

# DESTINO DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS: PAÍSES INDUSTRIALES VERSUS PAÍSES EN DESARROLLO<sup>1</sup>

MARISA RAMÍREZ ALESÓN  
JOSÉ MANUEL DELGADO GÓMEZ  
MANUEL ESPITIA ESCUER  
*Universidad de Zaragoza*

La importancia de las inversiones directas exteriores en los Países Industriales se está viendo erosionada a favor de los Países en Desarrollo. Por ello, el objetivo del presente trabajo es determinar si existen características empresariales que tengan un impacto en la decisión de este destino. Los resultados principales indican que las empresas españolas de la muestra con un mayor grado de diversificación internacional, que tienen una mayor disponibilidad de recursos intangibles y un mayor tamaño, todo ello con respecto a su sector, tienden a localizar sus inversiones en países en desarrollo. Por el contrario, se ha observado que la presencia anterior en el país de destino tiene un impacto mayor cuando se invierte en un país industrial.

*Palabras clave:* inversiones directas exteriores, países industriales/países en desarrollo, empresas españolas, características (tamaño, trabajo/capital, intangibles, internacionalización).

*Clasificación JEL:* F23.

Las inversiones directas exteriores (IDEs) se han consolidado como una fuerza conductora fundamental del proceso de globalización que caracteriza la economía actual. Como queda recogido en el *World Investment Report* de la UNCTAD (1998), los flujos de entrada de inversiones directas internacionales han pasado de 159.331 millones de dólares (M\$), de media, en el período 1986-1991, a una entrada estimada de 400.486 M\$ en 1997. Los países industriales son los principales receptores de las IDEs, pero su importancia en los últimos años se está viendo erosionada a favor de los países en desarrollo. Las inversiones que reciben estos últimos han pasado de representar 1/5 del total en 1990 a ser la tercera parte en 1997.

---

(1) Este trabajo ha sido financiado por el Proyecto de la CICYT SEC99-1087-CO2-02 y el SEC2002-00835 financiado por el MCYT-FEDER. Los autores agradecen las sugerencias realizadas por los dos evaluadores anónimos.

Las economías en desarrollo se han caracterizado por tener altos niveles de incertidumbre: inestabilidad política, elevadas tasas de inflación... Sin embargo, esta situación está cambiando durante los últimos años. A principios de los 90 la tasa de inflación de los países en desarrollo se situaba alrededor del 61,8% (frente al 6% en los países industriales) y durante 1996, esta tasa era del 10,2% (2,4% en los países industriales). Además, estos mercados emergentes están adquiriendo un notable atractivo por sus expectativas de crecimiento y por sus extensos mercados todavía sin explotar. En 1996, el crecimiento medio anual era del 6,2%, más del doble que el de los países industriales (2,6%). A todo ello hay que añadir que un gran número de estos países están introduciendo cambios regulatorios que potencian la entrada de flujos de inversiones [véase UNCTAD (1998), p. 56] y que, además, se están enfrentando a procesos de liberalización.

Como consecuencia de todo ello, se ha generado un creciente interés inversor en estos mercados en desarrollo, lo que ha motivado el estudio de sus características. Así, existen algunos trabajos que analizan individualmente las características de dichos países (especialmente India, China o Brasil), su evolución, o los resultados obtenidos por las empresas en función de la ubicación de sus inversiones (Países Industriales/en Desarrollo)<sup>2</sup>.

Por el contrario, no se han realizado estudios que se centren en las características empresariales (tales como el tamaño, disponibilidad de recursos intangibles, o grado de diversificación internacional) y su impacto en la elección de localizar las inversiones de la empresa en mercados con diferente nivel de desarrollo.

