REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD
Vol. XXXVI, n.º 134 · abril-junio 2007 · pp. 291-316

Valoración bursátil de los anuncios de inversión directa en el exterior: el impacto del modo de entrada *

Stock market valuation of FDI's announcements: the influence of the choice of entry mode

Cristina López Duarte **. Universidad de Oviedo
Esteban García Canal. Universidad de Oviedo

RESUMEN En el presente trabajo se lleva a cabo un estudio sobre la valoración que los inversores realizan de los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas, explotando para ello una base de datos que incorpora el grueso de la expansión internacional de la empresa española (1990-2003). El trabajo analiza no sólo en qué medida tales procesos generan riqueza para los accionistas de las empresas inversoras, sino también cómo la propia fórmula de inversión elegida por la empresa —creación de filial de plena propiedad, creación de empresa conjunta o adquisición— influye sobre la valoración que los accionistas realizan del proceso inversor. Nuestros resultados muestran que la empresa española ha recibido, en términos generales, el beneplácito de los inversores en sus proyectos de expansión internacional. No obstante, también muestran inequívocamente que los mercados valoran el encaje entre el modo de entrada y el contexto de la inversión.

PALABRAS CLAVE Inversión directa en el exterior; Mercado de valores; Filial de plena propiedad; Empresa conjunta; Adquisición.

ABSTRACT This paper analyzes how the stock market values the foreign direct investments (FDIs) made by Spanish firms by using a data base that compiles FDIs made since 1990 until 2003. The paper analyzes not only the value creation associated to the FDI, but also how the entry mode chosen by the firm —greenfield wholly owned subsidiary, joint venture or acquisition— influences the stock market valuation. Generally speaking, our results show that the stock market has positively valued FDIs made by Spanish firms; but they also show the importance of the fit between the entry mode chosen by the firm and the context of the FDI.

KEY WORDS Foreign direct investment; Stock market; Greenfield wholly owned subsidiary; Joint venture; Acquisition.

1. INTRODUCCIÓN

Durante la pasada década se ha producido un incremento de tal magnitud en la inversión directa en el exterior —IDE— emitida desde España, que ha permitido a la economía española situarse entre los países con mayor peso inversor a nivel mundial. Dos simples datos bastan para ilustrar este hecho. Mientras que en 1990 el stock acumulado de IDE española suponía el 3% del PIB de nuestro país, en 2002 dicho stock ascendía al 34,3%,

* Los autores agradecen los comentarios y sugerencias recibidos de dos evaluadores anónimos, Araceli Mora, C. José García Martín y el resto de asistentes a la I Jornada de la *Revista Española de Financiación y Contabilidad*; así como el apoyo financiero proporcionado por el Ministerio de Ciencia y Tecnología y el FEDER (Proyecto: SEC 2003-08069).
** Correspondencia: duarte@uniovi.es; agarcia@uniovi.es.

Recibido 12-11-05 · Aceptado 17-3-07 · Copyright © 2001 Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas · ISSN: 0210-2412

superando la media del resto de los países desarrollados, que se encontraba en el 25,8% [UNCTAD, 2004]. Este primer dato apunta a la realización de un esfuerzo colectivo por parte de nuestras empresas dirigido al logro de una convergencia —en lo que al proceso de inversión exterior se refiere— con los restantes países susceptibles de ser catalogados como desarrollados económicamente. En segundo lugar, en el período 1988-1990 el Índice de *performance* de la IDE española —la ratio entre el peso de la inversión exterior española en la inversión mundial y el peso del PIB español sobre el mundial— ascendió a tan sólo 0,429; lo cual indica que la economía española invertía en el exterior menos de la mitad de lo que le correspondía atendiendo a su peso en el PIB mundial. Sin embargo, en el período 2001-2003, el valor de dicho índice subió hasta el 2,178 [UNCTAD, 2004], evidenciando un volumen de IDE en este período que duplica al que cabría esperar. Este dato muestra que ha habido un proceso de aceleración de la inversión exterior española que aparece comprimido en el período 1990-2003. Sin duda, las empresas cotizadas han sido las principales protagonistas de este proceso, al haber liderado el mismo durante el mencionado período, habiendo impulsado las inversiones más cuantiosas[(2)].

Centrarse en el caso concreto de las empresas admitidas a cotización oficial implica la ventaja de poder obtener una valoración *ex ante* de las repercusiones de la IDE sobre el valor de la empresa inversora. Ello es posible gracias a la aplicación de la metodología del estudio de acontecimientos. Esta metodología, que viene siendo cada vez más utilizada en el campo de la dirección de empresas [McWilliams y Siegel, 1997], consigue aproximar la repercusión de una decisión empresarial concreta —o de cualquier suceso en general— sobre el precio de las acciones de una compañía.

Un primer trabajo sobre la valoración que el mercado realiza de los procesos de IDE de las empresas españolas ha sido analizada por López-Duarte y García-Canal [2004], si bien el mismo presenta una naturaleza exploratoria, dado lo reducido no sólo de la muestra de inversiones, sino del propio período considerado a efectos del estudio [1990-1996]. En este trabajo presentamos los resultados obtenidos de aplicar la metodología del estudio de acontecimientos a las inversiones realizadas por las empresas españolas admitidas a cotización oficial entre 1990 y 2003, lo que nos permite analizar en su conjunto el proceso inversor que ha logrado la ya mencionada convergencia con el resto de países desarrollados. Adicionalmente, la amplitud de la base de datos nos permite abordar el objetivo principal de este trabajo: la realización de un análisis pormenorizado de la valoración del mercado ante los diferentes modos de entrada en los mercados extranjeros.

El modo de entrada elegido por la empresa inversora para introducirse en mercados exteriores constituye un problema de investigación de gran tradición dentro de la literatura sobre Dirección Internacional. En este trabajo planteamos que la valoración que el mercado —más concretamente, los inversores— realiza de las decisiones de expansión internacional depende del modo de entrada elegido. Dicha valoración aproxima las rentas netas que la empresa espera obtener, en su caso, explotando en el exterior los activos intangibles de-sarrollados en su país de origen. No obstante, el hecho de que algunos modos de entrada permitan el acceso de la empresa a recursos externos puede derivar en que la valoración que realiza el mercado respecto de la inversión exterior se vea confundida con la que realiza del acceso a dichos recursos. En efecto, cuando el modo de entrada es una empre-

(2) En Durán [1996, 1997, 1999] se recogen una serie de estudios particulares sobre diversas multinacionales españolas, buena parte de ellas grandes empresas pioneras en el proceso inversor exterior en el marco de nuestra economía.

sa conjunta o una adquisición, la empresa que se expande accede a recursos específicos de terceras empresas [Hennart, 1988]. De este modo, existe en ambos casos una fuente adicional de rentas para la empresa inversora en el exterior: las que se derivan de la combinación de recursos idiosincrásicos e interdependientes procedentes de diferentes empresas. También existen costes adicionales en los que incurren las empresas que realizan adquisiciones y empresas conjuntas [Hennart y Reddy, 1997]. Estos beneficios y costes adicionales aconsejan analizar la valoración que el mercado de capitales realiza de las decisiones de internacionalización separadamente para cada modo de entrada. Adicionalmente, el análisis de esta valoración también nos permite identificar el contexto más apropiado para la utilización de cada modo de entrada. Por esta razón, analizamos en este trabajo cómo el modo de entrada interactúa con otras variables relacionadas con los beneficios y costes adicionales asociados a empresas conjuntas y adquisiciones a la hora de explicar la valoración que el mercado realiza de los proyectos de IDE.

El trabajo se estructura como sigue. En primer lugar presentamos los antecedentes de la investigación, analizando las características distintivas de cada modo de entrada en nuevos países y los resultados de la literatura previa sobre la valoración que el mercado realiza de cada uno de ellos. Posteriormente, presentamos los principales resultados del estudio de acontecimientos. Por último, sistematizamos las principales conclusiones obtenidas.

2. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN

Desde la difusión de las ideas de Hymer [1960] (3), los investigadores sobre la internacionalización de la empresa vienen asumiendo que la razón que justifica la expansión internacional mediante IDE es la posesión de un determinado tipo de ventajas competitivas que permiten compensar lo que Zaheer [1995], basándose en las ideas del propio Hymer, denomina «la desventaja del extranjero». Esta desventaja surge de la falta de conocimiento local, reputación y relaciones en el mercado de destino. Las empresas que entran en nuevos países carecen de tales recursos, con el agravante de que los mismos no son susceptibles de adquisición a través del mercado. Sobre esta base, los autores enmarcados dentro de la denominada Teoría de la Internalización [Buckley y Casson, 1976; Teece, 1977; Hennart, 1982] sostienen que las ventajas competitivas que permiten superar la desventaja del extranjero se derivan de la experiencia, conocimiento y otros activos intangibles acumulados en el país de origen de la empresa que se expande y que son susceptibles de generar rentas en el país de destino. La razón por la que la posesión de estos activos conduce a la inversión directa en el exterior por parte de la empresa radica en que la naturaleza intangible de los mismos convierte al mercado en una alternativa poco eficiente para su transferencia, debido a los elevados costes de transacción. Esta circunstancia fuerza a la empresa a explotar tales activos directamente en el extranjero a través de la inversión directa, internalizando los mercados internacionales de activos intangibles.

