

# CONTRIBUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN A LOS RESULTADOS DE LA EMPRESA MANUFACTURERA ESPAÑOLA (\*)

Raquel GARCÍA-GARCÍA

*The Open University*

Esteban GARCÍA-CANAL

*Universidad de Oviedo*

Mauro F. GUILLÉN

*Universidad de Pennsylvania*

## Resumen

En el presente trabajo se analiza la expansión internacional reciente mediante Inversión Directa en el Exterior (IDE) de las empresas manufactureras españolas cotizadas y el impacto que esta ha tenido en su rentabilidad. Los resultados obtenidos indican que no hay una relación significativa entre el número de países hacia donde se expande la empresa manufacturera y su rentabilidad económica. No obstante, en el caso de la rentabilidad de mercado la relación sigue un patrón en forma de U invertida. Asimismo, se observa que aquellas empresas que realizan un mayor porcentaje de sus inversiones en solitario generan mayores expectativas de creación de valor en los mercados de capitales.

*Palabras clave:* internacionalización, rentabilidad, industria manufacturera española, datos de panel, endogeneidad.

## Abstract

The present study analyzes the recent international expansion through Foreign Direct Investment (FDI) of listed Spanish manufacturing firms and its impact on their performance. Our findings suggest that there is no significant relationship between the number of countries where a manufacturing firm is established and its return on assets. Nonetheless, in the case of market performance the relationship shows an inverted U-shaped pattern. In addition, it can be observed that those companies which carry out the bulk of their investments through wholly-owned subsidiaries generate higher expectations of value creation in capital markets.

*Key words:* internationalization, performance, Spanish manufacturing industry, panel data, endogeneity.

*JEL classification:* C33, C36, F23, L60.

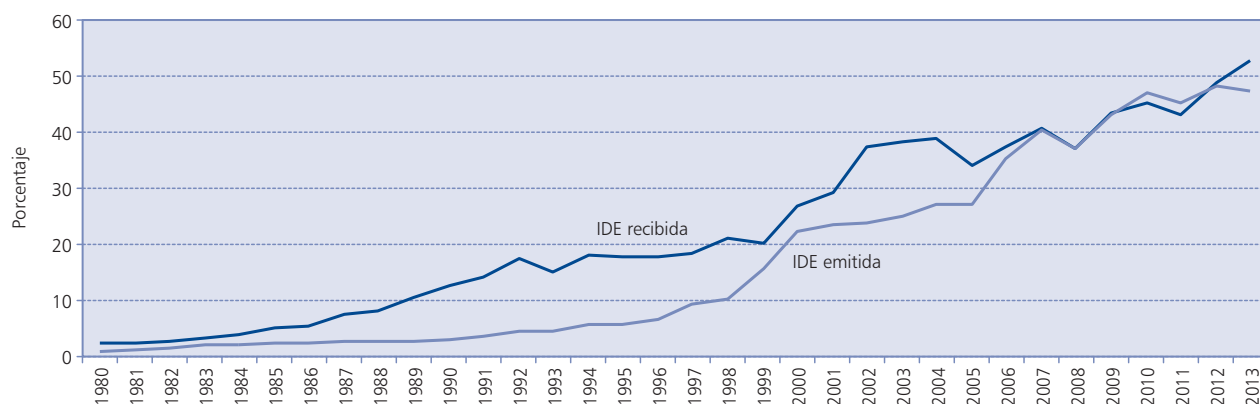
## I. INTRODUCCIÓN

La entrada de España en la Comunidad Económica Europea (CEE) el 1 de enero de 1986 precipitó un notable cambio en la estrategia de inversión de las empresas españolas. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el stock de Inversión Directa en el Exterior (IDE) española emitida apenas suponía el 0,85 por 100 del PIB en 1980, cifra que se incrementó hasta el 2,43 por 100 en 1986 y que en el año 2000 ya suponía el 22,26 por 100, alcanzando su máximo en 2012 con un 48,16 por 100 y disminuyendo levemente en 2013 a un 47,41 por 100. Además, el gráfico evidencia que el periodo 2009-2013 se caracterizó por un elevado stock de IDE emitida, la cual llegó incluso a superar a la recibida durante los años 2010 y 2011 (1).

Este es uno de los rasgos característicos de la internacionalización de la empresa española: la aceleración del proceso, pues el grueso de las inversiones se ha realizado en un periodo de tiempo relativamente corto. Esta característica ha conducido a otra, que es el predominio de los modos de ex-

pansión basados en el crecimiento externo: alianzas y adquisiciones (García-Canal *et al.*, 2007; García-Canal *et al.*, 2012), en vez de la creación de filiales, que es el modo por defecto considerado por la literatura (por ejemplo Caves, 1982). El resto de características típicas del proceso de internacionalización de la empresa española son su elevada concentración en términos de empresas, sectores y regiones de destino de la inversión (Durán-Herrera, 1987 y 1989; García-Canal *et al.*, 2007; García-Canal *et al.*, 2012; Guillén, 2005). En efecto, el conjunto de empresas que se puede decir que están plenamente internacionalizadas es reducido. En su mayor parte se corresponde con empresas que cotizan en Bolsa, si bien no todas las empresas cotizadas están internacionalizadas. Aunque su número ha ido aumentando recientemente, la mayor parte de estas empresas no ha completado su proceso de internacionalización, que se ha visto truncado en cierta medida por la reciente crisis económica. La última peculiaridad del proceso es la concentración geográfica del destino de las inversiones, puesto que el 61,1 por 100 se concentra en la Unión Europea y Latinoamérica (García-Canal *et al.*, 2012).

GRÁFICO 1  
STOCK DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: UNCTAD.

Por todas estas características de la empresa española —crecimiento acelerado, concentración geográfica y predominio del crecimiento externo—, resulta interesante analizar cuál ha sido el efecto de su proceso de internacionalización en sus resultados, medidos tanto a partir de los estados contables de la empresa como de la valoración que los mercados de capitales realizan de las acciones de la empresa y que descuentan las expectativas de beneficios futuros. Este es precisamente el objetivo de este trabajo, con el que se contribuye, además, a una línea de investigación de gran tradición en la literatura sobre Dirección Internacional que presenta resultados muy poco concluyentes hasta el momento. El análisis de la empresa industrial española aporta nuevas evidencias que contribuyen a analizar esta relación en el contexto de procesos de internacionalización acelerada, muy habituales en los países emergentes (Guillén y García-Canal, 2009).

Como fuente de evidencia empírica se utiliza la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, desarrollada bajo el patrocinio del Instituto Español de Comercio Exterior, ICEX (véase Guillén y García-Canal, 2007). Esta base de datos recoge información acerca de las operaciones realizadas en el extranjero por empresas españolas durante el periodo 1986-2010. Entre otros datos, comprende información tanto del destino de las operaciones como del modo de entrada utilizado, atendiendo al sector en el que operan las empresas. Esta información se complementa con otras fuentes de información se-

cundaria, como COMPUSTAT, DATASTREAM, los informes financieros disponibles en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y las páginas web de las propias empresas. Por razones de disponibilidad de información financiera y por contar con empresas con procesos de internacionalización avanzados nos concentraremos en las empresas industriales cotizadas en la Bolsa de Madrid.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en la sección II se hace una revisión de la literatura sobre el efecto de la expansión internacional en los resultados empresariales, poniendo especial atención en los estudios que utilizan muestras de empresas españolas. En la sección III se explica en detalle la metodología utilizada para realizar nuestro estudio y en la sección IV se presentan los resultados obtenidos. Finalmente, en la sección V se enumeran las principales conclusiones extraídas.

## II. EL EFECTO DE LA INTERNACIONALIZACIÓN EN LOS RESULTADOS

La relación entre el grado de internacionalización de las empresas y su rentabilidad ha atraído la atención de numerosos investigadores a lo largo de los años. No obstante, los resultados aún no son concluyentes, como se puede apreciar en el cuadro n.º 1.

