.

Con el fin de identificar las inversiones objeto de nuestro interés se procedió, en primer lugar, a elaborar un listado en que se incluyeron las empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid para cada uno de los años incluidos en el período objeto de estudio. A continuación se realizó un exhaustivo rastreo de la prensa económica 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*. Tal rastreo nos permitió identificar no sólo la propia existencia de las inversiones, sino 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. A modo de control, la información así obtenida se contrastó y completó mediante la consulta de los comunicados realizados por las empresas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), las memorias anuales de las propias empresas, así como otra información corporativa.

Consecuencia de la aplicación de diversos filtros derivados de las restricciones metodológicas a que hacemos referencia en el próximo epígrafe, esta muestra inicial quedó reducida a un total de 168 IDEs realizadas en el período objeto de estudio por 56 empresas españolas y localizadas en un total de 33 países diferentes. 38 de ellas se materializaron mediante empresas conjuntas, 28 mediante la adquisición total de una empresa localizada en el país receptor y las 102 restantes

(6) Al objeto de conformar esta muestra se consideraron únicamente lo que podemos denominar “nuevas inversiones”; es decir, las inversiones que suponían la primera operación en relación con un determinado proyecto de internacionalización. Han sido excluidas de la muestra, por tanto, las inversiones que podemos catalogar como “acumulaciones” o IDEs que suponen la consolidación de inversiones realizadas previamente mediante un incremento del compromiso de la empresa inversora (incrementos de la participación en el capital de una empresa ya participada previamente por la inversora), no implicando, por tanto, la realización de un nuevo proyecto internacional por parte de la empresa inversora ni, en consecuencia, la elección de un nuevo modo de entrada.

(7) Atendiendo a la legislación española al respecto –RD. 672/1992 y RD. 664/1999–, incluimos en nuestra base de datos aquellas inversiones que proporcionarían a la empresa inversora la capacidad de influir de manera efectiva en la gestión y/o control de la sociedad extranjera objeto de la inversión, obviando todas aquellas inversiones localizadas en aquellos países y/o territorios identificados como paraísos fiscales por la legislación española –RD 1080/1991–.

(8) En Guillén (2005) se analiza de forma detallada el acelerado proceso de expansión internacional experimentado por las empresas españolas, el cual tiene su punto de arranque en los primeros años de la década de los 90.

mediante la realización de una adquisición parcial. Cabe mencionar que la mayor parte de tales inversiones se concentran en la segunda mitad de la década de los 90 –consecuencia, principalmente del importante incremento de las adquisiciones realizadas por las empresas españolas en tal subperíodo–, se localizan en América Latina y la Unión Europea –volúmenes superiores al 50 y 24% del conjunto de IDEs identificadas respectivamente– y han sido realizadas mayoritariamente por empresas que desarrollan su actividad en el sector financiero o en sectores que podríamos calificar de regulados (Energía y Agua, Telecomunicaciones, Petróleo...) –tales sectores representan conjuntamente más del 60% de las IDEs identificadas en la muestra–.

Tal y como aparece recogido en el marco teórico, la valoración del modo de entrada elegido por la empresa para realizar su inversión en un determinado país puede variar en función de que la empresa cuente o no con experiencia inversora en el mismo, es decir, en función de que la inversión sea la primera que realiza en el país o, por el contrario, sea una inversión posterior, en cuyo caso la empresa cuenta con conocimiento y experiencia acumulados relativos al país receptor. En consecuencia, y al objeto de contrastar las hipótesis planteadas en el epígrafe anterior, se dividió la muestra inicial en dos submuestras, atendiendo al criterio de que la inversión fuera o no la primera realizada por la empresa en el mercado receptor. Ello dio lugar a dos submuestras; la primera de ellas recoge 114 procesos de primera inversión en el mercado receptor, mientras que en la segunda se enmarcan un total de 54 inversiones posteriores o sucesivas.

2.2. Variable dependiente y metodología de estudio

Al objeto de contrastar las hipótesis planteadas en el epígrafe 2 de este trabajo, se han estimado diferentes modelos de regresión lineal múltiple en los que la variable dependiente es la rentabilidad anormal experimentada por las acciones de la empresa inversora ante el anuncio de la realización de la IDE. En concreto, se ha considerado la rentabilidad anormal acumulada en torno a los días ± 1 , siendo 0 el día en el que se hace público el primer anuncio de la realización de la IDE (en adelante $CARR_{-1,1}$).

La rentabilidad anormal asociada a un determinado suceso –en este caso el anuncio de la realización de una inversión mediante la creación de una empresa conjunta o la realización de una adquisición– 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. Al objeto de estimar tales rentabilidades anormales se utilizó la metodología del estudio de acontecimientos [Brown & Warner (1985)]. 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. Siguiendo las propuestas de Dodd y Warner (1983) y McWilliams y Siegel (1997), se eliminaron de la muestra todos aquellos anuncios de IDEs susceptibles de estar “contami-

nados”⁹ así como aquellos para los que el modelo de mercado no resultó estadísticamente significativo.

Los datos de cotización diarios necesarios para estimar el modelo de mercado referido anteriormente se obtuvieron de la base Thomson Financial DataStream. Al objeto de contrastar la significación de las estimaciones realizadas se utilizó el estadístico de Brown y Warner (1985).