Sin embargo, la importancia de estos factores específicos se recoge en las principales teorías que explican el proceso de internacionalización. Bajo la teoría de internalización, Buckley y Casson (1976) establecen que la localización de las inversiones empresariales estará supeditada a estos factores específicos de la empresa así como a aquellos propios de la industria y del país. Siguiendo este razonamiento, Dunning (1977, 1979, 1981, 1995) en su Enfoque Ecléctico, recoge dichos factores en lo que denomina "ventajas de propiedad". Éstas hacen referencia a la posesión de activos específicos o intangibles (posesión de una tecnología superior, capacidad de dirección, sistemas organizativos, capacidad innovadora...) que le dan cierta superioridad frente a sus competidores y que son, al menos por un período de tiempo, exclusivos de la empresa. Estas ventajas se combinan con las ventajas de localización y las ventajas de internalización o de transacción. Posteriormente, Dunning (1998), reconoce la importancia creciente que tiene la acumulación de activos intangibles basados en el conocimiento, como factor clave a la hora de llevar a cabo una decisión de IDE y, especialmente, para la elección del lugar de destino de ésta.

Así, Davidson (1980) obtiene que las empresas norteamericanas prefieren invertir en países industriales ya que su similitud con el país de origen, por una parte, facilita la transferibilidad de los recursos intangibles hacia los mismos y, por otra, les enfrenta a un menor nivel de incertidumbre cuando invierten en di-

---

(2) Véase el volumen 43, número 3 de la revista *The Academy of Management Journal* del año 2000 (*Special Research Forum on Emerging Economies*).

chos entornos. Sin embargo, esta preferencia disminuirá a medida que las empresas vayan estableciéndose en nuevos países debido a que pueden acumular o generar nuevos intangibles, ya sean derivados de la gestión compartida entre diferentes negocios/mercados, de su mayor tamaño o del propio proceso de internacionalización [Morck y Yeung (1991); Dunning (1995)]. Por ello, las empresas que han desarrollado ventajas competitivas de carácter transaccional por su actividad multipaís serán las que mejor posicionadas estén para poder explotar las ventajas ofrecidas por los procesos de liberalización y apertura de determinadas economías, lo que explicaría este incremento de inversiones hacia los países emergentes o en desarrollo [Durán (2001), p. 108]. O, como indica Pantzalis (2001), las empresas internacionalizadas son un vehículo más seguro para invertir en mercados exteriores y, en particular, en mercados en desarrollo.

Además, como indican Hoskisson *et al.* (2000), los recursos que crean ventaja competitiva en los mercados en desarrollo son, en su totalidad, intangibles. Las ventajas generadas por los intangibles, según Tallman y Fladmoe-Lindquist (1994), pueden ser tecnológicas o de mercado, de forma que las empresas deben hacer esfuerzos simultáneos para, por una parte, extraer rentas de los recursos existentes, principalmente en países menos desarrollados, y, por otra, para desarrollar nuevas capacidades, principalmente en países industriales, que les proporcione rentas futuras.

Desde la teoría de los costes de transacción se argumenta que esta inversión en mercados en desarrollo es debida al escaso desarrollo de sus mercados de capitales y laboral [Hoskisson *et al.* (2000)]. Así, como indica Pantzalis (2001), las empresas internacionalizadas tienen una mayor probabilidad de tener éxito en la explotación de estas imperfecciones de mercado en países menos competitivos y menos desarrollados.

Por ello, partiendo del creciente interés por los países en desarrollo como mercados de destino y de la importancia que los factores empresariales tienen en la decisión de internacionalización y localización de las inversiones de la empresa, en el presente trabajo se trata de establecer si las características específicas de la empresa española afectan en su decisión de localizar sus nuevas filiales en mercados de diferente nivel de desarrollo. Las empresas invertirán en aquellos mercados en los que puedan explotar sus características y obtener ventajas que le den cierta superioridad frente a los competidores locales.

Para ello, se utiliza una muestra de 294 nuevas filiales, establecidas por 39 empresas multinacionales españolas durante 1993-1996. El proceso de selección y elaboración de la muestra se recoge en el siguiente apartado junto con la definición y justificación de las variables objeto de estudio. A continuación, tras la presentación del modelo, se realiza un análisis Logit y se comentan los resultados. Se finaliza con un apartado de conclusiones que recoge, a su vez, las aportaciones y limitaciones del presente estudio.