Tal como señalan Hennart y Park [1993], la lógica de la inversión directa en el exterior es la combinación de recursos de la empresa que se expande con otros recursos obtenidos en el país de destino. Estos últimos pueden obtenerse de tres formas: a través del mercado, comprando una empresa que los posee o bien llegando a algún tipo de acuerdo de colabo-

(3) Si bien el trabajo doctoral de Hymer fue desarrollado en 1960, el mismo no fue publicado hasta 1976.

ración con la misma. Esta distinción nos permite identificar la naturaleza de los diferentes modos de entrada o tipos de inversiones directas en el exterior:

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

Contar con todo o parte de los recursos de un socio ya localizado en el mercado receptor de la IDE facilita a la empresa inversora la superación de la ya mencionada desventaja del extranjero. No obstante, si tales recursos se obtienen adquiriéndolos directamente en el mercado o comprando la empresa, difícilmente podrá obtenerse una rentabilidad extraordinaria de los mismos —al menos si el mercado en cuestión es mínimamente competitivo—, pues las posibles rentas serían integradas en el precio de los activos o de la empresa adquirida [Barney, 1986]. De este modo, no cabe esperar, por lo general, que en las adquisiciones internacionales se cree valor para los accionistas de la empresa inversora, salvo el que se derive de la transferencia a la empresa adquirida de los activos intangibles de la adquirente. Estos beneficios adicionales no podrían ser repercutidos en el precio por el vendedor, al poder obtenerlos únicamente la empresa compradora [Barney, 1988; Morck y Yeung, 1992]. No obstante, en el caso de las empresas conjuntas, como no es necesario pagar el valor total de los recursos que se utilizan, el potencial de generación de rentas será mayor. Por tanto, en este caso, sí cabe esperar una valoración positiva del mercado ante el proceso de expansión internacional de la empresa mediante la creación de una empresa conjunta, aunque la rentabilidad finalmente obtenida dependerá de los costes asociados a las empresas conjuntas. En definitiva, la valoración del mercado relativa a un proceso de expansión internacional mediante IDE está condicionada tanto por la posibilidad de la empresa inversora de acceder a recursos estratégicos locales, como por la forma en que acceda a los mismos.

Existe una desigual evidencia empírica previa respecto de la valoración realizada por el mercado ante diferentes modos de expansión internacional. La valoración del mercado relativa al establecimiento de filiales en el exterior de nueva creación apenas ha sido analizada en la literatura. Sí ha sido ampliamente analizada, sin embargo, la valoración relativa a proyectos materializados mediante alianzas y adquisiciones, tal y como muestra la revisión de la literatura al respecto realizada por García-Canal *et al.* [2002]. En este trabajo se muestra que las combinaciones empresariales —alianzas o fusiones y adquisiciones— no siempre generan una rentabilidad anormal positiva en las empresas que las emprenden [(4)]. En general, los procesos de fusión y/o adquisición crean valor para la empresa

(4) Utilizando metodologías alternativas a la del estudio de acontecimientos, los resultados siguen siendo no concluyentes. Véase, por ejemplo, Errunza y Senbet [1981, 1984], quienes encuentran que la internacionalización crea valor, y Click y Harrison [2000], quienes encuentran lo contrario.

adquirida, aunque no siempre para la adquirente. De igual forma, los resultados para las alianzas también muestran que éstas no siempre crean valor —aunque en la mayor parte de los estudios la rentabilidad anormal es positiva. Aunque ambas fórmulas pueden crear valor, determinadas variables relativas al país receptor y a la empresa inversora —relacionadas con los beneficios y costes de ambas— pueden influenciar la valoración del mercado. Entre las primeras, la más ampliamente analizada por la literatura es la distancia cultural existente entre los países origen y destino de la inversión, la cual afecta negativamente a la valoración de las fusiones, pero no de las alianzas. Ello parece confirmar lo apuntado por Kogut y Singh [1988] en relación con el papel que juegan las empresas conjuntas como opción que permite mitigar los problemas de coordinación e integración que se plantean en las adquisiciones internacionales. Entre las segundas, las variables más ampliamente analizadas por la literatura son las relativas a la acumulación de activos intangibles de la empresa inversora y a las oportunidades de inversión que tiene la misma. En este sentido, parece claro que las adquisiciones únicamente generan una rentabilidad anormal positiva cuando son realizadas por empresas con buenas oportunidades de inversión y niveles elevados de activos intangibles [Morck y Yeung, 1992, y Doukas y Travlos, 1988]. Por el contrario, los resultados para las empresas conjuntas son menos concluyentes, como muestra el trabajo de García Canal *et al.* [2002][(5)].

Por lo que respecta a la valoración que el mercado realiza de los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas, no abunda la literatura al respecto. Así, de un lado, los trabajos de Vidal [2000] y Vidal y García-Canal [2003] muestran la valoración que el mercado ha realizado de un tipo particular de proyectos de expansión internacional; a saber, la formación de las denominadas alianzas globales, encontrando, en términos generales, una positiva valoración de las mismas por parte del mercado. En relación con procesos de IDE, el trabajo de López Duarte y García-Canal [2004] muestra, asimismo, una positiva valoración del mercado de los procesos de inversión, en general, y de la utilización de las empresas conjuntas como modo de entrada, en particular. No obstante, la muestra utilizada por estos autores considera únicamente IDES realizadas por empresas españolas desde 1990 hasta 1996, por lo que las inversiones realizadas durante la época de mayor actividad inversora de nuestro país no aparecen recogidas en el mismo. Si bien aquél es el período en el que se constata el comienzo de la trayectoria ascendente de la IDE española, el salto cuantitativo que permite a nuestro país situarse entre las principales naciones emisoras de IDE no se produce hasta la segunda mitad de la década de los 90.

3. FUENTE DE DATOS Y METODOLOGÍA DE ESTUDIO

3.1. Fuente de datos

Para la realización del presente estudio, se construyó una base de datos en la que se recogen las inversiones directas en el exterior de naturaleza productiva —dirigidas a realizar labores de producción y/o prestación de servicios en el mercado receptor— realizadas por las empresas españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en el período comprendido entre 1990 y 2003, ambos incluidos. Atendiendo a la legislación española al respecto, incluimos en nuestra base de datos aquellas inversiones que proporcionaran a la

(5) Para una revisión de la literatura sobre la creación de valor en la expansión internacional, véase Click y Harrison [2000].

empresa inversora la capacidad de influir de manera efectiva en la gestión y/o control de la sociedad extranjera objeto de la inversión[6], obviando, adicionalmente, todas aquellas inversiones localizadas en aquellos países y/o territorios identificados como paraísos fiscales por la legislación española —Real Decreto 1.080/1991. Adicionalmente, y dado que el principal objetivo del trabajo es analizar la reacción diferenciada del mercado de valores ante las diferentes fórmulas de IDE, se han recogido únicamente, los procesos de nueva inversión; es decir, aquellos proyectos que implican la primera operación en relación con un determinado proyecto de internacionalización.

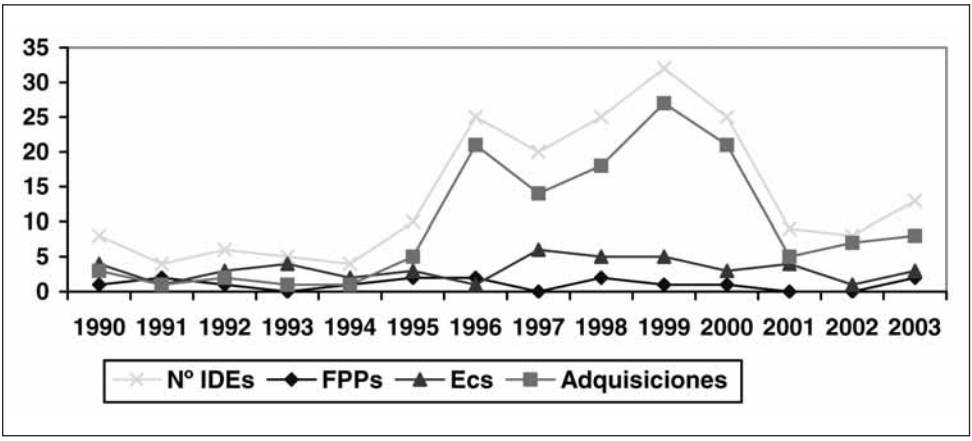
La identificación de las IDEs objeto de nuestro estudio se llevó a cabo de la siguiente forma: una vez identificadas las empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid —mercado continuo y corros— para cada uno de los años incluido en el período de estudio, se procedió a realizar un exhaustivo 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. 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. Esta primera fase nos permitió identificar un total de 540 nuevos proyectos de inversión realizados en el período objeto de estudio. Como consecuencia de los diversos filtros derivados de las restricciones metodológicas a que hacemos referencia en el próximo epígrafe, esta muestra inicial quedó reducida a un total de 194 IDEs realizadas en el período objeto de estudio —véase Anexo I. En los párrafos que siguen se lleva a cabo un breve análisis de los principales rasgos distintivos de dicha muestra.