2.3. *Variables independientes y de control*

En el estudio se utilizaron las variables independientes que a continuación se describen. En primer lugar, y al objeto de reflejar el modo de entrada elegido por la empresa inversora para materializar su IDE, se construyó una variable dicotómica que recoge la forma de materialización de la inversión, considerando únicamente dos categorías: empresa conjunta y adquisición, sea ésta total o parcial. En adelante, identificamos tales variables como EC y Adq; la primera toma el valor 1 cuando la inversión se ha materializado mediante una empresa conjunta y la segunda en caso de adquisición. Adicionalmente, al objeto de diferenciar las adquisiciones totales de las parciales, se construyeron dos nuevas variables dicotómicas denominadas Adquisición Total (AT) y Adquisición Parcial (AP). La primera toma el valor 1 cuando la inversión se ha realizado mediante la adquisición del 100% del capital de una empresa localizada en el mercado receptor, mientras que la segunda hace lo propio cuando tal adquisición es de un porcentaje inferior¹⁰.

Adicionalmente, en las estimaciones se han introducido una serie de variables al objeto de controlar su efecto sobre la valoración que el mercado realiza de las inversiones directas en el exterior incorporadas en nuestra base de datos. De un lado, se han incorporado una serie de variables relativas a las características propias del país receptor de la inversión; en concreto, las siguientes: la distancia cultural existente entre los países origen (en nuestro caso España) y destino de la inversión, el riesgo país que afecta a este último, el producto interior bruto de dicho país y la tasa de crecimiento de tal producto. Al objeto de medir la distancia cultural existente entre España y los diferentes países receptores en los que se localizaron las IDEs recogidas en nuestra muestra se utilizó el Índice elaborado por Kogut y Sighn (1988), basado, a su vez, en las cuatro dimensiones de distancia cultural me-

(9) Así, al objeto de eliminar la posible influencia que el anuncio de algún otro acontecimiento coincidente en el tiempo con la realización de la IDE pudiera ejercer sobre el cálculo de la rentabilidad anormal, se eliminaron de la muestra aquellas noticias de IDEs que coincidieran temporalmente con anuncios de alguna otra operación realizada por la misma empresa (alianzas, adquisiciones o proyectos de inversión diferentes de la IDE recogida en la base de datos, tanto de índole nacional como internacional): anuncios contaminados (82,2%), beneficios (9,1%), desarrollo de nuevos productos y/o servicios (3,2%), pago de dividendos (2,2%), cambios de altos ejecutivos (1,8%), incrementos o reducciones del capital (1,3%) y contratos con el estado (0,3%). No obstante, no han sido excluidos de la base de datos aquellos anuncios de IDE que concurrían en el tiempo con el anuncio de una ampliación de capital de la empresa inversora, siempre que este último explicitara que dicha ampliación se llevaba a cabo al objeto de financiar la mencionada inversión exterior.

(10) Si bien algunos trabajos consideran en la categoría de adquisiciones totales aquellas en las que la empresa inversora adquiere un porcentaje del 90 o el 95% del capital de la empresa objetivo, ninguna de las inversiones recogidas en nuestra base recogía tales porcentajes.

didadas inicialmente por Hofstede en 1980 y posteriormente actualizadas en 2001. En nuestra muestra, este índice oscila entre el valor 0,1822 –correspondiente a la distancia cultural existente entre España y Argentina, la menor identificada en la muestra–, y el valor 2,4927 –mayor distancia cultural identificada, correspondiente en este caso a las inversiones realizadas por empresas españolas en China–. En adelante nos referimos a esta variable como DIST CUL. Por su parte, el riesgo país relativo a las diferentes naciones receptoras de la inversión española se midió mediante los *rankings* elaborados por Euromoney para cada uno de los años incluidos en el período objeto de estudio. La medida de riesgo país incluida en estos rankings es una medida integradora en la que se acumulan en una sola medida el riesgo político, económico y financiero de cada país. La medida oscila entre 0 (mayor riesgo país) y 100 (menor riesgo país) –en concreto, en nuestra muestra los valores oscilan entre el 26,02 asignado a Guinea en el año 2001 y el 97,9 asignado a Estados Unidos en 1995–. En adelante identificamos esta variable como RGO PAIS.

El Producto Interior Bruto (PIB), medido en dólares constantes de 1990 –en adelante nos referiremos a ella como PIB Val– nos permite incorporar al estudio un control relativo al tamaño de la economía del país receptor; por su parte, la tasa de crecimiento del PIB –PIB Cr– nos permite controlar el potencial efecto del ciclo económico del país receptor. Ambas variables se obtuvieron de las bases de datos del Banco Mundial.

Un segundo grupo de variables consideradas en el trabajo tiene por objeto controlar la potencial influencia que el momento en el que se llevó a cabo la inversión ejerza sobre la reacción del mercado de valores al anuncio de la misma. A tal efecto, se introdujeron una serie de variables *dummy* relativas a cada uno de los años comprendidos en el período objeto de estudio.