## 1. MUESTRA Y VARIABLES UTILIZADAS

Para llevar a cabo el objetivo de estudio, se parte de la información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El motivo de cen-

trarse en esta fuente es doble. Por una parte, proporciona, con garantías de fiabilidad y exactitud, las Auditorías de estas empresas para cada uno de los años. Y, por otra, el cálculo de una de las variables ( $q$  de Tobin) requiere que las acciones de la empresa coticen en el mercado de valores.

A partir de ella, se obtiene información para 103 empresas no financieras<sup>3</sup> que representan el 42% del total de empresas no financieras que han cotizado de forma continuada en el Mercado de Valores Español durante el período 1991-1996<sup>4</sup>.

Del estudio de sus auditorías se identifican 55 empresas con filiales en el exterior, de las cuales 39<sup>5</sup> empresas han incrementado esta presencia exterior con 294 nuevas filiales durante los años analizados (1993-1996)<sup>6</sup>.

El destino de la inversión realizada por la empresa corresponde a la variable dependiente. Se instrumenta a partir de una variable binaria que toma el valor de uno si la nueva filial se ubica en un País Industrial, y de cero si ha sido en un País en Desarrollo. Esta clasificación se ha obtenido a partir del “Informe sobre el desarrollo mundial” del Banco Mundial (1996), que se basa en el nivel de Producto Nacional Bruto (PNB) per cápita del año 1993. En particular, el Banco Mundial (BM) considera “países industriales” aquellos con un PNB per cápita superior a 8.626 dólares y “países en desarrollo” los restantes. Esta clasificación es semejante a la realizada por organismos como las Naciones Unidas o el Fondo Monetario Internacional.

Como se observa en el Cuadro 1, donde se presenta la distribución de las nuevas filiales, el destino principal de las nuevas inversiones corresponde a países denominados “en desarrollo”, siendo la tendencia creciente a lo largo del período. Sin embargo, esta tendencia permanece estable para las inversiones en “países industriales” hasta 1995 y en 1996 experimenta un fuerte crecimiento aunque en menor grado que el observado en las inversiones dirigidas hacia “países en desarrollo”.

A continuación se presentan las variables que recogen aquellos factores que pueden influir en la localización de las filiales.

La Presencia Anterior en el País es una variable binaria que indica si la empresa disponía en el año anterior (valor uno) o no (valor cero) de otras filiales en el país en el que realiza la nueva inversión. Dicha información se ha obtenido del análisis de la evolución de la presencia exterior de las empresas en los años pre-

---

(3) La representatividad de estas empresas sobre los datos de Contabilidad Nacional Española (excluidos los de las Administraciones Públicas, créditos y seguros y sector primario) es de aproximadamente un 11% del valor añadido para 1995. Además, suponen el 72,6% de las empresas que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid (excluidas las empresas financieras) en 1996.

(4) Aunque el estudio se centra en los años 1993-1996, se requiere de información desde 1991.

(5) Corresponden principalmente a empresas de propiedad nacional (en el 72% de las empresas, más del 80% de su capital está en propiedad de personas físicas o jurídicas con residencia o sede en España).

(6) Cabe destacar que estudios previos, como los de Morán (1994) y Durán (1996), indican que algo más de medio centenar de empresas contabilizan el 85% de la inversión directa exterior (IDE) española realizada.

Cuadro 1: DISTRIBUCIÓN DE LAS NUEVAS FILIALES POR AÑO Y DESTINO

Año de la inversión	Países industriales	Países en desarrollo	Total
1993	28	12	40
1994	25	35	60
1995	25	36	61
1996	46	87	133
Total	124	170	294

vios a la nueva inversión. Como indican Delios y Henisz (2000), las capacidades necesarias para tener éxito en un nuevo mercado pueden diferir significativamente de aquellas requeridas en los mercados en los que las empresas ya están establecidas. Las empresas que deseen entrar por primera vez en un mercado tendrán que superar las barreras a la entrada existentes en los mismos. Por el contrario, aquellas con presencia en el mismo poseerán información y experiencia previa sobre el mercado objetivo, lo que facilitará y potenciará la instalación de nuevas filiales en dicho destino.