En relación con la evolución temporal, según muestra el Gráfico 1, el volumen de inversiones recogido en nuestra base de datos resulta muy reducido en los primeros años del período considerado, experimentando un fuerte crecimiento en la segunda mitad de la década de los noventa. Por su parte, los primeros años de la década del 2000 son testigos de una notable reducción en el volumen de inversiones. Por lo que respecta a las distribuciones sectorial y geográfica, se observa una elevada concentración en ambos casos. Así, el sector *Financiero*, y los sectores que podríamos catalogar como regulados *(Energía y Agua, Telecomunicaciones, Petróleo y Construcción)* registran un volumen mayoritario de las IDEs identificadas en la base de datos. En relación con la distribución geográfica, América Latina es el área que recibe un mayor número de IDEs, seguida de la Unión Europea y, a una notable distancia, el conjunto de países no comunitarios que integran la OCDE. Por lo que respecta a la forma de implantación en el mercado receptor, cabe mencionar que las adquisiciones priman sobre las inversiones que implican la creación de una nueva empresa en el mercado receptor; así, casi el 75% de las IDEs recogidas en nuestra muestra se llevaron a cabo mediante la adquisición total o parcial del capital de una empresa ya localizada en el país receptor. Cabe mencionar la importante evolución experimentada por la uti-

(6) En concreto, los Reales Decretos 672/1992 de 2 de julio y 664/1999 de 23 de abril establecen que dicha capacidad existe cuando la participación directa o indirecta de la empresa inversora es igual o superior al 10% del capital de la empresa localizada en el mercado receptor o, cuando no alcanzándose dicho porcentaje, tal participación permite al inversor formar parte directa o indirectamente de su órgano de administración.

lización de las diferentes fórmulas, así, el importante papel experimentado por las empresas conjuntas en los primeros años del período analizado parece haber dado paso al predominio de las adquisiciones durante la segunda mitad de los noventa (7). El Gráfico 1 recoge la evolución temporal de los diferentes tipos de IDEs identificados en la base de datos.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS IDEs IDENTIFICADAS EN LA BASE DE DATOS



3.2. METODOLOGÍA

La metodología utilizada al objeto de contrastar en qué medida los procesos de inversión directa en el exterior realizados por empresas españolas crean valor para los accionistas ha sido el estudio de acontecimientos. Tal estudio permite identificar cómo reacciona el precio de los activos financieros de una empresa ante el anuncio de determinados hechos relevantes para la misma. En concreto, el estudio de acontecimientos trata de cuantificar el impacto del anuncio de un determinado suceso sobre la rentabilidad de un título, mediante el cálculo de la denominada rentabilidad anormal. Así la rentabilidad anormal —positiva o negativa— asociada a un determinado suceso se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente observada en un título y la rentabilidad esperada del mismo de acuerdo con un modelo de mercado. Las rentabilidades diarias esperadas se estimaron a partir del modelo de mercado de Sharpe [1964], el cual se muestra en la ecuación [1], utilizando datos financieros provinientes de la base de datos Thomson Financial DataStream:

$$AR_{kt} = R_{kt} - (a_k + \beta_k \tilde{R}_{mt}) \qquad [1]$$

En ella, R_{kt} representa la rentabilidad de la acción k para el período t (8), y $\tilde{R}_{mt}$ la rentabilidad de un índice representativo para la Bolsa de Madrid *(Global Index)* que calcula DataStream. Este índice está corregido por el pago de dividendos y ampliaciones y reducciones

(7) Este predominio de las adquisiciones durante la segunda mitad de la década de los noventa coincide con una importante oleada de fusiones y adquisiciones a nivel mundial [OCDE, 2001].
(8) Para calcular esta rentabilidad, se utilizó el *Total Return Index* proporcionado por DataStream para cada título. Este índice recoge la variación en el precio de la acción de una compañía específica en relación con una fecha determinada. Se trata de un índice preparado para su utilización en estudios de acontecimientos y, por tanto, está corregido por el pago de dividendos y operaciones de capital.

de capital. Los coeficientes α_k y β_k son estimados utilizando un período 120 días de cotización que comienzan 130 días antes del anuncio (t = -130) y finalizan once días antes del mismo (t = -11), siendo t = 0 el día que una noticia relacionada con la operación específica que constituye el acontecimiento aparece referenciada por primera vez en la prensa económica consultada. Los diez días de cotización anteriores al anuncio se excluyen para prescindir de datos de cotización que ya pudieran descontar de alguna forma el acontecimiento. En la realización del estudio de acontecimientos se siguieron las recomendaciones realizadas por McWilliams y Siegel [1997] y Brown y Warner [1985]; así, fueron eliminados todos aquellos anuncios de IDEs susceptibles de estar «contaminados» [(9)]. Como consecuencia de estas restricciones impuestas por la metodología, la base definitiva quedó compuesta por 194 inversiones.

Como ya se ha comentado, los datos de cotización diarios necesarios para estimar el modelo de mercado referido anteriormente, así como los necesarios para construir determinadas variables relacionadas con la acumulación de intangibles, a las que haremos referencia posteriormente, se han obtenido de la base de datos DataStream. Al objeto de contrastar la significación de las estimaciones realizadas se utilizó el estadístico de Brown y Warner [1985].

4. RESULTADOS

4.1. Valoración de los procesos de IDE

El Cuadro 1 recoge las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones de las empresas ante el anuncio de la realización de una IDE. En él se presentan los resultados obtenidos para toda la muestra en el día en el que tiene lugar el anuncio (día 0); así como en el período de acumulación que comprende, además, los días inmediatamente anterior y posterior a tal anuncio (-1,1). También se observa que para toda la muestra se obtiene en promedio una rentabilidad anormal positiva y estadísticamente significativa con un nivel de confianza superior al 99% del 0,38% en el día del anuncio, que asciende al 0,71% (95% de significación estadística) en el intervalo (-1,1). Se trata de resultados que, además de significativos, son robustos y que vienen a confirmar los ya obtenidos por López Duarte y García Canal [2004] para el período 1990-1996. La empresa española ha recibido, en términos generales, el beneplácito de los inversores en sus proyectos de expansión internacional. No obstante, hay que tener en cuenta que los resultados mostrados en la tabla son promedios y que para los diferentes intervalos existe siempre un importante porcentaje de casos para el que se obtienen rentabilidades anormales negativas; ello implica que no todos los pro-

(9) De la base inicial se eliminaron todos aquellos acontecimientos en los que concurría alguna de las siguientes circunstancias: los precios de cotización diarios (de t = -130 hasta t = -11) no estaban disponibles en DataStream o no existían (bien por no haber cotizado la empresa suficientes días durante dicho período, bien porque la inversión había sido realizada por una entidad recientemente fusionada y/o adquirida lo que impide disponer de datos de cotización de la misma en todo el período necesario) (9,05% de los anuncios), los anuncios resultaban contaminados por el anuncio de algún otro acontecimiento (55,05% de los anuncios). Por lo que respecta a los anuncios que resultaron contaminados por el anuncio de algún otro acontecimiento coincidente temporalmente —en concreto, en la ventana comprendida entre los días ±3, siendo 0 el día del primer anuncio de la IDE— , cabe mencionar que la contaminación se debió al anuncio 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— (82,2%), beneficios (9,1%), lanzamiento 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%).

yectos han merecido una valoración positiva por parte del mercado. En las páginas siguientes tratamos de analizar cómo el modo de entrada interacciona con otras variables que definen el contexto de la inversión para explicar la valoración que el mercado de capitales realiza de los diferentes procesos de inversión en el exterior.

CUADRO 1
VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE

	Rentabilidad Anormal (RA%)	*Z (Test de Brown y Warner)*	*Casos Positivos %*
IDEs recogidas	RA_0 = 0,38 (0,87, -0,11)	3,10***	53,1
En la BD	$RA_{-1,1}$ = 0,71 (0,16, -0,22)	2,09**	54,1
(*N* = 194)			
* p < 0,1 **p < 0,05 ***p < 0,01			

(Intervalo de confianza al 95% entre paréntesis).

4.2. VALORACIÓN DE LOS DIFERENTES TIPOS DE IDE

Una vez analizada la valoración conjunta que el mercado realiza de los procesos de inversión, procedemos a estudiar la valoración del mismo en función de la fórmula elegida por la empresa inversora para materializar su IDE en el mercado receptor. Al objeto de analizar tal valoración diferenciada, procedimos a realizar una división de la muestra inicial en tres submuestras en las que se recogen las tres categorías ya mencionadas en el Epígrafe 2, obteniéndose los resultados que aparecen recogidos en el Cuadro 2, todos ellos relativos al día en el que se realiza el anuncio (día 0) y al período de acumulación -1,1.

CUADRO 2
VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: DIFERENTES FÓRMULAS DE INVERSIÓN

	Rentabilidad Anormal (RA%)	*Z (Test de Brown y Warner)*	*Casos Positivos %*
Filiales de plena	RA_0= 0,51 (1,58, -0,57)	1,45*	53,3
propiedad (*N* = 15)	$RA_{-1,1}$= -0,10 (1,01, -1,2)	0,038	33,3
Empresas conjuntas	RA_0= 0,13 (0,94, -0,68)	1,44*	53,3
(N= 45)	$RA_{-1,1}$ = -0,56 (0,90; -2,02)	-0,23	53,3
Adquisiciones	RA_0 = 0,45 (1,1, -0,20)	2,41***	53,0
(N = 134)	$RA_{-1,1}$ = 1,23 (2,47, 0,00)	2,64***	56,9
* p<0,1 **p<0,05 ***p<0,01			

(Intervalo de confianza al 95% entre paréntesis).