Por último, se introdujeron una serie de *dummies* relativas a cada una de las empresas inversoras identificadas en la base de datos. Ello permite controlar la influencia que algunas características propias e inherentes a cada una de las empresas inversoras pudieran ejercer sobre la reacción del mercado ante el anuncio de una IDE realizada por las mismas. Cabría esperar que estas *dummies* recogieran la potencial influencia conjunta de factores tales como la experiencia acumulada por la empresa en el propio proceso de internacionalización (con independencia del país receptor), en la utilización de un determinado modo de implantación o en el sector de actividad en el que compite, la acumulación de un tipo concreto de recursos y/o capacidades o su capacidad para “digerir” las inversiones realizadas.

En el cuadro 1 se recogen las principales características de la muestra utilizada, así como descripciones de las variables dependiente, independientes y de control. El cuadro 2 recoge la matriz de correlaciones entre las diferentes variables consideradas.

Cuadro 1: CARACTERÍSTICAS DE LA BASE DE DATOS Y VARIABLES UTILIZADAS EN EL ESTUDIO

Muestra de inversiones	
Período de estudio	1990-2003
168 nuevas IDEs identificadas mediante rastreo en PRENSA BARATZ, Cinco Días, Expansión, Actualidad Económica y comunicados a la CNMV	38 Empresas conjuntas 28 Adquisiciones totales 102 Adquisiciones parciales
País receptor	33 países receptores diferentes
Empresa inversora	56 empresas inversoras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid
Experiencia inversora de la empresa en el Mercado receptor	114 procesos de 1ª IDE en el país 54 procesos de inversión posterior
Variable dependiente	
Nombre de la variable	Descripción
CARR _{-1,1}	Rentabilidad anormal acumulada en el período ± 1 , siendo 0 el día del primer anuncio de la IDE. Estimada mediante la metodología del estudio de acontecimientos.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 1: CARACTERÍSTICAS DE LA BASE DE DATOS Y VARIABLES UTILIZADAS EN EL ESTUDIO (continuación)

Variable de control	
DIST CUL	Distancia cultural. Medida mediante el Índice de Kogut y Sighn (1988) basado en las dimensiones de distancia cultural medidas por Hofstede (1980, 2001)
RGO PAÍS	Riesgo país del país receptor de la IDE medido mediante los índices de Euromoney
PIB Val.	Valor del PIB del país receptor, medido en \$ constantes de 1990
PIB Cr.	Tasa de crecimiento del PIB del país receptor
<i>Dummies</i> de año	Una variable <i>dummy</i> por cada año incluido en el período de estudio (1990-2003)
<i>Dummies</i> de empresa	Una variable <i>dummy</i> por cada empresa inversora incluida en la base de datos
Variables independientes	
Nombre de la variable	Descripción
EC	Empresa conjunta. Variable <i>dummy</i> . Toma el valor 1 cuando la IDE se realiza mediante una empresa conjunta
Adq.	Adquisición. Variable <i>dummy</i> . Toma el valor 1 cuando la IDE se realiza mediante una adquisición, sea ésta total o parcial
AT	Adquisición total. Variable <i>dummy</i> . Toma el valor 1 cuando la IDE se realiza mediante la adquisición del 100% del capital de una empresa localizada en el país receptor
AP	Adquisición parcial. Variable <i>dummy</i> . Toma el valor 1 cuando la IDE se realiza mediante la adquisición de un porcentaje inferior al 100% del capital de una empresa localizada en el país receptor

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 2: MATRIZ DE CORRELACIONES DE LAS VARIABLES UTILIZADAS EN EL TRABAJO

	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Adq.	1,0	-0,983***	0,246**	0,655***	0,072	-0,138	-0,072	0,080
2. EC	1,00	-0,242**	-0,672**	-0,046	0,155*	0,089	-0,074	
3. AT		1,00	-0,556	0,173*	0,132	-0,025	0,220**	
4. AP				1,00	-0,092	-0,233**	-0,057	-0,104
5. Rgo. País					1,00	0,345**	0,182*	0,576*
6. Dist. Cul.						1,00	0,156*	0,515*
7. PIB cr.							1,00	
8. PIB val.								0,084
Media	0,77	0,23	0,17	0,61	69,81	0,92	2,75	1282,00
Desv. Tipica	0,423	0,420	0,374	0,490	19,63	0,702	3,44	2355,92

Fuente: Elaboración propia.

3. RESULTADOS Y DISCUSIÓN DE LOS MISMOS

El cuadro 3 recoge los resultados de los diferentes modelos de regresión lineal múltiple planteados. En concreto, sobre cada una de las dos submuestras se han planteado tres modelos diferentes según las siguientes especificaciones: en el modelo (1) se han introducido únicamente las variables de control descritas en el apartado anterior de este trabajo; el modelo (2) incorpora una única variable relativa al modo de entrada elegido por la empresa inversora, considerando las adquisiciones conjuntamente en una sola categoría; por último, el modelo (3) recoge las variables relativas al modo de entrada diferenciando entre adquisiciones totales y parciales. La forma de incorporar las variables relativas al modo de entrada es incluyendo tales variables en el modelo excepto una de ellas que actúa como categoría de referencia. Así, en el modelo 2 al incluir la variable EC, la categoría que actúa como referencia es la de adquisiciones (considerada conjuntamente); mientras que en el modelo 3 la categoría que hace tal función es la de las adquisiciones parciales. Si bien el contraste de las hipótesis planteadas se lleva a cabo en el modelo (3), entendemos que la presentación de los otros dos modelos resulta de interés, por la información que los mismos recogen. Como medidas de la bondad del ajuste, en el cuadro se recogen los valores de los coeficientes de determinación corregidos (R^2_c).