La asignación de cada empresa inversora a un Sector se realiza a partir de su actividad principal siguiendo la clasificación SIC (*Standard Industrial Classification*). Se agrupan en nueve sectores, cada uno representado mediante una variable binaria. Estos sectores se presentan en el Cuadro 2 junto con la distribución de las nuevas filiales (por sector y destino).

Cuadro 2: DESTINO DE LA INVERSIÓN Y SECTOR DE LA EMPRESA INVERSORA

Sectores	P. industriales	P. en desarrollo	Total
Productos Alimenticios	20	25	45
Industria Textil y de la Madera	4	2	6
Petróleo, Pdtos. Químicos, Caucho y Mat. Plásticos	29	44	73
Productos Metálicos y Mecánicos	7	0	7
Maquinaria, Automoción y Equipamiento de Comunicaciones y Transporte	8	6	14
Electricidad, Gas y Agua	19	42	61
Construcción	20	33	53
Inmobiliarias y Actividades de la Empresa	6	5	11
Transporte y Comunicación	11	13	24
Total	124	170	294

El Sector al que pertenece la empresa inversora (matriz) es útil para caracterizarla, ya que informa de la actividad que realiza y es una buena aproximación del nivel tecnológico de la misma. Sin embargo, su aplicación no está exenta de limitaciones. Por una parte, esta clasificación hace referencia a grandes sectores, por lo que se pierde información sobre las diferencias tecnológicas entre sectores definidos con un mayor nivel de desagregación. Y, por otra, las actividades desarrolladas por las filiales no siempre coinciden con las de la empresa matriz.

El resto de variables recogen información sobre la estructura (tamaño, relación de intercambio entre los factores trabajo y capital, y la disponibilidad de recursos intangibles) y la estrategia (grado de diversificación internacional) de la empresa que realiza la nueva inversión.

El Tamaño, medido como el logaritmo de las ventas, es una variable habitualmente utilizada en los estudios empíricos en los que se analizan comportamientos estratégicos. Como indican Agarwal y Ramaswami (1992), las empresas deben hacer frente a unos costes muy elevados para llevar a cabo su expansión internacional y lograr competir con éxito frente a las empresas nacionales, costes que se incrementan con el nivel de incertidumbre del país de destino. El tamaño de la empresa permitiría medir la capacidad de la empresa para absorber estos costes.

Las aportaciones clásicas han postulado que, en general, las inversiones procedentes de empresas intensivas en capital se dirigirían hacia países industriales, mientras que aquellas con una fuerte necesidad de mano de obra lo harían hacia países en desarrollo, donde los costes de mano de obra serían menores. Por ello, se incorpora en el estudio una variable que se aproxima a la relación existente entre el factor trabajo y el factor capital en la empresa inversora, y que se define como el cociente entre los gastos anuales en personal y el inmovilizado material neto de la empresa inversora.

La disponibilidad de Recursos Intangibles de la empresa, como se ha demostrado a lo largo de la literatura, es un factor fundamental en la internacionalización de la empresa. Así, las empresas dirigirán sus nuevas inversiones hacia aquellos países en los que considere que la explotación de dichos recursos consolidará o generará ventajas que le permitan tener cierta superioridad sobre sus competidores. Se mide a través de una aproximación basada en el valor de mercado de la empresa. Siguiendo a Hirschey y Weygant (1985) y a Mork y Yeung (1991, 1992), el valor de mercado de una empresa [VM] puede expresarse como la capitalización de los beneficios atribuidos a los activos tangibles [VM(T)] más los atribuidos a los intangibles [VM(I)]:  $VM = VM(T) + VM(I)$ . El valor de mercado de la empresa es observable y el valor de mercado de los activos tangibles puede aproximarse a través de los activos a su coste de reposición [CR(T)]. Con esta información se puede obtener la ratio de valoración o “q” de Tobin:  $q = VM/CR(T) = 1 + [VM(I)/CR(T)]^7$ . Un valor de la q superior a uno indicará la existencia de activos intangibles. Esta medida reflejaría no sólo los gastos en publicidad e I+D,