Aunque algunos estudios argumentan que no existe una relación entre ambas variables (Hennart,

CUADRO N.º 1

## PRINCIPALES ESTUDIOS SOBRE LA RELACIÓN INTERNACIONALIZACIÓN-RESULTADOS

Relación	Principales autores	País de origen	Medida de rendimiento
No existe relación	Hennart (2007) .....	N.A. (estudio teórico)	N.A. (estudio teórico)
	Kumar (1984) .....	Reino Unido	Rentabilidad de las ventas y económica
	Morck y Yeung (1991) .....	Estados Unidos	$q$ de Tobin
Lineal positiva	Grant <i>et al.</i> (1988) .....	Reino Unido	Crecimiento de las ventas y diversas medidas contables de rentabilidad
	Mas-Ruiz <i>et al.</i> (2002) .....	España	Rendimientos anormales acumulados
	Qian (2002) .....	Estados Unidos	Rentabilidad de las ventas
	Ramírez-Alesón y Espitia-Escuer (2001) .....	España	$q$ de Tobin
	Vernon (1971) .....	Estados Unidos	Rentabilidad de las ventas y económica
Lineal negativa	Click y Harrison (2000) .....	Estados Unidos	$q$ de Tobin
	Collins (1990) .....	Estados Unidos	Diversas medidas de rentabilidad de mercado
	Michael y Shaked (1986) .....	Estados Unidos	Rentabilidad de mercado (índices de Sharpe, Treynor y Jensen)
En forma de U	Capar y Kotabe (2003) .....	Alemania	Rentabilidad de las ventas
	Contractor <i>et al.</i> (2007) .....	India	Diversas medidas contables de rentabilidad
	Lu y Beamish (2001) .....	Japón	Rentabilidad económica y de las ventas
	Qian (1997) .....	Estados Unidos	Rentabilidad económica y financiera
	Ruigrok y Wagner (2003) .....	Alemania	Rentabilidad económica y ratio de costes operativos sobre ventas
	Thomas (2006) .....	México	Rentabilidad de las ventas
En forma de U invertida	Allen y Pantzalis (1996) .....	Estados Unidos	Exceso de valor de mercado como <i>proxy</i> de la $q$ de Tobin
	Geringer <i>et al.</i> (1989) .....	Estados Unidos y Europa	Rentabilidad de las ventas y económica
	Goerzen y Beamish (2005) .....	Japón	Diversas medidas contables de rentabilidad
	Hitt <i>et al.</i> (1997) .....	Varios	Diversas medidas contables de rentabilidad
	Ramaswamy (1995) .....	Estados Unidos	Rentabilidad económica
En forma de S	Benito Osorio (2011) .....	España	Rentabilidad económica y financiera
	Contractor <i>et al.</i> (2003) .....	Varios	Rentabilidad de las ventas y económica
	Li (2005) .....	Estados Unidos	Rentabilidad de las ventas
	Lu y Beamish (2004) .....	Japón	Rentabilidad económica y $q$ de Tobin
	Oh y Contractor (2014) .....	Estados Unidos	Diversas medidas de rentabilidad contable y de mercado
	Riahi-Belkhoui (1998) .....	Estados Unidos	Rentabilidad económica
	Rugman y Oh (2010) .....	Estados Unidos	$q$ de Tobin
	Ruigrok <i>et al.</i> (2007) .....	Suiza	Rentabilidad económica
	Thomas y Eden (2004) .....	Estados Unidos	Diversas medidas de rentabilidad contable y de mercado
En forma de M	Almodóvar y Rugman (2014). Lee (2013) .....	España Corea del Sur	Rentabilidad de las ventas Rentabilidad financiera y de las ventas

2007; Kumar, 1984; Morck y Yeung, 1991), los primeros trabajos en este ámbito tienden a encontrar relaciones lineales, tanto positivas (Grant *et al.*, 1988; Mas-Ruiz *et al.*, 2002; Qian, 2002; Ramírez-Alesón y Espitia-Escuer, 2001; Vernon, 1971) como negativas (Click y Harrison, 2000; Collins, 1990; Michael y Shaked, 1986). Para estos autores, estar presente en el extranjero supone unos costes o beneficios que prevalecen a lo largo de todo el proceso

de internacionalización. De acuerdo con las teorías vigentes en el ámbito de la Dirección Internacional, y en línea con lo argumentado por la Teoría de Recursos y Capacidades, las empresas cuentan con experiencia doméstica y otro tipo de ventajas competitivas que pueden explotar en el extranjero (Barney, 1991 y 2001; Buckley y Casson, 1976; Dunning, 1993; Kirca *et al.*, 2011; Kogut y Zander, 1993). En este sentido, gracias a la explotación de

sus recursos y capacidades más allá de las fronteras de su país de origen, las empresas pueden obtener una mayor rentabilidad. Adicionalmente, mediante la localización en otros países, las multinacionales son capaces de acceder a nuevos recursos ubicados en el exterior y/o perfeccionar los que ya tienen como consecuencia de la exposición a un nuevo entorno competitivo. Otra de las ventajas de ampliar el número de mercados donde las empresas desarrollan su actividad es que ello facilita que alcancen la masa crítica necesaria para obtener economías de escala y gama (Deeds y Hill, 1998; Grant *et al.*, 1988; Lu y Beamish, 2004). No obstante, su expansión en el extranjero también conlleva, normalmente, que deban enfrentarse a diversos costes y dificultades. El establecimiento de filiales en el exterior implica acometer elevadas inversiones, de las cuales un porcentaje mayoritario se corresponde con costes hundidos, que tardan en recuperarse y materializarse en la cuenta de resultados (Helpman *et al.*, 2004; Laborda y Salas, 2010; Merino, 2012). Además, en numerosas ocasiones las multinacionales deben tratar de superar la *desventaja del extranjero*, es decir, el desconocimiento del mercado de destino, que las sitúa en una posición de desventaja competitiva frente a las empresas locales (Hymer, 1960; Zaheer, 1995). Esta situación se ve agravada cuando también carecen de contactos relevantes en el país, una desventaja comúnmente denominada *liability of outsidership* (Johanson y Vahlne, 2009).

Debido a las cuestionables implicaciones que puede tener para la gestión empresarial argumentar en favor de una relación lineal estricta, análisis más recientes han tratado de conciliar resultados previos, lo cual ha sido posible gracias al progresivo refinamiento de las técnicas de estimación empleadas. De este modo, comienzan a observarse relaciones no lineales entre las dos variables cuya lógica también radica en los costes y beneficios derivados de la expansión internacional (Cardinal *et al.*, 2011). Concretamente, la evidencia empírica obtenida en algunos trabajos apunta a una relación en forma de U (Capar y Kotabe, 2003; Contractor *et al.*, 2007; Lu y Beamish, 2001; Qian, 1997; Ruigrok y Wagner, 2003; Thomas, 2006), donde las desventajas que originan la pendiente negativa inicial pueden superarse conforme la empresa adquiere experiencia internacional. Por el contrario, otros demuestran que esta relación tiene una forma de U invertida (Allen y Pantzalis, 1996; Geringer *et al.*, 1989; Goerzen y Beamish, 2005; Hitt *et al.*, 1997; Ramaswamy, 1995). Para ellos, los beneficios de la internacionalización que dan

lugar a la pendiente negativa inicial acaban siendo neutralizados por el aumento de la complejidad y los costes de control en la gestión de la empresa, lo cual provoca una reducción en la rentabilidad (Contractor *et al.*, 2003; Geringer *et al.*, 1989; Ruigrok *et al.*, 2007; Siddarthan y Lall, 1982; Tallman y Li, 1996). Esta situación se ve agravada cada vez que las empresas traspasan las fronteras de una región, pues ello incrementa la dificultad en la transferencia de sus ventajas competitivas (Rugman y Verbeke, 2007).

Las últimas evidencias empíricas apuntan a la existencia de una relación con forma de S horizontal, que permite integrar las explicaciones teóricas que originan los dos patrones comentados anteriormente (Benito Osorio, 2011; Contractor *et al.*, 2003; Li, 2005; Lu y Beamish, 2004; Oh y Contractor, 2014; Riahi-Belkhoui, 1998; Rugman y Oh, 2010; Ruigrok *et al.*, 2007; Thomas y Eden, 2004). La relación sería inicialmente negativa, debido a la disminución en la rentabilidad sufrida por las empresas al comienzo de su internacionalización, que daría paso a un segundo tramo con una pendiente positiva una vez que la acumulación de experiencia internacional y la consecución de economías de escala y gama permiten superar la desventaja del extranjero. No obstante, continuar invirtiendo en el extranjero más allá de un determinado umbral vuelve a dañar sus resultados, iniciándose un último tramo con pendiente negativa, una vez que las empresas se expanden hacia países cada vez más distantes no solo en términos geográficos, sino también culturales, económicos y políticos (Rugman y Oh, 2010).

Tomando como base la forma de S horizontal, los estudios que utilizan muestras de *international new ventures* o *born globals* (empresas que se internacionalizan poco después de su creación) encuentran patrones en forma de M (Almodóvar y Rugman, 2014; Lee, 2013). La pendiente positiva inicial está relacionada con la explotación de una oportunidad en el extranjero que hace aumentar sus ventas. Sin embargo, su falta de preparación para operar a escala internacional provoca que en el largo plazo sus resultados se reduzcan, dando lugar a la ya mencionada forma de S horizontal.