Tomados en su conjunto, nuestros resultados resultan consistentes con la mayor parte de las predicciones planteadas en el epígrafe 2 de este trabajo.

En relación con el primer bloque de hipótesis planteado, nuestros resultados permiten confirmar las predicciones establecidas en la Hipótesis 2, si bien no las recogidas en la Hipótesis 1. Así, atendiendo a los resultados obtenidos en el modelo (3) aplicado sobre la muestra de primeras inversiones, observamos que las empresas conjuntas no crean de forma estadísticamente significativa un valor superior al de las adquisiciones totales cuando la empresa realiza la primera inversión en el

país: ambos modos de inversión son valorados de forma positiva y estadísticamente significativa por el mercado de valores, no resultando posible identificar diferencias entre ellos –no sólo el propio valor de los coeficientes, sino también la significación estadística alcanzada resultan muy similares–. Nos parecen particularmente interesantes, a tal efecto, los resultados recogidos en la columna (2)-primera, ya que cuando no se introduce la diferencia entre ATs y APs en el modelo, las empresas conjuntas sí reciben una valoración del mercado de valores superior de forma estadísticamente significativa a la de las adquisiciones. Este resultado esconde la reacción claramente diferenciada del mercado de valores ante procesos de adquisición total y parcial, apuntando a la necesidad de realizar tal distinción.

Por el contrario, el coeficiente positivo y estadísticamente significativo al 95% que presenta la variable AT en el modelo (3)-posterior permite confirmar que una vez realizada la primera inversión en el país, las adquisiciones totales constituyen una forma de inversión mejor valorada por el mercado que la creación de una empresa conjunta, lo que confirma sin lugar a dudas lo establecido en la Hipótesis 2 del trabajo. Este resultado confirma el hecho de que, una vez realizada la primera inversión en el país y, por tanto, una vez que la empresa inversora cuenta con cierto grado de experiencia y conocimientos sobre cómo desarrollar sus operaciones en el mismo, el mercado premia a las empresas que materializan sus inversiones mediante la adquisición total de una empresa localizada en el mercado receptor, garantizando, así, una aceleración de su proceso de expansión internacional.

En relación al segundo bloque de predicciones establecido, el relativo a las diferencias entre las adquisiciones totales y parciales, nuestros resultados, recogidos en las columnas (3)-primera y (3)-posterior, apuntan a la confirmación de las predicciones recogidas en la Hipótesis 3b, frente a las de la 3a; es decir, confirman una inferior valoración de las APs frente a las ATs en los dos escenarios planteados –la variable AT presenta un coeficiente positivo y estadísticamente significativo al 95% en ambos modelos–. En concreto, el valor de dicho coeficiente en la columna (3)-primera nos impide corroborar la existencia del denominado efecto *hostage* propio de las adquisiciones parciales que conduciría a que las mismas tuvieran una valoración similar a la de las empresas conjuntas cuando la empresa realiza su primera inversión en un determinado mercado. Muy al contrario, las APs parecen ser la forma peor valorada por el mercado cuando la empresa realiza su primera inversión en el mercado receptor y menos valorada que las ATs cuando la empresa realiza inversiones sucesivas en tal mercado, si bien en este caso no encontramos diferencias estadísticamente significativas respecto a la valoración que el mercado realiza de las APs y las ECs. Estos resultados confirman plenamente las predicciones planteadas en la Hipótesis 3b en la que se establecía una inferior valoración de las APs respecto de las ATs en los dos escenarios considerados y, por extensión, de lo recogido en la Hipótesis 1, una inferior valoración de las APs respecto a las ECs en el caso de la primera inversión realizada en el país receptor. Los resultados, confirman, por tanto, el papel que el socio local puede jugar como potenciador de los conflictos y costes inherentes a un proceso de adquisición internacional cuando ésta es parcial.

En relación con las variables de control consideradas, cabe mencionar que únicamente la relativa al tamaño del mercado del país receptor y al riesgo país al

que se expone la empresa al realizar la inversión resultan estadísticamente significativa en algunos de los modelos considerados. En concreto, y únicamente en la submuestra de inversiones posteriores, la primera de estas variables (PIB Val) presenta un signo positivo y estadísticamente significativo al 95% en todos los modelos estimados, mientras que la variable relativa al riesgo país muestra el signo contrario en todos los modelos, alcanzando una significación estadística del 90%, evidenciando el efecto positivo que el tamaño de la economía del país receptor ejerce sobre la valoración que el mercado de valores realiza de las inversiones realizadas por las empresas españolas, así como una superior influencia negativa del riesgo país inherente a la nación receptora cuando la empresa incrementa su exposición al mismo mediante la reiteración de IDEs en una misma nación.