Si bien los resultados relativos al día en el que se lleva acabo el anuncio muestran que, en promedio, el mercado valora de forma positiva y significativa ante los diferentes modos de inversión considerados, superando el volumen de casos positivos el 50% en todos las categorías, no todos se mantienen cuando el período de acumulación considerado se amplía. Así, mientras que en el día del anuncio las filiales y empresas conjuntas generan rentabilidades positivas y significativas del 0,51 y 0,13%, respectivamente, tal reacción favorable no

se constata en el período de acumulación considerado. Por el contrario, el resultado relativo a las adquisiciones —valoración positiva y estadísticamente significativa al 99%— resulta no sólo concluyente, sino particularmente relevante, pues en la literatura empírica son mayoría los estudios que encuentran una rentabilidad anormal no positiva ante el anuncio de este tipo de operaciones —véase García-Canal *et al.* [2002]. Asimismo, López-Duarte y García-Canal [2004] no encontraron este resultado para el caso concreto de las adquisiciones internacionales realizadas por empresas españolas en el período comprendido entre 1990 y 1996. Cuando una inversión se materializa mediante la adquisición de una empresa, la prima o sobreprecio que se paga por los recursos de la empresa adquirida puede llegar a contrarrestar, al menos parcialmente, la capacidad de tales activos para generar rentas. Tal posibilidad se traduce, a su vez, en una potencial valoración negativa de la operación por parte del mercado. Pese a ello, el mercado parece haber valorado positivamente la internacionalización mediante adquisiciones de las empresas españolas. Cabe destacar que, en comparación con el desarrollo gradual que implica la creación de una nueva empresa en el mercado receptor, esta fórmula de expansión permite acelerar de forma importante el proceso de internacionalización de la empresa —Barkema y Vermeulen [1998]—, hecho que resulta particularmente relevante en el caso de las empresas españolas, dado el importante retraso en su expansión internacional que las mismas han adolecido hasta fechas relativamente recientes, según ha quedado expuesto en el epígrafe introductorio de este trabajo.

Cabe mencionar, no obstante, que bajo el epígrafe de adquisiciones se recogen procesos de inversión entre los que pueden existir diferencias importantes en lo que a la participación en el capital de la empresa adquirida se refiere, así como en los aspectos relativos a la propia materialización de la inversión. Así, puede distinguirse, en primer lugar, entre adquisiciones totales en las que la empresa inversora adquiere el 100% del capital de la empresa previamente localizada en el mercado receptor y adquisiciones parciales en las que únicamente toma una participación en dicho capital. En esta segunda categoría cabe distinguir, a su vez, las adquisiciones parciales puras (APs) —aquellas en las que la empresa inversora se limita a adquirir un determinado porcentaje del capital de la empresa adquirida—, de las adquisiciones parciales compartidas (ACs) —aquellas en las que varias empresas adquieren conjuntamente todo o parte del capital de una tercera empresa. Así, las adquisiciones compartidas requieren del desarrollo de dos procesos secuenciales: en primer lugar, un acuerdo de cooperación o alianza estratégica entre las diferentes empresas adquirentes por el cual toman la decisión de llevar a cabo la adquisición conjuntamente y especifican los términos en los que se llevará a cabo la misma; y, en segundo lugar, el proceso de adquisición propiamente dicho. Esta operación es muy habitual en el caso de las privatizaciones y procesos inversores en sectores regulados. El Cuadro 3 recoge los resultados para cada tipo de adquisición.

En el cuadro se observa que únicamente las adquisiciones totales presentan una rentabilidad anormal positiva y estadísticamente significativa que incluso llega a alcanzar el 1,78% en el período de acumulación considerado. Observamos, asimismo, que el porcentaje de casos positivos supera al obtenido en cualquier otra submuestra identificada hasta el momento, superando el 75% en dicho período. Para los restantes tipos de adquisiciones las rentabilidades obtenidas en promedio no resultan estadísticamente significativas, constatándose, asimismo, un porcentaje de casos positivos notablemente inferior al de las adquisiciones totales.

CUADRO 3
VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: DIFERENTES TIPOS DE ADQUISICIÓN

	Rentabilidad Anormal (RA %)	*Z (Test de Brown y Warner)*	*Casos Positivos %*
Adquisiciones totales (N = 29)	RA_0 = 0,62 (1,54, -0,31)	2,35**	72,4
	$RA_{-1,1}$ = 1,78 (2,83, 0,72)	2,36**	76,7
Adquisiciones parciales (N = 74)	RA_0 = 0,04 (0,47, -0,39)	0,83	45,2
	RA–1, 1 = 0,47 (1,23; -0,29)	0,76	49,3
Adquisiciones compartidas (N=31)	RA_0 = 0,05 (0,73, -0,63)	0,04	51,6
	$RA_{-1,1}$= 0,09 (1,37, -1,20)	0,44	51,6

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

(Intervalo de confianza al 95% entre paréntesis).

Son varias las posibles explicaciones a estos resultados. En el caso de las adquisiciones compartidas resulta lógico y esperable que las mismas generen una menor rentabilidad anormal: tal y como se ha mencionado anteriormente, este tipo de adquisiciones suele estar asociadas a procesos de privatización de empresas públicas. Tales procesos presentan, a su vez, un carácter competitivo susceptible de traducirse en una prima superior en el pago que se realiza por la compañía adquirida que, en muchos casos, puede no estar justificada [(10)]. Los resultados reflejan, asimismo, una clara preferencia de los inversores por las adquisiciones totales frente a las parciales. Esta preferencia podría estar mostrando que los inversores han valorado las adquisiciones como forma de acelerar el crecimiento, penalizando aquellas operaciones en las que la empresa adquirida tiene que negociar con otros inversores la gestión de la entidad localizada en el mercado receptor, así como compartir con ellas las rentas que se derivan de la explotación internacional de sus activos intangibles. Tal y como señalan López-Duarte y García-Canal [2002], las adquisiciones parciales constituyen una alternativa híbrida entre las empresas conjuntas y las adquisiciones totales que, en determinados contextos, pueden derivar en la combinación de las desventajas o costes de ambas fórmulas.

Una vez analizada la valoración diferenciada que el mercado realiza de los diferentes tipos de IDE, analizamos cómo el modo de entrada interacciona con otras variables representativas del contexto de la inversión a la hora de explicar las rentabilidades anormales obtenidas por la empresa española. A tal efecto hemos considerado una serie de variables relacionadas con las características propias del país receptor de la inversión —integración en determinadas áreas geográficas o económicas y/o organismos supranacionales y distancia cultural respecto a España—, así como otras propias de la empresa inversora, como el grado de acumulación de activos intangibles o el grado de discrecionalidad con la que cuentan sus directivos para realizar las inversiones en el exterior.

(10) De ahí que en la literatura sobre fusiones y adquisiciones se suela afirmar que sobre el vencedor de este tipo de pujas por una misma empresa recae «la maldición del ganador» [Hitt *et al.,* 2001].

4.3. Valoración de las IDEs: Interacción entre el modo de entrada y el contexto de la IDE

- *Modo de entrada y localización de la inversión*

El Cuadro 4 recoge la valoración que el mercado realiza de los proyectos de IDE considerando simultáneamente el modo de entrada elegido por la empresa y la localización de la inversión. En ella se recogen cuatro categorías de países destino de la inversión: la Unión Europea, América Latina, Resto de países de la OCDE no incluidos en las categorías anteriores y resto del mundo. Se trata de una clasificación en la que los países se han agrupado buscando una homogeneidad no sólo geográfica, sino también respecto del desarrollo económico y de las barreras percibidas por las empresas españolas para introducirse en los mismos. Cabe mencionar que, en el proceso de división de la muestra inicial se han generado algunas submuestras de muy reducido tamaño —problema extensible a otras divisiones realizadas en epígrafes posteriores. Si bien en el cuadro se recogen los resultados relativos a estas submuestras, su reducido tamaño no permite calcular la significación estadística de las rentabilidades anormales observadas.

Cuadro 4

Valoración bursátil de los procesos de IDE: modo de entrada y localización de la inversión

	U Europea *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*	*A Latina* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*	*Resto OCDE* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*	*Resto mundo* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*
Todas las IDEs	0,66***; 0,71* 49 55,1; 53,06	0,01; -0,23 99 52,1; 47,4	0,22; 1,55** 23 52,2; 69,6	0,26; 0,19 23 56,5; 65,2
FPPs	-0,44; -0,44 5 40,0: 20,0	0,8; -0,12 6 50,0; 33,3	0; 0 0 0; 0	1,26; 0,36 4 75,0;50,0
ECs	1,26*; 0,46 10 60,0; 50,0	-0,59; -1,47 22 47,6; 50,0	0,08; 0,03 4 50,0; 50,0	0,66; 0,93 9 66,7; 77,7
Todas las adquisiciones	0,64***; 0,96** 34 55,8; 58,8	0,13; 0,16 71 53,6; 49,8	0,23; 2,19** 19 52,6; 78,9	-0,5; -0,54 10 40,0; 60,0
Adquisiciones totales	0,86*; 0,64* 10 70,0; 60,0	0,36; 0,68 10 77,7; 45,0	1,44; 3,37 7 71,4; 100	2,08; 3,02 2 100; 100
Adquisiciones parciales	0,65**; 1,51** 20 52,9; 64,7	0,21; 0,22 41 53,8; 50,0	1,61; 0,85 7 14,3; 43,8	-0,93: -0,96 6 16,67: 50,0
Adquisiciones compartidas	0,53; -0,39 4 75,0; 25,0	-0,02; 0,26 20 40,0; 45,0	1,19; 2,41 5 80,0; 100	-1,77; -2,39 2 50,0; 0,0