---

(7) La utilización de la q de Tobin implica aceptar eficiencia en los mercados de capitales.

sino también las ventajas procedentes de un mayor conocimiento, experiencia, habilidad directiva, capacidades organizacionales, etc<sup>8</sup>. La metodología utilizada para estimar esta ratio (véase Anexo 1) corresponde a la seguida por Espitia (1985) que a su vez se basa en Lindenberg y Ross (1981).

Finalmente, el Grado de Diversificación Internacional es recogido a través del índice de Diversificación de Mercado Global (GMD)<sup>9</sup>. Este índice de entropía se basa en el porcentaje de filiales que posee una empresa en el área geográfica “a” sobre el total de filiales en el extranjero ( $f_a$ ):

$$\text{GMD} = - \sum_{a=1}^A f_a \ln f_a,$$

de forma que su valor aumenta con el grado de internacionalización de la empresa. Por tanto, se requiere clasificar el mercado mundial en diferentes áreas geográficas, de forma que se mantenga la homogeneidad dentro de cada grupo y la heterogeneidad entre ellos. Las seis áreas definidas son: Unión Europea, Norteamérica<sup>10</sup>, otros Países Industriales, Paraísos Fiscales<sup>11</sup>, Latinoamérica y otros Países en Desarrollo.

Las cuatro últimas variables son introducidas en el modelo con un retardo de un período, ya que se trata de analizar su influencia previa a la decisión de dirigir la nueva inversión hacia un país industrial o hacia un país en desarrollo. Además, con el fin de controlar la influencia del ciclo económico y los efectos sectoriales específicos, el valor de cada una de estas variables, para cada empresa, se normaliza restándole el valor de su mediana sectorial anual obtenida a partir de la muestra inicial de 103 empresas<sup>12</sup>:

$$\text{Variable}^{\text{Corregida por Sector}} = \text{Variable}^{\text{empresa}}_{t-1} - \text{Mediana} [\text{Variable}^{\text{sectorial}}_{t-1}].$$

Las variables corregidas se denominan Tamaño<sup>CS</sup>, Trabajo/Capital<sup>CS</sup>, Recursos Intangibles<sup>CS</sup> y Grado de diversificación Internacional<sup>CS</sup>.

Los principales estadísticos de las variables explicativas, así como su grado de correlación, se recogen en el Cuadro 3.

(8) Teece, Rumelt, Dosi y Winter (1994) o Lang y Stulz (1994) han argumentado o utilizado esta medida.

(9) Desarrollado por Miler y Pras (1980) y ampliamente utilizado en la literatura [por ejemplo, Sambharya (1995)].

(10) En el área Norteamérica se han incluido Estados Unidos, Canadá, Méjico y Puerto Rico.

(11) Los países incluidos dentro del área Paraísos Fiscales son aquellos considerados como tales según el RD 1080/1991, de 5 de julio.

(12) Se utiliza la mediana para evitar la influencia de los *outliers* y moderar el efecto del diferente número de empresas incluido en cada sector.