Así pues, los resultados de la literatura reciente, tomados en su conjunto, evidencian que la relación entre el grado de internacionalización de las empresas y su rentabilidad no es lineal, sino que varía dependiendo de la fase de internacionalización en que se encuentre la multinacional.

### III. METODOLOGÍA

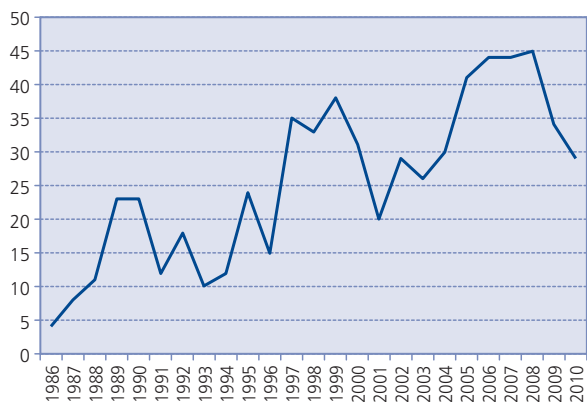
#### 1. Descripción de la muestra

Con el objetivo de estimar la relación entre internacionalización y resultados empresariales, hemos utilizado una muestra compuesta por todas las empresas manufactureras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en 1990, con datos de panel relativos al periodo comprendido entre 1986 y 2010. La información financiera de las empresas ha sido consultada en las bases de datos de COMPUSTAT y DATASTREAM, así como en los informes anuales de las compañías y/o sus propias páginas web. La información relativa a su actividad internacional ha sido obtenida de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas, desarrollada bajo el patrocinio del Instituto Español de Comercio Exterior, ICEX (véase Guillén y García-Canal, 2007). De las operaciones recogidas en esta base se han considerado únicamente las operaciones de IDE, es decir, aquellas en que se materializan en la creación o adquisición de una sociedad en el exterior. Esta muestra es especialmente apropiada para el estudio llevado a cabo, puesto que el año 1986 marcó el inicio del auge de la expansión exterior de las empresas españolas, debido a la entrada de España en la CEE, siendo las empresas cotizadas (junto con un reducido grupo de empresas familiares) quienes iniciaron el proceso de expansión internacional.

A partir de este momento, tal como se muestra en los gráficos 2 y 3, tanto los flujos de operaciones de IDE (número de operaciones en el extranjero realizadas por empresas de la muestra en el año  $t$ ) como la intensidad inversora de las empresas manufactureras españolas cotizadas (medida a través del número medio de operaciones de IDE realizadas por las empresas inversoras de la muestra en el año  $t$ ) muestran una tendencia creciente.

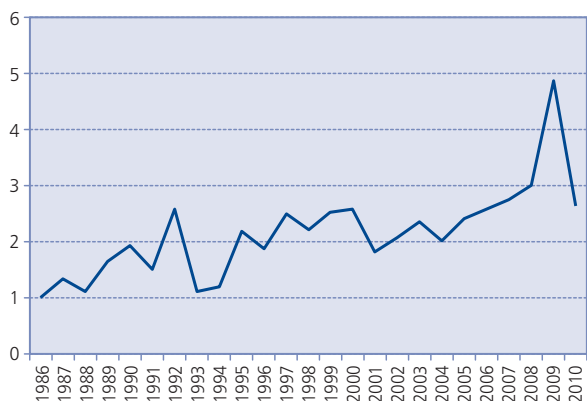
En el gráfico 4 se recogen las principales regiones donde este tipo de compañías ha establecido sus operaciones. De acuerdo con la evidencia empírica obtenida en trabajos previos (Alonso, 1991; Durán-Herrera, 1987 y 1989; Galán-Zazo y González-Benito, 2001; García-Canal *et al.*, 2012; Ramírez-Alesón *et al.*, 2006; Suárez-Zuloaga, 1995), se aprecia que las empresas manufactureras tienden a concentrar su actividad en dos áreas geográficas: Unión Europea y Latinoamérica, donde son menos propensas a sufrir efectos negativos derivados de establecer una presencia internacional. De acuerdo

GRÁFICO 2  
FLUJO DE OPERACIONES DE IDE  
DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS  
ESPAÑOLAS COTIZADAS



Fuente: Elaboración propia a partir de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas (ICEX).

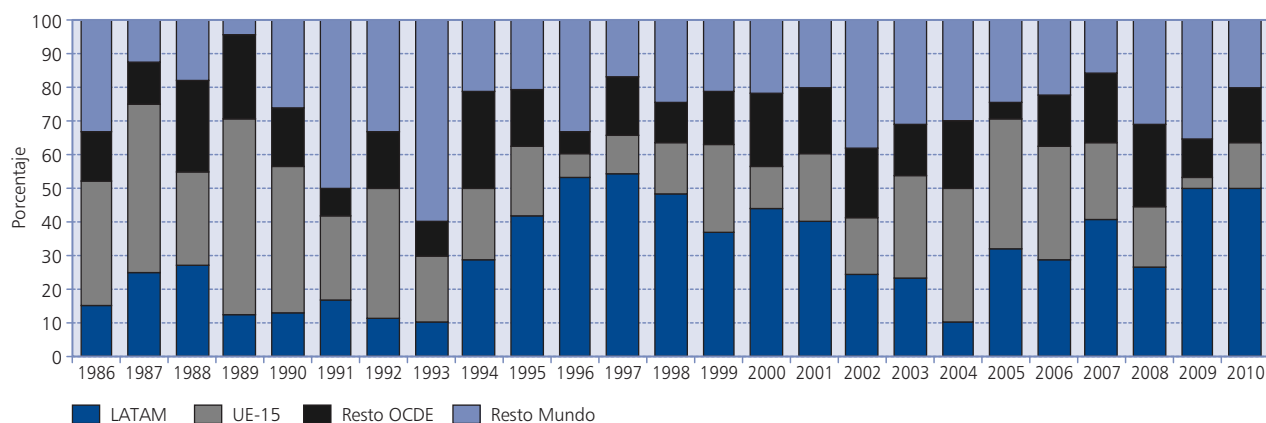
GRÁFICO 3  
INTENSIDAD INVERSORA DE LAS EMPRESAS  
MANUFACTURERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Elaboración propia a partir de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas (ICEX).

con el gráfico, los países miembros de la Unión Europea de los 15 (UE-15) han recibido el grueso de la inversión emitida por nuestro país, principalmente en los primeros años tras la entrada de España en el mercado común. Posteriormente, Latinoamérica consigue desbancar a esta región

GRÁFICO 4  
DISTRIBUCIÓN DE LAS OPERACIONES POR REGIÓN DE DESTINO Y AÑO

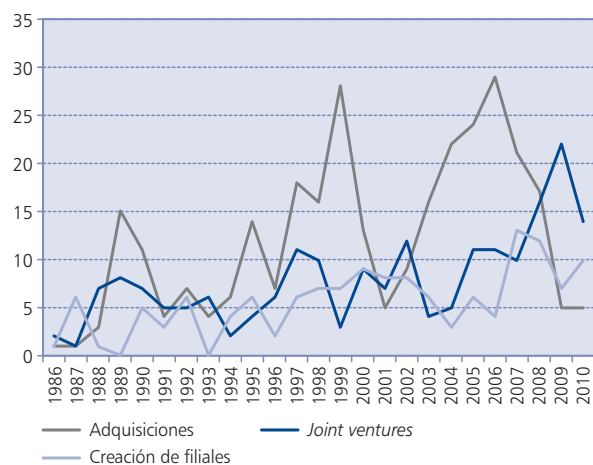


Fuente: Elaboración propia a partir de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas (ICEX).

como destino más frecuente, puesto que ocupa durante el periodo 1995-2001 y que ha vuelto a ostentar desde el inicio de la crisis en 2007. La precaria situación económica europea en los últimos años ha propiciado la búsqueda de nuevos mercados, aumentando de este modo no solo la inversión en Latinoamérica sino también en otros países menos afectados por esta situación. La Teoría de la Internacionalización Gradual defendida por la Escuela de Uppsala (por ejemplo Johanson y Vahlne, 1977, y Johanson y Wiedersheim-Paul, 1975) proporciona una explicación alternativa al patrón observado en el análisis. Esta teoría sugiere que la manera más rentable para las empresas de internacionalizarse consiste en entrar en nuevos países de manera lenta y gradual, seleccionando primero localizaciones más similares a su país de origen y expandiéndose posteriormente a países más distantes a medida que acumulan recursos y experiencia internacional. En línea con lo defendido por la Escuela de Uppsala, las empresas manufactureras españolas cotizadas han tendido a dispersar en mayor medida su actividad internacional conforme han acumulado experiencia internacional, aumentando su actividad inversora en países que no pertenecen a su ámbito regional.