Por lo que respecta a las variables año y empresa introducidas en los modelos, resulta particularmente interesante el signo negativo y estadísticamente negativo que algunas empresas de los sectores de Energía y Agua y Telecomunicaciones presentan en todos los modelos relativos a la muestra de inversiones posteriores; resultado que no se constata en la submuestra de primeras inversiones. También en esta misma submuestras se constata el signo negativo y estadísticamente negativo que presentan los coeficientes de determinados años; en concreto, los comprendidos entre 1995 y 1998, resultado, que al igual que en el caso anterior, no se constata en la muestra de primeras inversiones en el país receptor. Una explicación a estos resultados es el volumen particularmente elevado de IDEs identificadas en la segunda mitad de los 90, así como el hecho de que, tras este importante número de inversiones habidas en tal período, ha podido existir un comportamiento imitativo, bien por reacciones oligopolistas relacionadas por el mantenimiento del *statu quo* [Knickerbocker (1973)] o por consideraciones de legitimidad [DiMaggio y Powell (1983)]. De este modo, durante este período buena parte de las inversiones han podido estar inducidas por el hecho de que otras empresas se expandían en el exterior, más que por motivaciones internas. De hecho, en dicho período no sólo se observa un volumen particularmente elevado de inversiones, sino que se constata la reiteración de un tipo particular de inversión realizada por empresas de un muy reducido grupo de sectores (los sectores regulados) y en una misma región geográfica (Latinoamérica). En todo caso, durante este período se ha comprimido el proceso inversor en las industrias antes mencionadas y esto ha podido tener efectos negativos para las empresas que el mercado ha tenido en consideración. Tal y como señalan Vermeulen y Barkema (2002), existe un límite sobre el crecimiento que una empresa puede “digerir” en un determinado período de tiempo. Estos autores, apuntan a que un patrón de crecimiento estable puede traducirse en mayores beneficios para la empresa. De este modo, las inversiones más alejadas de la del período 1996-1999 han podido ser más valoradas por el mercado por la menor presencia de comportamiento imitativo y su mayor facilidad para ser asimiladas por la empresa.

Con todo, entendemos que la propia composición de la muestra de inversiones considerada puede ser uno de los factores subyacentes tras estos resultados. Así, en primer lugar, las inversiones identificadas en nuestra muestra han sido las realizadas por empresas españolas en el período comprendido entre 1990 y 2003. Dado que no es hasta 1988 que la emisión de IDE española se liberaliza, cabe

mencionar que tanto el número de empresas con presencia productiva en el extranjero, como el volumen económico de IDE emitida desde España antes de dicha fecha resultaba particularmente reducido. De hecho, el importante retraso con el que la economía española se ha incorporado de forma activa a los procesos de emisión de IDE ha motivado el que el mismo haya sido calificado en la literatura al respecto como un “*late investor*”; es decir, un país cuya implicación activa en los procesos de emisión de IDE se ha producido de forma muy tardía en relación a su grado de desarrollo económico. Al objeto de contrarrestar tal retraso, las empresas españolas se han implicado en un proceso de internacionalización mediante inversión exterior particularmente acelerado, permitiendo que en apenas 15 años el *stock* acumulado de IDE española se multiplicara por 10 [En Guillén (2005) se recoge de forma detallada el auténtico *boom* experimentado por la IDE española desde el comienzo de la década de los 90¹¹]. Cabe pensar que, en estas circunstancias, el mercado haya valorado de forma especialmente positiva aquellos procesos que favorezcan la internacionalización más rápida de la empresa; es decir, las adquisiciones totales, incluso cuando la empresa carece de conocimientos y experiencia en el mercado receptor; es decir, incluso como fórmula para materializar la primera inversión en un determinado país receptor.

Una segunda característica particular de nuestra muestra de IDEs es el elevado peso que las empresas de sectores que podemos catalogar como regulados –Telecomunicaciones, Energía y Agua, Finanzas y Petróleo, fundamentalmente– tienen en la misma. Estas empresas han basado buena parte de sus proyectos de expansión internacional en el aprovechamiento de las oportunidades surgidas de los procesos de liberalización y privatización de empresas públicas en determinadas regiones (en particular, en América Latina¹²). Tales procesos no pueden ser materializados si no a través de una adquisición, sea ésta total o parcial, en función del porcentaje de capital privatizado y de que la empresa adquirente acuda al proceso en solitario o compartiendo la inversión con otras empresas, es decir, realizando lo que se conoce como una adquisición compartida. También este hecho puede estar contribuyendo, por tanto, a una superior valoración de los procesos de adquisición, aun cuando la empresa no cuente con experiencia inversora previa en el país receptor.

(11) Cabe mencionar a este respecto, que en estos 15 años se ha concentrado tal volumen de IDE realizada por empresas españolas que nuestro país ha pasado de ser un receptor neto de la inversión extranjera a principios del período, a ser una de las naciones con mayor peso inversor a nivel mundial a finales del mismo [véanse datos agregados de la IDE española en UNCTAD (2004)].

(12) Buena parte de los procesos de IDE de empresas españolas que a día de hoy son grandes multinacionales, como Telefónica, Repsol, Endesa, Iberdrola, Aguas de Barcelona, el BBVA y el BSCH, entre otras, se han materializado mediante la adquisición de empresas privatizadas en esta región.