Cuadro 3: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS VARIABLES EMPRESARIALES

	Total		Industriales		En desarrollo		Correlaciones		
	Media	D.T.	Media	D.T.	Media	D.T.	2.	3.	4.
1. Presencia Anterior en el País	0,53	0,50	0,56	0,50	0,52	0,50			
2. Tamaño <sup>CS</sup>	2,00	1,56	1,70	1,41	2,21	1,62			
3. Trabajo/Capital <sup>CS</sup>	0,17	0,55	0,18	0,70	0,17	0,40	-0,15		
4. Recursos Intangibles <sup>CS</sup>	0,17	0,33	0,11	0,31	0,21	0,33	0,01	0,20	
5. Grado Diversificación Internacional <sup>CS</sup>	0,77	0,46	0,67	0,50	0,85	0,41	0,43	0,03	-0,07

## 2. RESULTADOS

A partir de las variables definidas se realiza un análisis Logit, aplicando el algoritmo numérico de Newton-Raphson, mediante el programa estadístico SPSS 8.0. Se plantea un modelo donde la variable dependiente es la variable ficticia de “País Industrial/País en Desarrollo”; y, las independientes corresponden a las cinco variables empresariales (Presencia Anterior en el País; Grado de Diversificación Internacional<sup>CS</sup>, Tamaño<sup>CS</sup>, Trabajo/Capital<sup>CS</sup> y Recursos Intangibles<sup>CS</sup>) y las ocho variables ficticias sectoriales<sup>13</sup>. Los resultados obtenidos se presentan en el Cuadro 4.

Se observa que el coeficiente que acompaña a la variable que mide la presencia anterior de la empresa inversora en el país donde realiza la nueva inversión, es significativo y con signo positivo. Es decir, una vez que la empresa posee filiales en un país, es más probable que realice nuevas inversiones en el mismo cuando éste sea un país industrial.

Por el contrario, el coeficiente que acompaña a la variable del grado de diversificación internacional es estadísticamente significativo y negativo; es decir, aquellas empresas que tienen una mayor expansión internacional, con respecto al resto de empresas de su sector, tienen una mayor propensión a localizar sus inversiones exteriores en países en desarrollo. El proceso de internacionalización aporta a la empresa experiencia y conocimiento que le permite, por una parte, continuar con dicha expansión [Welch and Luostarinen (1988)] y, por otra, como indica Beamish (1988), absorber más rápidamente los problemas derivados del nuevo entorno económico, político, legal y cultural.

(13) El noveno sector, Transporte y Comunicaciones, se selecciona como sector de referencia, por lo que su efecto aparece recogido en la constante.

**Cuadro 4: INFLUENCIA DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA INVERSORA SOBRE LA DECISIÓN DE INVERTIR EN UN “PAÍS INDUSTRIAL” FRENTE A UN “PAÍS EN DESARROLLO”: ANÁLISIS LOGIT**

	Logit	
	Coficiente <sup>(1)</sup>	D.T.
Presencia Anterior en el País	0,636**	0,295
Grado de Diversificación Internacional <sup>CS</sup>	-1,882***	0,454
Tamaño <sup>CS</sup>	-0,238*	0,134
Trabajo/Capital <sup>CS</sup>	-0,168	0,410
Recursos Intangibles <sup>CS</sup>	-1,377***	0,556
Productos Alimenticios	-1,884***	0,723
Industria Textil y de la Madera	-1,702	1,159
Petróleo, Pdtos. Químicos, Caucho y Materiales Plásticos	-1,073**	0,542
Productos Metálicos y Mecánicos	7,361	12,017
Maquinaria, Automoción y Equipamiento de Com. y Trans.	-1,202	0,843
Electricidad, Gas y Agua	-1,679***	0,677
Construcción	-0,012	0,552
Inmobiliarias y Actividades de la Empresa	0,505	1,085
Constante (Transporte y Comunicaciones)	2,462***	0,786
Chi <sup>2</sup>	56,474***	
R <sup>2</sup> <sub>Logit</sub> <sup>(2)</sup>	14,106	
Número de Casos	294	
Número de Eventos (País Industrial)	124	

Significatividad de los coeficientes según el Estadístico de Wald: \* p<0,10; \*\* p<0,05; \*\*\* p<0,01

(1) Un coeficiente positivo indica que la variable implicada induce más a la inversión en un país industrial que a uno en desarrollo, mientras que uno negativo apuntaría lo contrario.