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

En el cuadro se aprecia que a la hora de valorar el destino de las inversiones de las empresas españolas los inversores han primado claramente las operaciones realizadas en la Unión Europea. Para el conjunto de la muestra, únicamente las inversiones localizadas en la UE y en el resto de países OCDE han sido valoradas positivamente y de forma estadísticamente significativa por el mercado. En el primer caso, la rentabilidad anormal promedio de las nuevas IDEs alcanza el 0,66% en el día en el que se lleva a cabo el anuncio y el 0,71% en el período de acumulación considerado. Adicionalmente, este resultado es extensible para los diferentes modos de entrada utilizados por las empresas españolas para invertir en esta región, excepto para el caso de la creación de filiales de plena propiedad; si bien no resulta posible calcular la significación estadística de la rentabilidad anormal generada por las filiales, debido al reducido tamaño de la muestra, el promedio de dicha rentabilidad es negativo y el porcentaje de proyectos que generan una reacción positiva del mercado es particularmente reducido, lo que podría significar que las filiales de producción de nueva creación —lo que se conoce en la literatura al respecto como *greenfield wholly owned subsidiaries* [Caves y Mehra, 1986]— no son vistas como algo necesario para la internacionalización de las empresas españolas en el marco de la Unión Europea. Cabe señalar, adicionalmente, que son las adquisiciones (totales y parciales, no así las compartidas) realizadas en esta región las que reciben una valoración más positiva, y estadísticamente significativa, del mercado de valores, lo que resulta lógico, en la medida en que la realización de tales adquisiciones permite a la empresa superar las barreras de entrada, al tiempo que la UE constituye un contexto favorable para la integración de la empresa adquirida. Estos resultados, parecen apuntar al hecho de que la realización de inversiones en esta región sólo encuentran justificación cuando permiten un acceso eficaz a recursos externos que permitan acelerar el proceso de penetración de la empresa en el mercado receptor. También en el caso de las IDEs localizadas en el resto de países OCDE, las adquisiciones constituyen la fórmula mejor valorada por el mercado. Por lo que respecta a las IDEs localizadas en América Latina, éstas no generan un rentabilidad anormal estadísticamente significativa ni consideradas en su conjunto, ni analizadas en función del modo de entrada. Por lo que respecta a las inversiones localizadas en el «resto del mundo» los resultados no alcanzan significación estadística para ninguno de los modos de entrada considerados, presentando la mayor parte de las submuestras generadas un tamaño particularmente reducido.

- *Modo de entrada y distancia cultural entre los países origen y destino de la inversión*

Una segunda variable relacionada con el destino de la inversión que consideramos relevante es la distancia cultural existente entre los países origen y destino de la IDE. A tal efecto, la distancia cultural existente entre el país inversor y el país receptor de la inversión se midió a través de un índice similar al utilizado por Kogut y Singh [1988] —que en adelante denominamos Índice de Hofstede (IH). Este índice mide la distancia cultural entre España y cada una de las naciones receptoras a partir de las cuatro dimensiones de distancia cultural identificadas y medidas por Hofstede [2001]. Así, un mayor valor del índice implica una superior distancia cultural entre las dos naciones implicadas y viceversa. La distancia cultural se ha utilizado tradicionalmente en la literatura sobre Dirección Internacional para medir dos aspectos —Kogut y Singh [1988], Reuer y Koza [2000]—: de un lado, la desventaja del extranjero a que se enfrentan las empresas que invierten en el exterior; en este sentido, una mayor distancia cultural se puede traducir en pautas de comportamiento diferentes por parte de los consumidores, los trabajadores y/o las instituciones del país

receptor; del otro, el grado de dificultad que deben afrontar las empresas que se expanden a través de adquisiciones al objeto de integrar en su estructura organizativa a las empresas adquiridas. Dado que no existe una medida objetiva o umbral a partir del cual se considera que dos naciones son distantes o cercanas en términos distancia cultural, hemos optado por dividir nuestra muestra en dos submuestras de igual tamaño utilizando para ello el valor mediano del mencionado Índice de Hofstede. Los resultados obtenidos para el conjunto de la muestra y para cada uno de los modos de entrada considerados se recogen en el Cuadro 5.

CUADRO 5

VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: MODO DE ENTRADA Y DISTANCIA CULTURAL

	Menor Índice de Hofstede *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*	*Mayor Índice de Hofstede* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos_0; % $pos_{-1,1}$*
Todas las IDEs	0,24***; 0,14* 90 50,0; 50,0	0,22; 0,39 104 55,8; 55,8
FPPs	1,16; 0,57 7 42,9; 28,6	-0,06; 0,31 8 62,5; 37,5
ECs	-0,44; -0,85 15 47,7; 46,7	0,42; 0,23 30 56,7; 56,7
Todas las adquisiciones	0,3**; 0,72** 68 51,5; 55,9	0,16; 0,48 66 54,7; 56,3
Adquisiciones totales	0,27; 0,69 11 54,5; 72,7	0,83***; 2,45** 18 88,2; 82,4
Adquisiciones parciales	0,55; 1,24* 38 53,9; 58,9	-0,58; -0,67 36 38,9; 37,8
Adquisiciones compartidas	-0,15; -0,51 19 47,4; 32,3	0,38; 1,03* 12 58,3; 75,0
* p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01.		

Considerando la muestra en su conjunto, los resultados muestran que el mercado valora de forma positiva y estadísticamente significativa aquellas inversiones realizadas en los países que presentan una menor distancia cultural respecto a España —el resultado promedio para el día en que se lleva a cabo el anuncio es una rentabilidad anormal que asciende al 0,24% con una significación estadística superior al 99% y se mantiene en el período de acumulación—, valoración que no se constata cuando la IDE se localiza en el conjunto de naciones más distante culturalmente. Según se ha mencionado, una menor distancia cultural entre los países emisor y destino de la inversión implica una menor desventaja del extranjero para la empresa inversora y, por ende, una mayor probabilidad de obtener ren-

tas derivadas de la explotación internacional de los activos intangibles, entre ellos la experiencia, acumulados en su país de origen. Si bien de nuevo nos enfrentamos al problema del reducido tamaño de algunas submuestras (por ejemplo las dos relativas a las filiales de plena propiedad), las estimaciones relativas a algunas otras permiten extraer ciertas conclusiones; así, observamos, en primer lugar, que las adquisiciones (consideradas en su conjunto) generan una valoración más positiva y estadísticamente significativa cuando la inversión se localiza en países más cercanos en términos de distancia cultural. No obstante, la consideración de los diferentes tipos de adquisición ofrece resultados particularmente interesantes; en este sentido, llama la atención el signo positivo y estadísticamente significativo de la rentabilidad anormal promedio asociada al anuncio de adquisiciones totales en los destinos de mayor distancia cultural; signo que es negativo, aunque no estadísticamente significativo, para el caso de las APs y resulta nuevamente positivo en el caso de las ACs. Tal resultado puede estar recogiendo las dificultades que implica la realización de una adquisición parcial en un entorno de elevada distancia cultural. Así, tal y como se recoge en López-Duarte y García-Canal [2002], la realización de adquisiciones parciales en tales contextos constituye el modo de entrada menos adecuado, al menos cuando se compara con empresas conjuntas y adquisiciones totales. Así, al contrario de lo que ocurre cuando la adquisición es total, la adquisición parcial obliga a la empresa inversora a compartir la gestión de la unidad adquirida con un socio local que, a diferencia de lo que ocurre en el caso de crear una empresa conjunta, tiene menos incentivos para lograr la óptima combinación de recursos y culturas de las empresas implicadas [López-Duarte y García-Canal, 2002]. Una adquisición total, por el contrario, permite a la empresa inversora protegerse de la destrucción de valor que se deriva de la incompatibilidad cultural de los socios [Madhok, 1997], permitiendo a la empresa inversora replicar sus rutinas y cultura empresarial en el país receptor sin necesidad de negociar ni hacer concesiones a socios locales.

- *Modo de entrada y acumulación de activos intangibles de la empresa inversora*

La posesión de activos intangibles susceptibles de ser explotados por la empresa inversora más allá de las fronteras de su propio país constituye un factor tradicionalmente considerado por la literatura como desencadenante de la realización de inversiones directas en el exterior[(12)], así como de la valoración positiva que el mercado puede realizar de las mismas. El objetivo de nuestro trabajo en relación con este aspecto radica en analizar la valoración diferenciada del mercado en función de el modo de entrada elegido por la empresa para materializar su inversión.