La implantación en el exterior por parte de estas empresas se ha realizado a través de diversos modos de entrada. El gráfico 5 refleja la evolución temporal del número de adquisiciones, *joint ventures* y filiales en plena propiedad establecidas durante el periodo

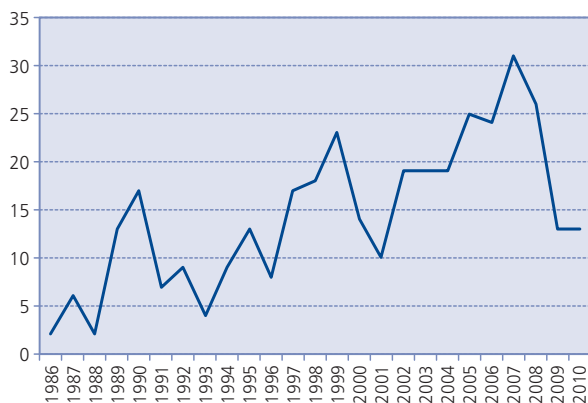
GRÁFICO 5  
MODO DE ENTRADA UTILIZADO POR LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS ESPAÑOLAS COTIZADAS EN SU EXPANSIÓN INTERNACIONAL



Fuente: Elaboración propia a partir de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas (ICEX).

de análisis. Hasta el año 2006 se observa un predominio en el uso de adquisiciones frente a los otros modos de entrada, especialmente respecto al número de filiales creadas. Sin embargo, a partir de 2007 y coincidiendo con la crisis económica, se aprecia una drástica disminución del número de ad-

GRÁFICO 6  
NÚMERO DE OPERACIONES CON UN PORCENTAJE DE PROPIEDAD SUPERIOR AL 50 POR 100



Fuente: Elaboración propia a partir de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas (ICEX).

quisiciones realizadas y un notable aumento del número de *joint ventures*. El gráfico 6 complementa esta información, pues muestra cómo el número de operaciones internacionales con propiedad superior al 50 por 100 ha seguido una tendencia creciente hasta el inicio de la crisis. A partir de este momento, el gráfico indica una mayor preferencia a colaborar con otras empresas sin ostentar una participación mayoritaria. De este modo, se observa que a pesar de la experiencia acumulada en el proceso de internacionalización, las restricciones financieras provocadas por la reciente crisis económica han llevado a las empresas manufactureras españolas cotizadas a optar por modos de entrada que entrañen menores aportaciones de capital en términos relativos y, por tanto, menos riesgo.

## 2. Análisis y descripción de las variables

Tras haber realizado una breve descripción de la muestra utilizada, en este apartado detallamos en mayor profundidad el tipo de análisis que hemos usado y las variables que hemos introducido en el modelo econométrico para estimar la relación entre internacionalización y resultados.

Uno de los principales problemas a la hora de estimar la relación entre diversificación geográfica y resultados, y que no ha sido debidamente corregido en buena parte de la literatura empírica antes men-

cionada, es el de la endogeneidad. Las empresas se autoseleccionan cuando deciden internacionalizarse o permanecer enmarcadas en el ámbito doméstico. Por este motivo, tanto la internacionalización como las razones que la han motivado deben tenerse en cuenta en la realización del análisis de la relación internacionalización-resultados para evitar potenciales sesgos (Dastidar, 2009; Shaver, 1998). A tal efecto, hemos utilizado el modelo en dos etapas propuesto por Heckman (1979). En la primera etapa, estimamos un *probit* de datos de panel para analizar los factores que podrían motivar la expansión internacional de estas empresas. Una vez obtenidos los resultados, calculamos la ratio invertida de Mills, la cual se introdujo como variable de control de la endogeneidad en la segunda etapa (un modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios, MCO, de datos de panel con efectos fijos).

En los siguientes párrafos describimos con más detalle las medidas incluidas en cada una de las etapas. Cabe destacar que hemos retardado un periodo las variables independientes y de control con el objetivo de representar de una forma más fiable el efecto de las decisiones tomadas por las empresas sobre la diversificación geográfica o sus resultados, dado que estas no suelen tener repercusiones inmediatas (Wan y Hoskisson, 2003).

### 2.1. Primera etapa: decisión de internacionalización

En esta etapa nuestra variable dependiente captura la probabilidad de que una empresa cuente o no con filiales extranjeras en un determinado año. De este modo, utilizamos una variable *dummy* que toma el valor de 1 si la empresa tiene presencia internacional y cero en caso contrario. Como variables independientes incluimos diversas medidas que pueden influir en la decisión de las compañías de expandirse internacionalmente. Asimismo, debido a que los datos son de panel, introdujimos un control de año para tener en cuenta el momento de la observación.

Basándonos en Campa y Kedia (2002), Dastidar (2009) y Villalonga (2004) incluimos las siguientes variables como características de las empresas: recursos tecnológicos (aproximados por un índice de patentes, calculado como el número de patentes acumulado por la empresa entre el máximo de patentes que tiene una empresa de su misma industria en el año de la observación) (2); tamaño (logaritmo del total de ventas); estructura financiera (cociente

entre la deuda a largo plazo y el total de activos); y antigüedad de la empresa (logaritmo de la diferencia entre el año de establecimiento de la empresa y el año de la observación) (3). Asimismo, introdujimos la ratio de crecimiento de las ventas y un instrumento de diversificación de producto. Estudios previos han demostrado que la relación entre la diversificación de producto y los resultados empresariales está sujeta a sesgos de endogeneidad (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004). Algunas características inobservables de las empresas pueden influir tanto en la decisión de diversificar producto como en nuestras variables dependientes (la diversificación geográfica en la primera etapa y la rentabilidad en la segunda). Por este motivo, estimamos un instrumento de diversificación de producto. Para la construcción de esta variable instrumental llevamos a cabo una regresión de MCO con datos de panel con el fin de obtener, posteriormente, las predicciones para el instrumento de diversificación de producto. Como variable dependiente de la regresión se utilizó la medida de diversificación de producto no relacionada de Halebian y Finkelstein (1993), definida por los autores como:

$$\text{Diversificación de producto no relacionada} = \frac{N.º \text{ de industrias no relacionadas donde opera la empresa}}{\text{Total de industrias donde opera la empresa}}$$

Al tratarse de una medida de diversificación de producto no relacionada, únicamente consideramos los dos primeros dígitos de los códigos SIC (sistema de clasificación de empresas según su actividad desarrollado en Estados Unidos) de las industrias donde las empresas de la muestra desarrollan su actividad. Para la construcción de esta variable, la información sobre los sectores donde operan las empresas que aparece en la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas se completó con la recogida en la sección de Hechos Relevantes de la CNMV, así como con la base de datos Thomson Reuters SDC Platinum. Las variables independientes de este modelo miden el número de meses que la economía española estuvo en recesión durante un determinado año (4), así como características de las empresas: rentabilidad (BAIT/Ventas), liquidez (ratio de tesorería) y estructura de propiedad, aproximada a través del porcentaje de propiedad familiar y de la ratio de concentración de la propiedad (calculada usando el índice propuesto por Herfindahl en 1950). Además, introdujimos *dummies* de empresa, industria y año.

El control y la estructura de propiedad de la empresa también pueden afectar al grado de internacionalización de la empresa (Liu *et al.*, 2011; Sanders y Carpenter, 1998). Por este motivo, incluimos el porcentaje de propiedad estatal, el porcentaje de propiedad extranjera y el porcentaje de propiedad de los miembros del Consejo de administración, así como el logaritmo de los años que lleva el consejero delegado ostentando ese cargo en la empresa y la acumulación de cargos del consejero delegado (*dummy* que toma valor 1 si es también el presidente de la compañía y cero en caso contrario). La información necesaria para la elaboración de las variables relacionadas con la propiedad y el control de la empresa se obtuvo de diversos directorios (DICODI, DUNS, The Maxwell Espinosa Shareholders Directory), así como de bases de noticias y de los estudios de Vergés (1999 y 2010) acerca de las privatizaciones en España.