(2)  $R^2_{\text{Logit}} = \frac{(-2 \text{Log} L_{\text{null}}) - (-2 \text{Log} L_{\text{modelo}})}{-2 \text{Log} L_{\text{null}}}$ , donde  $L_{\text{null}}$  es el valor de máxima verosimilitud cuando sólo se considera la constante y  $L_{\text{modelo}}$  el valor del modelo completo.

También se obtiene que las empresas con mayor tamaño dentro de cada sector son las que presentan una tendencia más alta a dirigir sus inversiones a países menos desarrollados, aunque con una menor significatividad. Normalmente las empresas de mayor tamaño disponen de una mayor capacidad financiera y/o tienen un mejor acceso a los mercados de capitales, así como un mayor poder de negociación frente a proveedores, clientes y, en la mayoría de los casos, frente a los gobiernos de los países. Por ello, las empresas más grandes están en mejores condiciones para acceder a nuevos mercados, especialmente cuando estos son menos desarrollados.

Aquellas empresas más intensivas en mano de obra, respecto al resto de las empresas del sector, presentan una leve tendencia, no significativa, a invertir en países en desarrollo. Así, aunque tradicionalmente se ha argumentado el menor coste laboral como un motivo principal de las inversiones en países en desarrollo, en este caso no parece ser un factor decisivo, ya sea por la búsqueda de una mano de obra más cualificada, frente a la mano de obra más barata, o por la pérdida de importancia de estos factores frente a otros como los recursos intangibles.

En cuanto a la variable de recursos intangibles, se obtiene un coeficiente negativo estadísticamente significativo. Es decir, las empresas españolas con una mayor dotación de recursos intangibles presentan una mayor propensión a invertir en países en desarrollo. La mayoría de los recursos que crean ventaja competitiva son los recursos intangibles, por lo que son necesarios en cualquier expansión internacional independientemente del destino. Sin embargo, aunque algunas capacidades son comunes para las diferentes economías, otras son especialmente importantes en los países en desarrollo. Así, como indican Hoskisson *et al.* (2000), los recursos que generan ventaja competitiva en los mercados en desarrollo son, en su totalidad, intangibles. Por ello, podría derivarse que las empresas españolas persiguen extraer las rentas que les proporcionaría la explotación de sus intangibles en mercados menos desarrollados por la obtención de ventajas competitivas frente a las empresas nacionales<sup>14</sup>. Intangibles que han podido obtener en su mercado de origen o en otros países hacia los que se ha dirigido con anterioridad.

Con respecto a las variables sectoriales, se observa que los sectores Productos alimenticios, Petroquímico y Electricidad, gas y agua poseen un coeficiente negativo estadísticamente significativo con relación al sector de referencia (Transporte y comunicaciones). Estas empresas, que además son las más activas en la implantación de nuevas filiales, presentan una mayor tendencia a dirigirse a países en desarrollo.

Por tanto, los resultados obtenidos indican que las características de la empresa inversora son importantes en la decisión de localizar las nuevas inversiones realizadas.

### 3. CONCLUSIONES

La importancia que están adquiriendo los países en desarrollo como receptores de inversiones extranjeras y la escasez de trabajos que se centran en las características empresariales de la empresa inversora como determinantes en la elección del destino (Países Industriales/Países en Desarrollo) de las nuevas inversiones, han motivado el presente trabajo.

Así, se ha observado que la presencia previa en el país de destino tiene un impacto mayor cuando se invierte en un país industrial. Es decir, una vez que una empresa ha superado las barreras a la entrada, intensifican su presencia en dichos mercados, buscando su consolidación y posicionamiento futuro. Por el contrario,

---

(14) Pantzalis (2001) obtiene que las empresas con presencia en países en desarrollo tienen valores de mercado superiores a aquellas que operan sólo en países industriales.

se ha obtenido que las empresas españolas de la muestra con un mayor grado de diversificación internacional, mayor disponibilidad de recursos intangibles y mayor tamaño, todo ello con respecto a su sector, tienden a localizar sus inversiones en países en desarrollo. Es decir, estas características permitirían a la empresa estar en mejores condiciones para enfrentarse a los costes y riesgos propios de estos países.