Cuadro 3: RESULTADOS DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LINEAL MÚLTIPLE ESTIMADOS

	Valores de los coeficientes B (error <i>standard</i>)					
	1ª IDE en el país (N = 114)	IDEs posteriores en el país (N = 54)				
	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)			
EC		0,008** (0,004)	0,011** (0,004)	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)
AT			0,014** (0,005)		-0,020 (0,316)	-0,022 (0,19) 0,030** (0,017)
DIST CUL	-0,001 (0,003)	-0,002 (0,003)	-0,003 (0,003)	-0,021 (0,011)	-0,021 (0,011)	-0,025 (0,011)
RGO PAÍS	0,000 (0,000)	8,38 10 ⁻⁵ (0,000)	8,44 10 ⁻⁵ (0,000)	-0,001* (0,001)	-0,001* (0,001)	-0,001* (0,001)
PIB Cr.	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	8,22 10 ⁻⁵ (0,001)	0,000 (0,003)	0,001 (0,003)	0,001 (0,002)
PIB Val.	1,11 10 ⁻⁷ (0,000)	2,84 10 ⁻⁷ (0,000)	1,62 10 ⁻⁷ (0,000)	8,8 10 ^{-6**} (0,000)	8,7 10 ^{-6**} (0,000)	6,9 10 ^{-6**} (0,000)
<i>Dummies</i> año	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas
<i>Dummies</i> empresa	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas	Incluidas
Bondad ajuste	R ² _c = 0,16	R ² _c = 0,18	R ² _c = 0,23	R ² _c = 0,67	R ² _c = 0,68	R ² _c = 0,70

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

Fuente: Elaboración propia.

4. CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo consiste en analizar el valor generado por los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas, abordando aspectos hasta ahora no considerados en la literatura al respecto. Así, desde el marco de estudio ofrecido por la Teoría de Costes de Transacción se analiza la valoración que el mercado de capitales realiza de dos formas de inversión tradicionalmente tratadas por la literatura como fórmulas alternativas para acceder a recursos específicos del país receptor: las empresas conjuntas y las adquisiciones. A tal efecto, una primera novedad de este trabajo consiste en la consideración de las adquisiciones parciales como una fórmula diferenciada de las adquisiciones totales y de las empresas conjuntas.

Una segunda novedad consiste en incorporar al análisis determinados aspectos dinámicos relacionados con el proceso de inversión exterior, y más en concreto, el papel que la experiencia acumulada por la empresa en un determinado país receptor, consecuencia de la realización de inversiones previas en el mismo, juega sobre la valoración que el mercado realiza de cada una de las fórmulas de inversión consideradas.

Basándonos en el mencionado marco teórico, planteamos una superior valoración por parte del mercado de las empresas conjuntas frente a las adquisiciones totales como fórmula para llevar a cabo la primera inversión de la empresa en un determinado país. Así, en circunstancias en las que la empresa carece de conocimiento y experiencia sobre la nación receptora, cabe esperar que el mercado premie la flexibilidad de las empresas conjuntas frente al compromiso más difícilmente reversible que suponen las adquisiciones. Adicionalmente, la falta de experiencia relativa a dicho mercado receptor incrementa notablemente los costes *ex ante* y *ex post* inherentes a un proceso de adquisición. Por el contrario, una vez que la empresa cuenta con experiencia y conocimientos relativos al mercado local, derivados de la realización de inversiones previas en el mismo, los costes inherentes al proceso de adquisición disminuyen notablemente; en este contexto, el mercado valorará en mayor medida la aceleración del proceso de internacionalización que proporcionan las adquisiciones que la flexibilidad de las empresas conjuntas.

En relación con las adquisiciones parciales se han recogido dos planteamientos totalmente enfrentados: de un lado, la potencial existencia de un efecto *hostage* que favorecería que este modo de entrada resultara mejor valorado que la realización de una adquisición total como fórmula de implantación en la primera inversión. De igual forma, las ventajas del efecto *hostage* propias de la adquisición parcial dejarían de ser relevantes una vez que la empresa cuente con experiencia en el mercado receptor, haciendo que el mercado premie los procesos de adquisición total sobre los de adquisición parcial. Del otro, planteamos el efecto potenciador del conflicto derivado de la presencia de un socio en el capital de la empresa adquirida, el cual conduce a una inferior valoración de las adquisiciones parciales respecto de las totales, en cualquier escenario considerado.

Al objeto de desarrollar dicho análisis, se construyó, en primer lugar, una base de datos en la que se recogen los procesos de IDE materializados mediante empresas conjuntas y adquisiciones totales y parciales realizados por empresas

españolas admitidas a cotización oficial durante el período 1990-2003, ambos inclusive. A continuación se estimó la denominada rentabilidad anormal asociada al anuncio de cada una de esas inversiones y posteriormente se estimaron diversos modelos de regresión lineal múltiple en los que la variable independiente es tal valoración o rentabilidad anormal.

Nuestros resultados han permitido contrastar la mayor parte de las predicciones realizadas: así, en primer lugar, se constata la superior valoración que el mercado realiza de las ATs como fórmula de inversión una vez que la empresa cuenta con conocimientos y experiencia en el mercado receptor, evidenciando las ventajas que esta alternativa relativas a la aceleración del proceso de internacionalización de la empresa. Parece, por tanto, que la familiaridad y el conocimiento sobre el mercado receptor que los procesos de inversión previos proporcionan a la empresa, facilitan la reducción de los costes inherentes a un proceso de adquisición. Ello se traduce en que el mercado prima las adquisiciones como fórmula para acelerar el proceso de inversión de la empresa, una vez que la misma ha acumulado dicha experiencia. No resulta posible constatar, no obstante, el papel de las empresas conjuntas como fórmula mejor valorada para la realización de la primera inversión en un determinado mercado receptor; así, si bien esta fórmula recibe una valoración positiva por parte del mercado de valores, tal valoración no difiere de forma estadísticamente significativa de la de las ATs.