Adicionalmente, introdujimos el porcentaje de empresas internacionalizadas dentro de un sector de actividad en un determinado año (Dastidar, 2009; Villalonga, 2004), así como *dummies* que controlen por la heterogeneidad de esos sectores incluidos en el modelo. Finalmente, incluimos una media móvil de tres años del crecimiento del PIB español.

## 2.2. Segunda etapa: efecto de la internacionalización en los resultados

Una vez realizada la primera etapa instrumental para calcular la ratio invertida de Mills y controlar por un potencial sesgo de autoselección, en esta segunda etapa se analiza el efecto que el grado de internacionalización tiene en los resultados empresariales, tanto financieros (aproximados a través de la rentabilidad económica) como de mercado (aproximados a través de la *q* de Tobin, que hemos calculado siguiendo la fórmula propuesta por Chung y Pruitt en 1994).

La variable independiente en esta etapa es el grado de internacionalización, medido a través del número acumulado de países en los que está presente la empresa en un determinado año, y que se toma en sus formas lineal, cuadrática y cúbica. En el caso de compañías que hayan sufrido una fusión con otra empresa de nuestra muestra, el número de países en los que se haya establecido la empresa adquirida pasa a formar parte de la presencia internacional de la empresa adquirente.



Con el objetivo de controlar aquellos factores que puedan afectar también a los resultados obtenidos por las empresas, hemos introducido algunas variables ya incluidas en la primera etapa: tamaño, recursos tecnológicos, estructura financiera, estructura de propiedad, instrumento de diversificación de producto, porcentaje de empresas internacionalizadas dentro de un sector de actividad y crecimiento del PIB español. Asimismo, en el modelo hemos tenido en cuenta variables relacionadas con el proceso de internacionalización de las compañías. En concreto, su modo de entrada en destino (porcentaje de operaciones en solitario), experiencia internacional (logaritmo de la diferencia entre el número de años desde la primera operación internacional de la empresa y el año de la observación) y tipo de localización exterior (porcentaje de operaciones en países desarrollados). Para la elaboración de esta última variable hemos considerado que un país es desarrollado cuando tanto el Fondo Monetario Internacional (FMI) como la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) lo incluyen en esta categoría. Además, se ha incluido la ratio invertida de Mills para corregir el sesgo de endogeneidad de la decisión de internacionalizarse, así como *dummies* de empresa, industria y año.

Los datos de las variables incluidas en esta segunda etapa y relacionadas con operaciones internacionales de las empresas españolas también han sido obtenidos de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas.

En el cuadro n.º 2 se recogen los estadísticos descriptivos y las correlaciones de las variables incluidas en la segunda etapa del modelo de Heckman. Las restantes matrices de correlación no se incluyen debido a las restricciones de espacio, pero están disponibles bajo petición a los autores. Como se puede observar, las correlaciones son relativamente bajas, por lo que no parecen existir problemas de multicolinealidad.

#### IV. RESULTADOS

El cuadro n.º 3 presenta los resultados obtenidos de la regresión de MCO con efectos fijos utilizada para construir nuestro instrumento de diversificación de producto. En él se muestra que la propiedad familiar y la existencia de un periodo de recesión en la economía española motivan la diversificación de producto de las empresas manufactureras. Por el contrario, una elevada concentración de la propiedad tiende a hacer que las carteras de producto estén menos diversificadas.

En relación a las razones de la diversificación geográfica de este tipo de empresas, la evidencia empírica recogida en el cuadro n.º 4 apunta a que tener ventajas competitivas (aproximadas a través del tamaño y la posesión de recursos tecnológicos) aumenta su probabilidad de establecer filiales en el extranjero. Tal como establece la teoría de la empresa multinacional (por ejemplo, Buckley y Casson, 1976; Caves, 1971; Hennart, 1977; McManus, 1972), la existencia de fallos de mercado en las tran-

CUADRO N.º 2

## ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS Y MATRIZ DE CORRELACIONES DE LA SEGUNDA ETAPA DEL MODELO DE HECKMAN

	Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1. Rentabilidad económica .....	0,07	0,07	1,00																
2. Q de Tobin .....	1,37	0,78	0,51	1,00															
3. N.º de países .....	6,24	6,00	0,00	-0,05	1,00														
4. Tamaño .....	6,12	1,52	0,10	0,01	0,69	1,00													
5. Recursos tecnológicos .....	0,35	0,36	-0,05	-0,05	0,44	0,40	1,00												
6. Apalancamiento .....	0,13	0,10	-0,14	-0,17	0,27	0,20	-0,03	1,00											
7. Propiedad del Consejo .....	17,08	22,87	-0,12	-0,13	0,05	-0,14	-0,02	0,24	1,00										
8. Propiedad del Estado .....	1,84	9,82	0,07	0,01	0,03	0,20	0,17	-0,06	-0,07	1,00									
9. Propiedad extranjera .....	8,05	22,29	0,07	0,08	-0,05	0,18	-0,12	0,08	-0,05	-0,07	1,00								
10. Diversificación de producto .....	0,47	0,06	-0,07	0,01	0,29	-0,05	0,10	0,16	0,05	-0,21	-0,40	1,00							
11. Empresas internacionalizadas (%) .....	0,75	0,22	-0,05	0,11	0,24	0,19	0,08	0,28	0,08	-0,12	0,03	0,44	1,00						
12. Crecimiento del PIB español .....	2,91	1,29	-0,07	-0,01	0,08	0,09	0,05	0,00	-0,02	0,05	-0,06	0,20	0,06	1,00					
13. Experiencia internacional .....	2,53	0,78	-0,08	0,08	0,54	0,37	0,21	-0,02	0,00	-0,03	0,03	0,24	0,27	0,14	1,00				
14. Operaciones con propiedad total (%) .....	0,52	0,31	-0,24	-0,20	-0,14	-0,23	0,05	0,02	0,27	-0,14	-0,22	0,13	0,00	0,06	0,02	1,00			
15. Operaciones en países desarrollados (%) .....	0,58	0,35	-0,14	0,04	-0,35	-0,33	-0,07	-0,23	-0,05	-0,22	-0,05	-0,07	-0,16	0,01	0,02	0,18	1,00		
16. Ratio invertida de Mills .....	0,40	1,39	-0,20	-0,08	-0,11	-0,18	-0,20	-0,13	-0,10	-0,05	-0,07	-0,21	-0,47	0,02	-0,01	0,06	0,23	1,00	

CUADRO N.º 3

**INSTRUMENTO DE DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO  
(MODELO MCO CON EFECTOS FIJOS)**

Variables	
N.º meses en recesión .....	0,00744* (1,909)
BAIT/Ventas .....	-0,00640 (-0,484)
Tesorería .....	-0,0185 (-1,462)
Propiedad familiar .....	0,00251*** (2,912)
Concentración de la propiedad .....	-0,118*** (-3,385)
<i>Dummies</i> de año .....	Incluidas
<i>Dummies</i> de industria .....	Incluidas
<i>Dummies</i> de empresa .....	Incluidas
Constante .....	0,445*** (10,32)
Observaciones .....	780
N.º de grupos .....	58
R <sup>2</sup> .....	0,137

**Notas:**

Estadísticos t entre paréntesis.

\*\*\* p &lt; 0,01; \*\* p &lt; 0,05; \* p &lt; 0,1.

sacciones de ciertos activos intangibles y específicos motiva a las empresas a internacionalizarse, al ser en estos casos la propia organización el mecanismo más eficiente para reducir los costes de transacción derivados de potenciales comportamientos oportunistas. Asimismo, se observa que cuanto más diversificada está su cartera de productos, mayor es su probabilidad de internacionalización. La empresa española, por tanto, cuando decide activar su desarrollo corporativo actúa tanto sobre la dimensión geográfica como la de producto. Por último, existe una relación negativa entre el crecimiento del mercado nacional (medido a través del crecimiento del PIB) y la decisión de internacionalización.