La variable utilizada para aproximar el valor de los activos intangibles de la empresa inversora ha sido la ratio Q de Tobin medida a 31 de Diciembre del año inmediatamente anterior al año en el que se anunció la inversión recogida en la base de datos. Esta ratio es el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor de la suma de sus activos, por lo que, tal y como señalan Morck y Yeung [1992], se entiende que cuanto mayor sea dicha ratio, mayor es el valor de los intangibles de la empresa. Esta variable se construyó siguiendo el procedimiento de Chung y Pruitt [1994], permitiéndonos los datos disponibles calcular la Q de Tobin para el conjunto de empresas responsables de un total de 144 IDEs identificadas en la base de datos. Al objeto de dividir nuestra muestra en varias categorías

(12) Véanse, por ejemplo, Buckley y Casson [1976], Teece [1977] o Hennart [1982].

para estimar las rentabilidades anormales, se tomó como valor de referencia el valor mediano de estos 144 datos, obteniéndose los resultados que aparecen recogidos en el Cuadro 6. El mercado parece valorar más las inversiones realizadas por empresas con elevada Q de Tobin, que se corresponden con mayores oportunidades de inversión y activos intangibles. Las IDEs enmarcadas en esta submuestra obtienen para todo el conjunto de inversiones una rentabilidad anormal promedio positiva y significativa que alcanza en promedio el 0,64% en el período de acumulación considerado, mientras que las inversiones realizadas por empresas de menor Q no obtienen en promedio una rentabilidad anormal estadísticamente distinta de cero.

En el caso de las adquisiciones los inversores, tal como cabría esperar de acuerdo con el trabajo de Morck y Yeung [1992], valoran más las operaciones realizadas por empresas de mayor Q, que tienen la posibilidad de obtener rentas derivadas de la transferencia hacia la empresa adquirida de sus activos intangibles. No obstante, esta valoración positiva solamente se obtiene en las adquisiciones totales, donde la empresa captura todas las rentas que se derivan de esta transferencia, y en las adquisiciones compartidas, que como ya se comentó antes son propias de sectores en los que se dan procesos de privatización y en las que la concurrencia con otros socios es algo habitual. En el caso de las empresas con menor acumulación de activos intangibles, se observa una rentabilidad anormal positiva y significativa estadísticamente en las inversiones que adoptan la forma de empresa conjunta. Este resultado podría explicarse por el hecho de que en estos casos las empresas pueden encontrar de la mano de sus socios recursos intangibles que compensen la carencia de recursos propios. Con todo, las empresas con mayor Q también se pueden beneficiar de las empresas conjuntas pues tienen mayor poder de negociación a la hora de buscar socios [Chen *et al.,* 2000; López-Duarte y García-Canal, 2004]. Sin embargo, parece que los inversores prefieren que este tipo de empresas se decante por las adquisiciones, posiblemente porque a medida que adquieren experiencia internacional los problemas de integración de las adquisiciones se minimizan [Caves y Mehra, 1986].

CUADRO 6

VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: MODO DE ENTRADA Y ACUMULACIÓN DE INTANGIBLES

	Menor Q de Tobin *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*	*Mayor Q de Tobin* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*
Todas las IDEs	0,22; 0,07 64 54,7; 46,8	0,41**; 0,64* 80 56,3; 57,5
FPPs	-0,21; -0,63 5 40,0; 20,0	1,07; 0,94 5 60,0; 60,0
ECs	0,8**; 0,01* 15 73,3; 83,3	0,15; -0,71* 14 42,8; 35,7
Todas las adquisiciones	0,07; 0,17 44 50,0; 47,2	0,42**; 0,98*** 62 59,7; 62,9

(Continúa pág. sig.)

CUADRO 6 (CONT.)

VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: MODO DE ENTRADA Y ACUMULACIÓN DE INTANGIBLES

	Menor Q de Tobin *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*	*Mayor Q de Tobin* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*
Adquisiciones totales	0,42; 1,66* 11 54,5; 72,7	0,96**; 1,36** 15 86,7; 86,7
Adquisiciones parciales	0,11; -0,58 22 47,8; 27,8	0,08; 0,86 30 46,9; 62,5
Adquisiciones compartidas	-0,38; 0,2 11 45, 5; 63,3	0,72**; 0,46* 17 64,7; 64,7
* p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01.		

- *Modo de entrada y discrecionalidad directiva*

De acuerdo con la Teoría de la Agencia, las inversiones en el exterior serían vistas como medios a disposición de los directivos profesionales para la obtención de beneficios privados asociados al crecimiento de la empresa —como poder o prestigio— a costa de los intereses de los accionistas. De este modo, en las empresas dirigidas por directivos profesionales que tuviesen abundante tesorería discrecional [Jensen, 1986] existiría un mayor riesgo de destrucción de valor, pues se darían los máximos incentivos para un comportamiento oportunista. Al objeto de analizar el potencial problema asociado a la discrecionalidad directiva, utilizamos el volumen de tesorería de uso discrecional o *cash flow* libre —en adelante CFL— de que disponía la empresa a 31 de diciembre del año inmediatamente anterior al que se realizó la inversión recogida en la base de datos; siguiendo el procedimiento de Chen *et al.* [2000], construimos esta variable como la razón entre el beneficio operativo de la empresa, una vez deducidos del mismo los gastos financieros, impuestos y dividendos satisfechos por la misma, y los activos totales de dicha empresa. Los datos disponibles nos permitieron estimar la tesorería de uso discrecional asociada a un total de 107 inversiones. Al igual que en casos anteriores, utilizamos el valor mediano de la variable al objeto de dividir la muestra inicial en dos submuestras de igual tamaño. Los resultados obtenidos aparecen recogidos en el Cuadro 7.

Tal y como puede observarse en el cuadro, los resultados obtenidos para el conjunto de la muestra no apuntan a la existencia de una valoración diferenciada del mercado de valores en función del *cash flow* libre disponible por la empresa inversora. Así, si bien la rentabilidad anormal positiva es superior en la submuestra de empresas con menor CFL (manteniéndose en este caso la significación en el período de acumulación), en ambas submuestras el mercado valora de forma positiva los proyectos de IDE —alcanzando, en promedio, rentabilidades anormales que oscilan entre el 0,28% y el 0,51%. A priori, estos resultados no sustentarían la existencia de los problemas de agencia vinculados con la decisión de invertir en el exterior por parte de empresas españolas; sin embargo, el análisis de la valo-

ración del mercado ante los diferentes modos de entrada permite realizar algunos matices. Así, los inversores parecen valorar más positivamente las adquisiciones realizadas por las empresas con una menor tesorería de uso discrecional, ya que únicamente éstas generan una valoración estadísticamente significativa por parte del mercado. Por el contrario, las empresas conjuntas resultan mejor valoradas cuando existe una mayor discrecionalidad. Estos resultados apuntan, si bien no de forma concluyente, a una confirmación de las predicciones de la Teoría de la Agencia: en efecto, cabe esperar que los directivos que opten por realizar IDEs como medio para obtener beneficios privados valoren de forma muy diferente los distintos modos de entrada; de un lado, la creación de filiales supone un proceso de crecimiento más lento, las empresas conjuntas, por su parte, suponen compartir el poder con un socio. Es, por tanto, en el caso de las adquisiciones donde los beneficios privados aparecerían más rápido, pues la unidad adquirida estaría operativa y bajo el control de la adquirente desde el primer día.

CUADRO 7

VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS PROCESOS DE IDE: MODO DE ENTRADA Y DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA

	Mayor CFL *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*	*Menor CFL* *RA_0% $RA_{-1,1}$* *N.º IDEs* *% pos $_0$; % pos$_{-1,1}$*
Todas las IDEs	0,36**; 0,34 57 56,1; 87,8	0,51**; 0,28* 50 62; 50,0
FPPs	0,84; 0,27 7 57,1; 42,8	0,00; 0,00 1 100; 100
ECs	0,55*; 0,44 11 63,6; 54,5	0,45; -0,08 16 56,3; 43,7
Todas las adquisiciones	0,21; 0,33 39 53,8; 61,5	0,56*; 0,88* 33 63,6; 54,5
Adquisiciones totales	1,42; 1,84 7 85,7; 85,7	0,53; 1,4* 10 70,0; 80,0
Adquisiciones parciales	0,26; 0,00 18 42,1; 56,2	0,69; 0,65 16 62,5; 43,5
Adquisiciones compartidas	0,24; -0,32 14 57,1; 57,1	0,27; 0,81 7 57,1; 42,8

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

5. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo consisía en analizar la influencia del modo de entrada en la reacción del mercado de capitales ante el anuncio de inversiones directas en el exterior por

parte de empresas españolas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid. Los principales resultados que hemos obtenido evidencian lo siguiente:

- La empresa española ha recibido, en términos generales, el beneplácito de los inversores en sus proyectos de expansión internacional, que han generado en promedio una rentabilidad anormal del 0,38% en el día del anuncio, estadísticamente significativa y del 0,71% en el período de acumulación. Este resultado sugiere una valoración positiva de la capacidad de generar rentas a partir de la experiencia y capacidades acumuladas por parte de la empresa española.Las adquisiciones constituyen el modo de entrada para el que se han obtenido resultados más concluyentes relativos a la positiva valoración que el mercado realiza de las mismas.
- Dentro de las adquisiciones, las totales han generado, en promedio, rentabilidades superiores al 1%, resultado nada habitual en la literatura y que sugiere que los inversores han primado las posibilidades de aceleración de la expansión internacional que propicia esta forma de expansión internacional. Por contra, los inversores no han valorado positivamente aquellas operaciones en las que la empresa adquirente tiene que negociar con otros inversores la gestión de la filial así como compartir con ellas las rentas que se derivan de la explotación internacional de sus activos intangibles.
- Las empresas con mayor grado de acumulación de activos intangibles y mayores oportunidades de inversión generan mayor rentabilidad en sus inversiones exteriores que el resto. No obstante, los inversores valoran más las inversiones de estas empresas a través de adquisiciones; valorando más las inversiones de las restantes empresas cuando se producen a través de empresas conjuntas.
- La expansión hacia la Unión Europea ha generado mayores rentabilidades anormales que la dirigida hacia otras zonas, incluida América Latina que si bien ha recibido más inversiones que otras áreas geográficas, no ha obtenido una rentabilidad anormal positiva y significativa. En general, los inversores han valorado más positivamente la entrada de las empresas españolas en países con menor distancia cultural.