Nuestros resultados evidencian, asimismo, el papel que la permanencia de un socio en el capital de la empresa adquirida juega como potenciador de los conflictos, y por tanto de los costes, inherentes a un proceso de adquisición; así, lejos de constatar la existencia de un efecto *hostage* vinculado a la realización de una adquisición parcial que dotara a esta fórmula de ventajas similares a las de una empresa conjunta cuando la empresa realiza su primer proyecto de inversión en un determinado mercado receptor, las APs se erigen como la fórmula peor valorada por el mercado en tal escenario, resultando, asimismo, peor valorada que las ATs cuando la empresa ya cuenta con experiencia en el mercado receptor. Los resultados apuntan a las adquisiciones parciales como la fórmula menos deseable para materializar una IDE, susceptible de utilización por parte de la empresa inversora únicamente cuando ninguna de las otras alternativas resulta viable.

En este sentido, las particularidades de la muestra de inversiones utilizada en este trabajo pueden estar condicionando los resultados obtenidos; y, más en concreto, la positiva valoración que adquisiciones totales reciben como fórmulas para materializar la primera inversión de una empresa en un determinado país. Así, tras la positiva valoración de los procesos de adquisición aún cuando la empresa carece de experiencia en el mercado receptor pueden subyacer diferentes explicaciones. En primer lugar, el elevado peso en la muestra de empresas que compiten en sectores regulados y han articulado buena parte de su proceso de internacionalización sobre la base de aprovechar los procesos de privatización de empresas públicas que han tenido lugar en determinadas regiones a los que, lógicamente, sólo se puede acceder mediante adquisiciones. En segundo, la necesidad de compensar el tradicional retraso inversor adolecido por nuestra economía hasta principios de la década de los 90.

Resulta particularmente importante resaltar que el trabajo aquí presentado analiza la valoración que el mercado de capitales realiza *ex ante* del anuncio relativo a la realización de una inversión directa en el exterior; es decir, la valoración *a priori* de las repercusiones de la IDE sobre el valor de la empresa inversora. Dicha valoración aproxima las rentas netas que la empresa espera obtener, en su caso, fruto de la realización de dicha inversión. No obstante, tal valoración *ex ante* no garantiza la efectiva generación de tales rentas en el futuro. Es por ello que consideramos de especial interés la realización de un análisis *ex post* relativo a la valoración de estas inversiones, al objeto de contrastar la convergencia de los resultados de ambos tipos de valoración.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agarwal, S. y Ramaswami, S.N. (1992): "Choice of foreign market entry mode form. The impact of ownership, location and internalization", *Journal of International Business Studies*, vol. 1st qt., págs. 1-27.
- Anderson, E. y Gatignon, H. (1986): "Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositionss", *Journal of International Business Studies*, vol. 17, n.º 3, págs. 1-26.
- Balakrishnan, S. y Koza, M. (1993): "Information asymmetry, adverse selection and joint ventures: Theory and evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 20, págs. 99-117.
- Barkema, H.G. y Vermeulen, F. (1998): "International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective", *Academy of Management Journal*, vol. 47 (1), págs. 7-26.
- Brouthers, K.D. y Brouthers, L.E. (2000): "Acquisiton or greenfield start-up? Institutional culture and transactioncost influences", *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 89-97.
- Brouthers, K.D. y Brouthers, L.E. (2003): "Transaction cost enhanced entry mode choices and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 24, págs. 1239-1248.
- Brown, S. J. y Warner, J. (1985): "Using daily stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, págs. 3-31.
- Buckley, P. J. y Casson, M. (1976): *The future of the multinational enterprise*, McMillan, London.
- Chang, S.J. y Rosenzweig, P.M. (2001): "The choice of entry mode in sequential foreign direct investment", *Strategic Management Journal*, vol. 22, págs. 747-776.
- Chen, H. y Hennart, J.F. (2004): "A hostage theory of joint ventures: why do Japanese investors choose partial over full acquisitions?", *Journal of Business Research*, vol. 57, págs. 1126-1134.
- Chen, H. y Hu, M.Y. (2002): "An analysis of determinants of entry mode and its impact on performance", *International Business Review*, vol. 11, págs. 193-210.
- DiMaggio, P. J. y W. W. Powell (1983): "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, vol. 48, April, págs. 147-160.
- Dodd, P. y Warner, J. (1983): "On corporate governance: A study of proxy contests", *Journal of Financial Economics*, vol.11, págs. 401-438.
- Eramilli, M.K. y Rao, C.P. (1993): "Service firm`s international entrymode choice: A modified transaction cost approach", *Journal of Marketing*, vol. 57, págs. 19-38.