Una vez analizadas las causas de la internacionalización, en el cuadro n.º 5 aparecen los resultados de la segunda etapa del proceso de estimación, en la cual se utilizan seis modelos: los tres primeros analizan el impacto del grado de internacionalización de la empresa sobre su rentabilidad económica y los tres últimos sobre su rentabilidad de mercado. Asimismo, mientras que los modelos 1 y 4 examinan la presencia de una relación lineal entre las variables de internacionalización y resultados, los restantes estudian la existencia de una relación no lineal,

CUADRO N.º 4

**PRIMERA ETAPA DEL MODELO DE HECKMAN  
(PROBIT DE DATOS DE PANEL)**

Variables	
Recursos tecnológicos .....	4,851*** (3,057)
Tamaño .....	1,515*** (2,812)
Propiedad del Consejo .....	-0,0237 (-1,464)
Propiedad del Estado .....	-0,00543 (-0,107)
Propiedad extranjera .....	0,00878 (0,406)
Crecimiento de las ventas .....	-0,0157 (-0,0236)
Empresas internacionalizadas (%) .....	4,394 (1,056)
Crecimiento del PIB español .....	-0,760** (-2,340)
Apalancamiento .....	1,401 (0,467)
Experiencia doméstica .....	0,0339 (0,0226)
Diversificación de producto .....	27,90* (1,854)
Años del consejero delegado en el cargo .....	-0,0305 (-0,0830)
Acumulación de cargos .....	0,246 (0,264)
Control de año .....	0,408** (2,217)
Constante .....	-24,33** (-2,478)
<i>Dummies</i> de sector .....	Incluidas
Observaciones .....	712
N.º de grupos .....	57

**Notas:**

Estadísticos z entre paréntesis.

\*\*\* p &lt; 0,01; \*\* p &lt; 0,05; \* p &lt; 0,1.

bien en forma de U o U invertida (modelos 2 y 5), bien en forma de S horizontal (modelos 3 y 6). El grado de internacionalización no parece afectar a la rentabilidad económica de las empresas manufactureras españolas, pero sí afecta a las expectativas de beneficios futuros que influyen en el precio de las acciones. Mientras que las primeras inversiones generan expectativas positivas de rentabilidad, las estimaciones sobre la  $q$  de Tobin muestran claramente que existe un umbral tras el cual un aumento del grado de internacionalización destruye valor para los accionistas. El gráfico 7 muestra que el máximo de esta curva se encuentra, aproximadamente, en torno a los 15 países ( $-2 * 0,00162 + 0,0470 = 0$ ). Este efecto negativo vendría justifica-

CUADRO N.º 5

## SEGUNDA ETAPA DEL MODELO DE HECKMAN (MCO DE DATOS DE PANEL CON EFECTOS FIJOS)

Variables	Modelo 1 Rentabilidad económica	Modelo 2 Rentabilidad económica	Modelo 3 Rentabilidad económica	Modelo 4 q de Tobin	Modelo 5 q de Tobin	Modelo 6 q de Tobin
N.º de países	0,00179 (1,237)	3,79e-06 (0,00149)	-0,00335 (-0,762)	-0,00565 (-0,464)	0,0470** (2,216)	0,0733** (2,049)
N.º de países <sup>2</sup>		5,60e-05 (0,850)	0,000356 (1,088)		-0,00162*** (-3,017)	-0,00401 (-1,501)
N.º de países <sup>3</sup>			-6,09e-06 (-0,936)			4,86e-05 (0,912)
Tamaño	-0,00930 (-1,413)	-0,00891 (-1,349)	-0,00867 (-1,312)	0,136** (2,122)	0,114* (1,782)	0,115* (1,796)
Recursos tecnológicos	-0,0113 (-0,535)	-0,00875 (-0,410)	-0,00716 (-0,334)	0,0968 (0,552)	0,0213 (0,122)	0,0123 (0,0700)
Apalancamiento	-0,125*** (-3,258)	-0,127*** (-3,306)	-0,131*** (-3,375)	-0,464 (-1,465)	-0,400 (-1,271)	-0,373 (-1,181)
Propiedad del Consejo	-9,47e-05 (-0,396)	-8,47e-05 (-0,353)	-6,83e-05 (-0,284)	-0,000532 (-0,269)	-0,000767 (-0,391)	-0,000930 (-0,472)
Propiedad del Estado	-0,000134 (-0,371)	-3,86e-05 (-0,102)	8,15e-05 (0,204)	0,00585** (1,980)	0,00312 (1,019)	0,00216 (0,665)
Propiedad extranjera	-0,000303 (-1,495)	-0,000301 (-1,483)	-0,000283 (-1,389)	0,00346** (2,074)	0,00343** (2,075)	0,00329** (1,983)
Diversificación de producto	-0,350** (-2,263)	-0,342** (-2,207)	-0,330** (-2,125)	0,268 (0,207)	-0,00646 (-0,00502)	-0,122 (-0,0942)
Empresas internacionalizadas (%)	-0,0297 (-0,976)	-0,0259 (-0,843)	-0,0327 (-1,036)	-0,962*** (-3,832)	-1,068*** (-4,256)	-1,012*** (-3,916)
Crecimiento del PIB español	0,00578 (0,613)	0,00587 (0,622)	0,00620 (0,657)	-0,212*** (-2,723)	-0,217*** (-2,810)	-0,220*** (-2,846)
Experiencia internacional	0,00696 (0,552)	0,00984 (0,754)	0,0130 (0,963)	-0,200* (-1,932)	-0,282*** (-2,658)	-0,308*** (-2,803)
Operaciones con propiedad total (%)	0,0291 (1,577)	0,0283 (1,533)	0,0271 (1,463)	0,340** (2,238)	0,369** (2,449)	0,377** (2,499)
Operaciones en países desarrollados (%)	-0,0135 (-0,615)	-0,0147 (-0,669)	-0,0155 (-0,701)	-0,266 (-1,465)	-0,225 (-1,248)	-0,223 (-1,234)
Ratio invertida de Mills	-0,0129*** (-4,215)	-0,0130*** (-4,234)	-0,0130*** (-4,229)	0,0444* (1,757)	0,0464* (1,856)	0,0463* (1,851)
Constante	0,292** (2,553)	0,282** (2,449)	0,279** (2,417)	1,823* (1,885)	2,194** (2,272)	2,221** (2,299)
Observaciones	483	483	483	474	474	474
R <sup>2</sup>	0,279	0,280	0,281	0,275	0,291	0,292
N.º de grupos	38	38	38	38	38	38

## Notas:

Estadísticos t entre paréntesis.

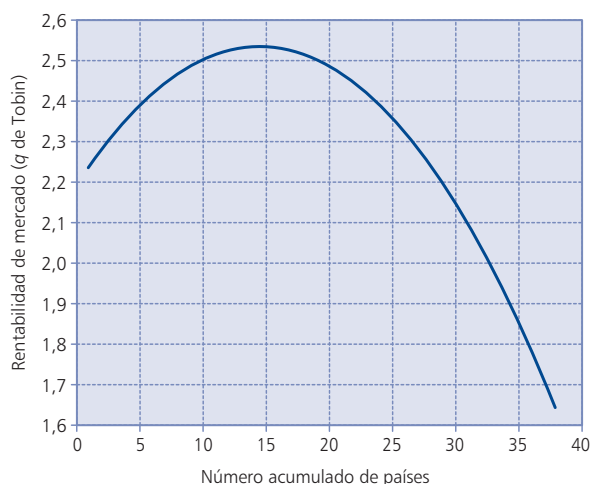
\*\*\* p &lt; 0,01; \*\* p &lt; 0,05; \* p &lt; 0,1.

do por un posible agotamiento de las oportunidades de inversión, dado que las empresas comienzan a abordar en primer lugar los mercados más accesibles, dejando para el final los que entrañan mayores riesgos.

Nuestros resultados complementan a los obtenidos por Mas-Ruiz *et al.* (2002) y Ramírez-Alesón y Espitia-Escuer (2001). En este sentido, ambos artículos encuentran una relación lineal y positiva entre las variables de diversificación geográfica y creación

de valor de empresas españolas en los mercados de capitales. La divergencia entre sus resultados y los nuestros podría deberse, principalmente, a los sectores incluidos en las muestras y al periodo objeto de estudio. En primer lugar, mientras que nuestro trabajo se centra en industrias manufactureras, sus muestras incluyen empresas tanto manufactureras como de servicios. Adicionalmente, sus análisis se limitan a los primeros años de la década de los noventa, al inicio del auge de la expansión internacional de las empresas españolas, lo cual podría limitar

GRÁFICO 7  
**RELACIÓN ENTRE INTERNACIONALIZACIÓN Y RENTABILIDAD DE MERCADO**



Fuente: Elaboración propia.

la capacidad de los autores de captar la pendiente negativa derivada de un elevado grado de internacionalización.