La principal aportación de este trabajo en relación a la literatura empírica existente radica en que se analiza globalmente la época de mayor desarrollo de la inversión exterior española. En particular, este análisis global complementa el realizado previamente por López-Duarte y García-Canal [2004]. Frente a este trabajo, nuestros datos muestran una valoración más concluyente que la observada en su muestra, al tiempo que se aprecian diferencias respecto de los modos de entrada. Mientras que en el trabajo de estos autores las empresas conjuntas eran el modo de entrada que generaba mayores rentabilidades anormales, este papel lo desempeñan ahora las adquisiciones totales, que son el modo de entrada que genera más rentabilidad para el conjunto de la muestra. En todo caso, nuestros resultados muestran inequívocamente que los mercados valoran el encaje entre el modo de entrada y el contexto de la inversión. De este modo, las adquisiciones totales son más valoradas allí donde la empresa tiene mayores intangibles, al tiempo que se invierte en un país con poca desventaja del extranjero. Las empresas conjuntas, que constituyen un medio de entrada que da más flexibilidad a la empresa inversora son preferidas en contextos en los que la empresa tiene menores intangibles, así como en países con elevada desventaja del extranjero e inestabilidad política.

Cabe mencionar, no obstante, que el presente trabajo presenta diversas limitaciones que apuntan a la necesidad de nuevos proyectos de investigación que permitan profundizar en

los resultados aquí alcanzados, proporcionen nueva evidencia empírica respecto de la valoración realizada por el mercado ante diferentes modos de inversión internacional y/o aborden diversos aspectos que no han sido objeto de investigación en el presente estudio. Así, el reducido tamaño de nuestra muestra o la ausencia de datos relativos a diversas variables ha hecho imposible el análisis de determinadas submuestras, así como el estudio de determinados aspectos que consideramos de interés, como, por ejemplo, la reacción diferenciada del mercado de valores cuando la IDE implica asimismo un proceso de diversificación empresarial o la influencia que sobre tal reacción ejerce la relación entre el tamaño de la empresa inversora y el del proyecto de inversión acometido. En segundo lugar, determinadas características de nuestra muestra pueden estar condicionando los resultados obtenidos; así, en la misma hay una sobrerepresentación de empresas que compiten en sectores tradicionalmente regulados —como *Energía y Agua, Petróleo, y Servicios Financieros,* entre otros— cuyas IDEs están en gran medida asociadas a procesos de liberalización y privatización de empresas públicas en los países receptores. Por último, si bien en el presente trabajo se ha aproximado el valor conjunto de los activos intangibles de las empresas inversoras a través de la ratio q de Tobin, no ha resultado posible obtener información relativa al valor individual de los diferentes intangibles de la empresa, como las capacidades tecnológicas o las habilidades directivas, entre otras. Creemos que también ésta es una línea de investigación en la que futuros trabajos deben profundizar.

BIBLIOGRAFÍA

BARKEMA, H. G., y VERMEULEN, F. [1998]: «International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective», *Academy of Management Journal,* Vol. 47 (1): 7-26.

BARNEY, J. B. [1986]: «Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy», *Management Science,* Vol. 32: 1.231-1.241.

BARNEY, J. B. [1988]: «Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis», *Strategic Management Journal,* Vol. 9: 71-78.

BROWN, S. J., y WARNER, J. [1985]: «Using daily stock returns», *Journal of Financial Economics,* Vol. 14: 3-31.

BUCKLEY, P. J., y CASSON, M. [1976]: *The Future of the Multinational Enterprise,* McMillan, London.

CAVES, R. E., and MEHRA, S. K. [1986]: «Entry of foreign multinationals into U.S. manufacturing industries», in PORTER, M. (Ed.): *Competition in global industries,* Boston: Harvard Business School Press.

CHEN, S.; HO, K.; LEE, C., y YEO, G. [2000]: «Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures», *Journal of Banking and Finance,* Vol. 24: 1.747-1.765.

CHUNG, K. H., y PRUITT, S. W. [1994]: «A Simple approximation of Tobin's q», *Financial Management,* Vol. 23: 70–74.

CLICK, R., y HARRISON, P. [2000]: «Does multinationality matter? Evidence of value destruction in multinational corporations», *FEDS Working Paper,* n.º 2000-21.

DOUKAS, J., y TRAVLOS, N. G. [1988]: «The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions», *The Journal of Finance,* Vol. 43 (5): 1.161-1.175.

DURÁN, J. J. (Ed.) [1996]: *Multinacionales Españolas I,* Pitámide, Madrid.

DURÁN, J. J. (Ed.) [1997]: *Multinacionales españolas II,* Pirámide, Madrid.

DURÁN, J. J. (Ed.) [1999]: *Multinacionales españolas en Iberoamérica,* Pirámide, Madrid.

ERRUNZA, V. R., y SEMBET, L.W. [1981]: «The effects of international operations on the market value of the firm. Theory and evidence», *Journal of Finance,* Vol. 36 (2): 401-417.

ERRUNZA, V. R., y SEMBET, L. W. [1984]: «International corporate diversification, market valuation, and size adjusted evidence», *Journal of Finance,* Vol. 48: 1.629-1.658.

GARCÍA-CANAL, E.; SÁNCHEZ, P., y VIDAL, M. [2002]: «Valoración del mercado de capitales ante los procesos de combinación empresarial: Un panorama», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa,* Vol. 11 (4): 111-134.

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: 361-374.

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: 1.054-1.070.

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: 1-12.

HITT, M. A.; HARRISON, J. S., y IRELAND, R. D. [2001]: *Mergers & acquisitions: A guide to creating value for stakeholders,* Oxford University Press, New York.

HOFSTEDE, G. [2001]: *Culture's consequences: International differences in work-related values,* Beverly Hills, Sage, 2.ª Ed.

HYMER, S. H., [1960/1976], *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment,* Cambridge, MA, MIT Press.

JENSEN, M. C. [1986]: «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review,* Vol. 76: 323-329.

KOGUT, B., y SINGH, H. [1988]: «The effect of national culture on the choice of entry mode», *Journal of International Business Studies,* Vol. 19: 411-432.

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): 304-324

LÓPEZ DUARTE, C., y GARCÍA-CANAL, E. [2004]: «Creación de valor en la expansión internacional a través de las inversiones directas en el exterior: el caso de las empresas españolas», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* Vol. 817: 51-65.

MADHOK, A. [1997]: «Cost, value and foreign market entry mode: the transaction and the firm», *Strategic Management Journal,* Vol. 18: 39-61.

MCWILLIAMS, A., y SIEGEL, D. [1997]: «Event studies in management research: Theoretical and empirical issues», *Academy of Management Journal,* Vol. 40 (3): 626-657.

MORCK, R., y YEUNG, B. [1992]: «Internalization: An event study test», *Journal of International Economics,* Vol. 33: 41-56.

OCDE/OECD [2001]: *New patterns of industrial globalisation: Cross-border mergers and acquisitions and strategic alliances,* OECD, París.

REAL DECRETO 672/1992, sobre Inversiones Directas en el Exterior.

REAL DECRETO 664/1999, sobre Inversiones Exteriores.

REUER, J. J., and KOZA, M. P. [2000]: «On lemons and indigestibility: Resource assembly through joint ventures», *Strategic Management Journal,* Vol. 21 (2): 195-197.

SHARPE, S. [1964]: «Capital asset pricing: A theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of Finance,* Vol. 19: 425-442.

TEECE, D. J. [1977]: «Technology transfer by multinational firms: The resource cost of transfering technological know-how», *Economic Journal,* Vol. 87: 242-261.

UNCTAD [2004]: *World investment report,* UNCTAD.

VIDAL, M. [2000]: «Las Alianzas Estratégicas Globales para la Internacionalización. Su Contribución a la Creación de Valor en la empresa», *Economía Industrial,* Vol. 333: 49-56.

VIDAL, M., y GARCÍA CANAL, E. [2003]: «Complementarity and leverage as driver of the stock market reaction to global alliance formation», *Long Range Planning,* Vol. 36, n.º 6: 565-578.

ZAHEER, S. [1995]: «Overcoming the liability of foreignness», *Academy of Management Journal,* Vol. 38: 341-363.