- 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), págs. 111-134.
- Gatignon, H. y Anderson, E. (1988): "The multinational corporation degree of control over subsidiaries: An empirical test of a transaction cost explanation", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4, págs. 305-336.
- Greene, W. (1990): *Econometric analysis*, Prentice Hall, New Jersey.
- Guillén, M.F. (2005): *The rise of the Spanish multinational firm: European business in the global economy*, Cambridge University Press, Cambridge (Traducción al castellano (2006): "El auge de la empresa multinacional española", Marcial Pons, Madrid.
- Hennart, J.F. (1982): *A theory of multinational enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan.
- Hennart, J.F. (1988): "A transaction cost theory of equity joint ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 9, págs. 361-374.
- Hennart, J.F. (1991): "The transaction cost theory of joint ventures: An empirical study of Japanese subsidiaries in the United States", *Management Science*, vol. 37, págs. 483-497.
- Hennart, J.F. y Larimo, P. (1998): "The impact of culture on the strategy of multinational enterprises: Does national origin affect ownership decisions?", *Journal of International Business Studies*, vol. 29 (3), págs. 515-538.
- Hennart, J.F. y Park, Y.R. (1993): "Greenfield vs acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States", *Management Science*, vol. 39, September, págs. 1054-1070.
- Hennart, J.F. y Reddy, S. (1997): "The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States", *Strategic Management Journal*, vol. 18, págs. 1-12.
- Hennart, J.F. y Reddy, S. (2000): "Digestibility and asymmetric information in the choice between acquisitions and joint ventures: Where's the beef?", *Strategic Management Journal*, vol. 21 (2), págs. 191-194.
- Hofstede, G. (1980): *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Beverly Hills, Newbury Park, Sage.
- Hofstede, G. (2001): *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Beverly Hills, Sage, 2ª ed.
- 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, n.º 1, págs. 23-32.
- Johanson, J. y Wiedersheim-Paul, F. (1975): "The internationalization of the firm—four Swedish cases", *Journal of Management Studies*, vol. October, págs. 305-322.
- Kim, W.C. y Hwang, P. (1992): "Global strategy and multinational's entry mode choice", *Journal of International Business Studies*, vol. 1ª qt., págs. 29-53.
- Knickerbocker F. T. (1973): *Oligopolistic reaction and multinational enterprise*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Kogut, B. (1991): "Joint ventures and the option to expand and acquire", *Management Science*, vol. 37, págs. 19-33.
- Kogut, B. y Kulatilaka, N. (1994): "Options thinking and platform investments: Investing in opportunity", *California Management Review*, vol. 36 (2), págs. 52-71.
- Kogut, B. y Singh, H.(1988): "Entering the United States by joint venture: competitive rivalry and industry structure", en Contractor, F.J. y P. Lorange (eds.): *Cooperative Strategies in International Business*, Lexington: Lexington Books.

- López-Duarte, C. y García-Canal, E. (2002): "Adverse selection and the choice between joint-ventures and acquisitions: Evidence from Spanish firms", *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, vol. 158 (2), págs. 304-324.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (1997): "Event studies in management research: Theoretical and empirical issues", *Academy of Management Journal*, vol. 40 (3), págs. 626-657.
- Padmanabhan, P. y Cho, K.R. (1996): "Ownership strategy for a foreign affiliate: An empirical investigation of Japanese firms", *Management International Review*, vol. 36, págs. 45-65.
- Real Decreto 672/1992 sobre inversiones directas en el exterior.
- Real Decreto 664/1999 sobre inversiones exteriores.
- Real Decreto RD 1080/1991 sobre territorios considerados paraísos fiscales.
- Reuer, J.J. y Koza, M.P. (2000): "On lemons and indigestibility: resource assembly through joint ventures", *Strategic Management Journal*, vol. 21 (2), págs.195-197.
- Sharpe, S. (1964): "Capital asset pricing: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, vol. 19, págs. 425-442
- Taylor, C.R.; Zou, S. and G.E. Osland (1998): "A transaction cost perspective on foreign market entry strategies of US and Japanese firms", *Thunderbird International Business Review*, vol. 40(4), págs. 389-412.
- Teece, D.J. (1976): *The multinational corporation and the resource cost of International Technology Transfer*, Cambridge: Ballinger.
- Teece, D.J. (1977): "Technology transfer by multinational firms: The resource cost of transferring technological know-how", *Economic Journal*, vol. 87, págs. 242-261.
- UNCTAD (2004): *World investment report*, UNCTAD.
- Vermeulen, F. y Barkema, H. (2002): "Pace, rhythm, and scope: process dependence in building a profitable multinational corporation", *Strategic Management Journal*, vol. 23, págs. 637-650.
- Woodcock, C. P.; Beamish, P. W. y Makino, S. (1994): "Ownership-based entry mode strategies and international performance", *Journal of International Business Studies*, vol. 2, Quarter, págs. 253-273.

Fecha de recepción del original: diciembre, 2005

Versión final: marzo, 2007

ABSTRACT

This paper analyses the stock market reaction to foreign direct investments (FDI), particularly to international joint ventures and international total and partial acquisitions. The influence of the firm's accrued experience in the host country on the stock market reaction to different entry modes is analysed, Transaction Cost being the theoretical framework used to develop our analysis. In addition, in order to analyze the particular features of partial acquisitions, the "hostage theory" of joint ventures has been used. Our results show that total acquisitions are the entry mode best valued once the investing firm has accrued experience in the host market. They also show that the presence of a partner in the acquisition process increases problems and costs related to the FDI process.

Key words: Foreign direct investment, joint venture, acquisitions, stock market reaction.

JEL classification: F21, F21, D74, G34.