La significatividad de ciertas variables de control también confirma que en el caso de la  $q$  de Tobin cotizan expectativas y no solo resultados inmediatos, como sucede con el crecimiento del PIB. Asimismo, los mercados de capitales valoran positivamente el volumen de ventas de las empresas y una elevada participación del Consejo en su capital, puesto que la propiedad de los directivos ejerce de mecanismo de control ante la aparición de potenciales comportamientos oportunistas por su parte (Nyberg *et al.*, 2010). Los mercados de capitales también valoran positivamente a las empresas más propensas a invertir en solitario. Este resultado puede ir asociado al hecho de que las empresas con una mayor dotación de recursos y capacidades tienen menos necesidad de apoyarse en socios para su internacionalización. Al mismo tiempo, los inversores penalizan que las compañías no sean *first movers* dentro de su sector respecto de la internacionalización, a los que se le atribuyen por tanto las mejores oportunidades de inversión. Este argumento también puede aplicarse en la explicación del coeficiente negativo que muestra la experiencia internacional, evidenciando que el paso del tiempo reduce las oportunidades rentables de inversión.

En cuanto al resto de variables de control, cabe destacar que, en el caso de las empresas manufactureras españolas, llevar a cabo el grueso de las operaciones en países desarrollados no tiene un impacto significativo en sus resultados.

Finalmente, se observa que la inversa de Mills es significativa en todos los modelos analizados, lo cual confirma la necesidad de controlar por un potencial problema de autoselección de la muestra analizada.

## V. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha examinado la contribución de la estrategia de internacionalización de la empresa manufacturera española a sus resultados. A partir del análisis realizado, se han obtenido las siguientes conclusiones:

1. La entrada de España en la CEE en 1986 supuso el aumento de IDE, tanto emitida como recibida, por nuestro país. Tras analizar los motivos de la internacionalización en el caso de las empresas manufactureras españolas cotizadas, se observa que las principales razones de su salida al extranjero son la posesión de una ventaja competitiva, contar con una cartera de productos diversificada y el potencial de crecimiento del mercado nacional.
2. Adicionalmente, los resultados muestran que el grado de internacionalización alcanzado por este tipo de empresas no influye significativamente en su rentabilidad económica, pero sí en las expectativas de creación de valor por parte de los mercados de capitales. La evidencia empírica obtenida apunta a que los inversores asumen que los obstáculos que suelen aparecer al inicio de la internacionalización son transitorios, pues la empresa puede solucionarlos mediante la acumulación de experiencia internacional. Sin embargo, a partir de una cierta presencia internacional acumulada, las oportunidades rentables de inversión parecen reducirse.
3. Asimismo, se observa que si bien el destino de las inversiones no parece afectar a sus resultados, sí que lo hace el modo de entrada utilizado. Concretamente, cuanto mayor es el porcentaje de operaciones en solitario, mejor es el desempeño de las empresas en los mercados de capitales.
4. Finalmente, se pone de manifiesto que la diversificación geográfica, al igual que la de producto,

han de ser consideradas variables endógenas. Por tanto, es necesario controlar por este potencial sesgo cuando se utiliza como variable independiente.

#### NOTAS

(\*) Los autores agradecen el apoyo financiero prestado por el Ministerio de Ciencia e Innovación y el Ministerio de Economía y Competitividad a través de los proyectos ECO2010-18718 y ECO2013-46235-R. Asimismo, Raquel García-García agradece la financiación recibida del Ministerio de Economía y Competitividad a través del Programa de Formación del Personal Investigador (FPI).

(1) Datos obtenidos de UNCTADstat.

(2) Los datos acerca del número acumulado de patentes se obtuvieron de *ESPACENET*, una plataforma creada por la Oficina Europea de Patentes y los Estados miembros de la Organización Europea de Patentes. Esta plataforma contiene un amplio registro histórico de más de 80 millones de patentes a nivel mundial desde 1836 hasta la actualidad.

(3) La información recogida en la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas sobre el año de establecimiento de las empresas fue completada con la encontrada en bases de datos de noticias e informes emitidos por las propias compañías.

(4) La información macroeconómica ha sido obtenida de la página web del Banco Mundial.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, L., y PANTZALIS, C. (1996), «Valuation of operating flexibility of multinational corporations», *Journal of International Business Studies*, 27(4): 633-653.
- ALMODÓVAR, P., y RUGMAN, A.M. (2014), «The M curve and the performance of Spanish international new ventures», *British Journal of Management*, 25(supl. 1): S6-S23.
- ALONSO, J.A. (1991), «La empresa española y los mercados internacionales», *Revista de Economía*, separata al n.º 11: 2-10.
- BARNEY, J. (1991), «Firm resources and competitive advantage», *Journal of Management*, 17(1): 99-120.
- (2001), «Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view», *Journal of Management*, 27(6): 643-650.
- BENITO OSORIO, D. (2011), *El efecto dinámico de la estrategia de diversificación de producto y geográfica sobre los resultados de las empresas industriales españolas*, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos.
- BUCKLEY, P.J., y CASSON, M. (1976), *The future of the multinational enterprise*, Macmillan, Londres.
- CAMPA, J.M., y KEDIA, S. (2002), «Explaining the diversification discount», *Journal of Finance*, 57(4): 1731-1762.
- CAPAR, N., y KOTABE, M. (2003), «The relationship between international diversification and performance in service firms», *Journal of International Business Studies*, 34(4): 345-355.
- CARDINAL, L.B.; MILLER, C.C., y PALICH, L.E. (2011), «Breaking the cycle of iteration: Forensic failures of international diversification and firm performance research», *Global Strategy Journal, Special Issue (Invited Papers and Commentaries)*, 1(1-2): 175-186.

- CAVES, R.E. (1971), «International corporations: The industrial economics of foreign investment», *Economica*, 38(149): 1-27.
- (1982), *Multinational enterprise and economic analysis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CHUNG, K.H., y PRUITT, S.W. (1994), «A simple approximation of Tobin's q», *Financial Management*, 23(3): 70-74.
- CLICK, R., y HARRISON, P. (2000), *Does multinationality matter? Evidence of value destruction in US multinational corporations*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.
- COLLINS, J.M. (1990), «A market performance comparison of U.S. firms in domestic, developed, and developing countries», *Journal of International Business Studies*, 21(2): 271-287.
- CONTRACTOR, F.J.; KUMAR, V., y KUNDU, S.K. (2007), «Nature of the relationship between international expansion and performance: The case of emerging market firms», *Journal of World Business*, 42(4): 401-417.
- CONTRACTOR, F.J.; KUNDU, S.K., y HSU, C.-C. (2003), «A three-stage theory of international expansion: The link between multinationality and performance in the service sector», *Journal of International Business Studies*, 34(1): 5-18.
- DASTIDAR, P. (2009), «International corporate diversification and performance: Does firm self-selection matter?», *Journal of International Business Studies*, 40(1): 71-85.
- DEEDS D.L., y HILL, C.W.L. (1998), «An examination of opportunistic action within research alliances: Evidence from the biotechnology industry», *Journal of Business Venturing*, 11(1): 41-56.
- DUNNING, J.H. (1993), *Multinational enterprises and the global economy*, Addison Wesley, Workingham.
- DURÁN-HERRERA, J.J. (1987), «La internacionalización de la empresa española 1979-1985», *Investigaciones Económicas* (segunda época), suplemento: 109-112.
- (1989), «Inversión directa y resultados de las empresas multinacionales españolas», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 39: 339-353.
- GALÁN-ZAZO, J.I., y GONZÁLEZ-BENITO, J. (2001), «Factores explicativos de la inversión directa española», *Información Comercial Española*, 794: 103-122.
- GARCÍA-CANAL, E.; GUILLÉN, M.F., y VALDÉS LLANEZA, A. (2012), «La internacionalización de la empresa española. Perspectivas empíricas», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 132: 64-81.
- GARCÍA-CANAL, E.; SÁNCHEZ LORDA, P., y VALDÉS LLANEZA, A. (2007), «Las multinacionales en el sector industrial español: Un análisis de las operaciones de crecimiento externo realizadas en y desde España», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 112: 186-201.
- GERINGER, J.M.; BEAMISH, P.W., y DA COSTA, D.C. (1989), «Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance», *Strategic Management Journal*, 10(2): 109-119.
- GOERZEN, A., y BEAMISH, P.W. (2005), «The effect of alliance network diversity on multinational enterprise performance», *Strategic Management Journal*, 26(4): 333-354.
- GRANT R.M.; JAMMINE A.P., y THOMAS, H. (1988), «Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies», *Academy of Management Journal*, 31(4): 771-801.
- GUILLÉN, M.F. (2005), *The rise of Spanish multinationals: European business in the global economy*, Cambridge University Press, Nueva York.