ANEXO I

LISTADO DE EMPRESAS INVERSORAS Y NÚMERO DE *NUEVAS* IDEs REALIZADAS POR CADA UNA DE ELLAS E INCLUIDAS EN LA BASE DE DATOS

Empresa inversora (nombre nuevo y/o actualizado en paréntesis)	*Sector de actividad*	*N.º de IDEs inclido en la base de datos*
Abengoa	Servicios a empresas	1
Acciona	Construcción	1
Acerinox	Mf. Productos metálicos	3
Acesa (Abertis)	Transportes y comunicaciones	1
Altadis	Mf. Alimentación, bebidas y tabaco	1
Amadeus	Otros servicios	1
Amper	Mf. Productos eléctricos	2
Arcelor	Mf. Productos minerales	1
Argentaria (BBVA)	Servicios financieros	3
Asland cementos	Mf. Materiales de construcción	1
Asturiana de zinc	Mf. Productos minerales	1
Banco Bilbao Vizcaya (BBVA)	Servicios financieros	11
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Servicios financieros	4
Banco Central Hispano	Servicios financieros	4
Banco Santander	Servicios financieros	6
Banco Santander Central Hispano (BSCH)	Servicios financieros	2
Befesa	Servicios a empresas	1
Campofrio	Mf. Alimentación, bebidas y tabaco	6
Cementos Portland	Mf. Materiales de construcción	1
Cepsa	Petróleo	2
Cie Automotive	Mf. Equipo de transporte	2
Cortefiel	Mf. Textiles y cuero	2
Cristaleria Española	Mf. Materiales de construcción	2
Cubiertas	Construcción	1
Dogi Internacional	Mf. Textiles y cuero	1
Dragados y Construcciones	Construcción	6
Ebro Puleva	Mf. Alimentación, bebida y tabaco	1
Endesa	Electricidad, gas y agua	10
Ferrovial	Construcción	3
Fomento de Construcciones y Contratas (FCC)	Construcción	4
Funespaña	Otros servicios	1
Gamesa	Electricidad, gas y agua	1

(Continúa pág. sig.)

ANEXO I (Cont.)

LISTADO DE EMPRESAS INVERSORAS Y NÚMERO DE *NUEVAS* IDEs REALIZADAS POR CADA UNA DE ELLAS E INCLUIDAS EN LA BASE DE DATOS

Empresa inversora (nombre nuevo y/o actualizado en paréntesis)	*Sector de actividad*	*N.º de IDEs inclido en la base de datos*
Gas natural	Electricidad, gas y agua	2
Hidroelectrica del Cantabrico	Electricidad, gas y agua	1
Huarte		1
Hoteles Sol Melia	Hoteles y restaurantes	3
Iberdrola	Electricidad, gas y agua	7
Iberpistas (Abertis)	Transportes y comunicaciones	1
Indo	Mf. Material óptico	4
Mapfre Corporación	Seguros	6
Midesa (Logista)	Transporte y logística	1
Natra	Mf. Alimentación, bebida y tabaco	1
NH hoteles	Servicios a empresas	2
Obrascón Huarte Lain (OHL)	Construcción	4
Picking Pack (Service Point)	Servicios a empresas	7
Prosegur	Servicios a empresas	9
Repsol (Repsol - YPF)	Petróleo	8
Sociedad General de Aguas de Barcelona (AGBAR)	Electricidad, gas y agua	12
Sos Arana (Sos Cuétara)	Mf. Alimentación, bebidas y tabaco	2
Sos Cuétara	Mf. Alimentación, bebidas y tabaco	1
Tabacalera (Altadis)	Mf. Alimentación, bebidas y tabaco	2
Tableros de Fibras (TAFISA)	Mf. Papel y Madera	2
Tavex Algodonera	Mf. Textiles y cuero	1
Tele Pizza	Hoteles y restaurantes	1
Telefonica	Telecomunicaciones	12
Tubacex	Mf. Productos metálicos	1
Union Fenosa	Electricidad, gas y agua	6
Unipapel	Mf. Papel y madera	1
Uralita	Mf. Materiales de construcción	3
Valenciana de Cementos	Mf. Materiales de construcción	4
Viscofan	Mf. Productos plásticos	2

Discusión

sobre

Formación de precios en un Mercado artificial de doble subasta continua

Constantino José García Martín *. Universidad de Valencia

1. INTRODUCCIÓN

Son múltiples los trabajos que podemos encontrar, entre los que se encuadraría el presente estudio, cuyo objetivo es analizar la incidencia de determinadas decisiones en el valor de la empresa.

Es evidente que las decisiones adoptadas por parte de los directivos de las empresas deberían ir encaminadas a la generación de valor para sus propietarios. Además, si aceptamos que los precios de los activos recogen el valor actualizado de las rentas futuras esperadas (en función del volumen de información que las empresas transmiten al mercado), una forma de contrastar la conveniencia o no de una decisión es a través la observación del comportamiento del precio del título en el momento que los inversores reciben y valoran la información transmitida al mercado.

La internacionalización de la economía española ha provocado un doble flujo de inversiones. Por una parte, la entrada de capital extranjero en las empresas españolas y, por otra, la expansión de las empresas nacionales a través de la inversión en los mercados internacionales. Este último aspecto es el objetivo principal del presente trabajo, esto es, analizar como el mercado valora la decisión de realizar una inversión directa en el exterior (IDE) y, de forma complementaría, estudiar si la elección del modo de entrada tiene capacidad explicativa en la valoración realizada.

El interés del trabajo se puede justificar por dos motivos. Por una parte, al abordar el análisis de un tipo de operaciones que, como se pone de manifiesto en el trabajo, ha experimentado un incremento significativo en nuestra economía y, por otro lado, al aportar evidencia adicional que, concretamente para el caso español, es más bien escasa.

Sin embargo, tras la lectura del trabajo encuentro serías dudas sobre si los resultados realmente reflejan la valoración que el mercado realiza de los sucesos aquí analizados o, si dicho comportamiento, es consecuencia de la forma en que se ha aplicado la metodología.

Como justifican los autores, la metodología utilizada es la del «estudio de acontecimientos» o «estudio de sucesos» que, a través del análisis del comportamiento de los precios de los activos, consigue aproximar la repercusión de una decisión empresarial. Esta aproximación se obtiene como mera comparación entre el comportamiento real de los precios en el

* Departament de Finances Empresarials, Facultat d'Economia, Avda. Tarongers, s/n, 46022. Valencia. Tel.: +34 96 3828369, E-mail: constantino.garcia@uv.es.

momento en el que la información referente al suceso es transmitida al mercado con el que se hubiese esperado obtener en caso de ausencia de dicho acontecimiento.

Así, es necesario la elección de un modelo generador de rendimientos y contar con un periodo de tiempo lo suficientemente amplio no contaminado por el suceso analizado para estimar los parámetros de dicho modelo. En el caso que nos ocupa, el modelo seleccionado como generador de rendimientos esperados ha sido el conocido modelo de mercado y, por lo que respecta a la ventana de estimación, se utilizan los 120 días de cotización pertenecientes a la ventana [-130, -11]. Se prescinden de los diez días de cotización inmediatamente anteriores al suceso ya que pueden descontar el acontecimiento y, por lo tanto, influir en la estimación de los parámetros del modelo e indirectamente en los resultados obtenidos.

La muestra analizada se eleva a 194 anuncios de IDEs realizados por 61 empresas pertenecientes al mercado continuo español (SIBE) durante el periodo 1990-2003.

Profundizando en la muestra objeto de estudio podemos observar, para determinadas empresas, una consecución de IDEs que implicaría la no disposición de datos no contaminados por el suceso para ser utilizados en la estimación de los parámetros del modelo de mercado. Por ejemplo, en la muestra objeto del análisis encontramos:

De los tres anuncios analizados de Acerinox, dos fueron realizados en 1990.

De los once anuncios del BBV, tres fueron en 1996, dos en 1997 y tres en 1999.

De los cuatro del BBVA, dos en 1999.

De los diez de Endesa, dos fueron en 1999, y dos en el año 2000.

De los cuatro de OHL, tres fueron en el 2002.

De los ocho de Repsol, tres se realizaron en 1996 y dos en 1998.

Prosegur, Unión Fenosa, Telefónica, etc.

Si los autores utilizan la ventana [t0-130, t0-11] para estimar los parámetros del modelo de mercado, difícilmente pueden garantizar que los datos de dicha ventana no estén contaminados por una IDE, aspecto que se ve agravado si tenemos presente que otro número importante de anuncios se realizan en años consecutivos y, en función de la fecha considerada como fecha suceso, podrían estar influenciados por un proceso de inversión en el exterior.

En resumen, si los procesos de IDE tienen influencia en la valoración de la empresa, aunque la evidencia empírica existente no nos permite decantarnos a favor de si crean o destruyen valor, mi pregunta es ¿los resultados obtenidos pueden estar influenciados por los datos utilizados para la estimación del rendimiento esperado?. Si esto es así uno de los aspectos que pueden ser argumentados a favor del trabajo, esto es, aportar evidencia adicional respecto a la valoración que realiza el mercado ante este tipo de acontecimientos pierde su valor.

Adicionalmente, al abordar el segundo objetivo del trabajo hubiese sido conveniente aplicar un test no paramétrico que permitiera dar mayor generalidad a los resultados obtenidos. Debemos tener presente que se han realizado diferentes submuestras no obteniendo en la mayoría de ellas un número de elementos lo suficientemente elevado para poder asumir las hipótesis asumidas al aplicar los test paramétricos.

En definitiva, el objetivo del trabajo puede ser interesante tanto por la importancia que este tipo de acontecimientos ha tenido en nuestra economía en los últimos años, como por el reducido número de trabajos lo abordan contrastando sus efectos en nuestro propio mercado. Si bien, la aplicación metodológica realizada deja serias dudas sobre si los resultados aquí presentados son consecuencia de la inversión directa en el exterior.