- GUILLÉN, M.F., y GARCÍA-CANAL, E. (2007), «La expansión internacional de la empresa española: Una nueva base de datos sistemática», *Información Comercial Española: Revista de Economía*, 83(9): 23-34.
- (2009), «The American model of the multinational firm and the 'new' multinationals from emerging economies», *The Academy of Management Perspectives*, 23(2): 23-35.
- HALEBLIAN, J., y FINKELSTEIN, S. (1993), «Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion», *Academy of Management Journal*, 36(4): 844-863.
- HECKMAN, J.J. (1979), «Sample selection bias as a specification error», *Econometrica*, 47(1): 153-161.
- HELPMAN, E.; MELITZ, M., y YEAPLE, S. (2004), «Export versus FDI with heterogeneous firms», *American Economic Review*, 94: 300-316.
- HENNART, J.-F. (1977), *A theory of multinational enterprise*, Tesis doctoral, University of Maryland.
- (2007), «The theoretical rationale for a multinationality-performance relationship», *Management International Review*, 47(3): 307-317.
- HERFINDAHL, O.C. (1950), *Concentration in the steel industry*, Tesis doctoral, Columbia University.
- HITT, M.A.; HOSKISSON, R.E., y KIM, H. (1997), «International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms», *Academy of Management Journal*, 40(4): 767-798.
- HYMER, S.H. (1960), *The international operations of national firms. A study of direct foreign investment*, Tesis doctoral, Massachusetts Institute of Technology (publicada por MIT Press en 1976).
- JOHANSON, J., y VAHLNE, J.-E. (1977), «The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments», *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23-32.
- (2009), «The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of foreignness to liability of outsidership», *Journal of International Business Studies*, 40(9): 1411-1431.
- JOHANSON, J., y WIEDERSHEIM-PAUL, F. (1975), «The internationalization of the firm: Four Swedish cases», *Journal of Management Studies*, 12(3): 305-322.
- KIRCA, A.H.; HULT, G.T.; ROTH, K.; CAVUSGIL, S.T.; PERRY, M.; AKDENIZ, M.B.; DELIGONUL, S.; MENA, J.A.; POLLITTE, W.A.; HOPFNER, J.J.; MILLER, J.C., y WHITE, R.C. (2011), «Firm-specific assets, multinationality, and financial performance: A meta-analytic review and theoretical integration», *Academy of Management Journal*, 54(1): 47-72.
- KOGUT, B., y ZANDER, U. (1993), «Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation», *Journal of International Business Studies*, 24(4): 625-645.
- KUMAR, M.S. (1984), *Growth acquisition and investment: An analysis of the growth of industrial firms and their overseas activities*, Cambridge University Press, Cambridge, Reino Unido.
- LABORDA, M., y SALAS, V. (2010), «¿Qué nos dicen el tamaño y la internacionalización de las empresas sobre los factores de desarrollo empresarial en España?», *Economía industrial*, 37(5): 41-51.
- LEE, H. (2013), «The M Curve and the multinationality-performance relationship of Korean INVs», *Multinational Business Review*, 21(3): 214-231.
- LI, L. (2005), «Is regional strategy more effective than global strategy in the U.S. service industries?», *Management International Review*, 45(1): 37-57.
- LIU, Y., LI, Y., y XUE, J. (2011), «Ownership, strategic orientation and internationalization in emerging markets», *Journal of World Business*, 46(3): 381-393.
- LU, J.W., y BEAMISH, P.W. (2001), «The internationalization and performance of SMEs», *Strategic Management Journal*, 22(6-7): 565-586.
- (2004), «International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis», *Academy of Management Journal*, 47(4): 598-609.
- MAS-RUIZ, F.J.; NICOLAU-GONZÁLEZ, J.L., y RUIZ-MORENO, F. (2002), «Foreign expansion strategy and performance», *International Marketing Review*, 19(4): 348-368.
- McMANUS, J.C. (1972), *The theory of the international firm*, en G. PAQUET (Ed.), *The multinational firm and the nation state*, Collier Macmillan, Toronto.
- MERINO, F. (2012), «Firms' internationalization and productivity growth», *Research in Economics*, 66(4): 349-354.
- MICHAEL, A., y SHAKED, I. (1986), «Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics», *Journal of International Business Studies*, 17(3): 89-101.
- MORCK, R., y YEUNG, B. (1991), «Why investors value multinationality?», *Journal of Business*, 64(2): 165-188.
- NYBERG, A.J.; FULMER, I.S.; GERHART, B., y CARPENTER, M.A. (2010), «Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment», *Academy of Management Journal*, 53(5): 1029-1049.
- OH, C.H., y CONTRACTOR, F. (2014), «A regional perspective on multinational expansion strategies: Reconsidering the three stage paradigm», *British Journal of Management*, 25(5): S42-S59.
- QIAN, G. (1997), «Assessing product-market diversification of US firms», *Management International Review*, 37(2): 127-149.
- (2002), «Multinationality, product diversification, and profitability of emerging U.S. small- and medium-sized enterprises», *Journal of Business Venturing*, 17(6): 611-633.
- RAMASWAMY, K. (1995), «Multinationality, configuration, and performance: A study of MNEs in the U.S. drug and pharmaceutical sector», *Journal of International Management*, 1(2): 231-253.
- RAMÍREZ-ALESÓN, M., y ESPITIA-ESCUER, M.A. (2001), «The effect of international diversification strategy on the performance of Spanish-based firms during the period 1991-1995», *Management International Review*, 41: 291-315.
- RAMÍREZ-ALESÓN, M.; DELGADO-GÓMEZ, J.M., y ESPITIA-ESCUER, M.A. (2006), «La internacionalización de las empresas españolas 1993-1999: Un estudio de los factores de localización», *Moneda y Crédito*, 222: 167-192.
- RIABI-BELKAOUI, A. (1998), «The effects of the degree of internationalization on firm performance», *International Business Review*, 7(3): 315-321.
- RUGMAN, A.M., y OH, C.H. (2010), «Does the regional nature of multinationals affect the multinationality and performance relationship?», *International Business Review*, 19(5): 479-488.
- RUGMAN, A.M., y VERBEKE, A. (2007), «Liabilities of regional foreignness and the use of firm-level versus country-level data: A response to

<p>Dunning et al. (2007)», <i>Journal of International Business Studies</i>, 38(1): 200-205.</p> <p>RUIGROK, W., y WAGNER, H. (2003), «Internationalization and performance: An organizational learning perspective», <i>Management International Review</i>, 43(1): 63-84.</p> <p>RUIGROK, W.; AMANN, W., y WAGNER, H. (2007), «The internationalization-performance relationship at Swiss firms: A test of the S-shape and extreme degrees of internationalization», <i>Management International Review</i>, 47(3): 349-368.</p> <p>SANDERS, W.G., y CARPENTER, M.A. (1998), «Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure», <i>Academy of Management Journal</i>, 41(2): 158-178.</p> <p>SHAVER, J.M. (1998), «Accounting for endogeneity when assessing strategy performance: Does entry mode choice affect FDI survival?», <i>Management Science</i>, 44(4): 571-585.</p> <p>SIDDARTHAN, N.S., y LALL, S. (1982), «Recent growth of the largest US multinationals», <i>Oxford Bulletin of Economics and Statistics</i>, 44(1): 1-13.</p> <p>SUÁREZ-ZULOAGA, I. (1995), «La internacionalización productiva de las empresas españolas, 1991-1994», <i>Información Comercial Española</i>, 746: 89-103.</p>	<p>TALLMAN, S., y LI, J. (1996), «Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms», <i>Academy of Management Journal</i>, 39: 179-196.</p> <p>THOMAS, D.E. (2006), «International diversification and firm performance in Mexican firms: A curvilinear relationship», <i>Journal of Business Research</i>, 59(4): 501-507.</p> <p>THOMAS, D.E., y EDEN, L. (2004), «What is the shape of the multinational-performance relationship?», <i>Multinational Business Review</i>, 12(1): 89-110.</p> <p>VERGÉS, J. (1999), «Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España, 1985-1999», <i>Economía Industrial</i>, 330: 121-139.</p> <p>— (2010), «Privatización de empresas públicas y liberalización». Working Paper.</p> <p>VERNON, R. (1971), <i>Sovereignty at bay: The multinational spread of U.S. enterprises</i>, Basic Books, Nueva York.</p> <p>VILLALONGA, B. (2004), «Does diversification cause the diversification discount?», <i>Financial Management</i>, 33(2): 5-27.</p> <p>WAN, W.P., y HOSKISSON, R.E. (2003), «Home country environments, corporate diversification strategies and firm performance», <i>Academy of Management Journal</i>, 46(1): 27-45.</p> <p>ZAHEER, S. (1995), «Overcoming the liability of foreignness», <i>Academy of Management Journal</i>, 38(2): 341-363.</p>
--	---