Cabe destacar que las características de la muestra, el reducido número de empresas y el sesgo de las mismas hacia un tamaño grande, limitan la interpretación de los resultados. Sin embargo, esta limitación se debe a que son escasas las fuentes de información que proporcionan simultáneamente información contable y estratégica para llevar a cabo este tipo de estudios.

A pesar de ello, se considera que este trabajo proporciona cierta evidencia sobre la importancia que tienen las características de la empresa inversora sobre la elección del destino de las nuevas inversiones, tema que no ha sido ampliamente abordado en la literatura.

#### ANEXO 1: PROCESO DE CÁLCULO DE LA "Q" DE TOBIN

La ratio de valoración "q" de Tobin se obtiene a partir de la información contable (Auditorías anuales de la empresa) y de mercado (Anuarios Estadísticos de la Contabilidad Nacional y CNMV). Se define como:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa}}{\text{Activos a coste de reposición}}$$

y se calcula como:  $q_t = \frac{\text{VMA}_t + \text{VMD}_t}{\text{AFNCR}_t + \text{EPR}_t + \text{AMN}_t}$  donde:

$\text{VMA}_t$  es el Valor de Mercado de las Acciones en t ( $n^\circ$  de acciones $_t$   $\times$  precio de cotización)  $\text{VMD}_t$  es el Valor de Mercado de la Deuda con Coste Directo en t (promedio de su valor teórico ( $\text{VT}_t$ ) y su valor en libros ( $\text{VL}_t$ ):

$$\frac{1}{2}(\text{VT}_t + \text{VL}_t) = \frac{1}{2} \left( \frac{\text{Gastos Financieros}_t}{\text{Tipo de interés medio}_t} + \text{VL}_t \right)$$

$\text{AFNCR}_t$  es el Activo Fijo Neto a Precios de Reposición en t. Los factores que afectan al valor de dicha partida en cada período t son el incremento de los precios del capital fijo ( $\phi_t$ )<sup>15</sup>, la tasa de progreso técnico ( $\Theta_t$ )<sup>16</sup>, y la tasa de amortización del equipo ( $\delta_t$ ):

$$\text{AFNCR}_t = \text{AFNCR}_{t-1} \frac{1 + \phi_t}{(1 + \delta_t)(1 + \Theta_t)} + \text{INV}_t$$

(15) Se utiliza el deflactor de la formación bruta de capital obtenido de las estadísticas de la Contabilidad Nacional.

(16) Como aproximación se utiliza la tasa de progreso técnico media sectorial obtenida de una muestra paralela de 101 empresas que cotizan en los Mercados de Capitales españoles y que cubre el período 1961-1991.

Donde  $INV_t$  es la Inversión Empresarial en Activo Fijo que se obtiene por diferencia entre el activo fijo neto de un período y el anterior.  $EPR_t$  refleja las Existencias a Precios de Reposición al final del período  $t$ .

$$EPR_t = EVC_t \frac{2DFI_t}{DFI_t - DFI_{t-1}},$$

donde  $EVC_t$  son las existencias valoradas contablemente y  $DFI_t$  es el deflactor de las existencias para el período (estadísticas de la Contabilidad Nacional).

Los Activos Monetarios Netos ( $AMN_t$ ) se valoran contablemente.

El cálculo de estas partidas a precios de reposición parte de la hipótesis de que, tras la aplicación de las normas contempladas en la Ley de Actualización de Balances, las empresas estiman correctamente el valor de reposición de sus activos fijos. La última norma de actualización de ámbito de aplicación nacional corresponde a la de 1983<sup>17</sup>. Por tanto, a los estados contables de las empresas de la muestra para 1991 se les aplica un factor de corrección sectorial con el objeto de obtener una aproximación a dicho valor de reposición. Este factor corrector se obtiene a partir de una muestra paralela disponible de 101 empresas que participan en el mercado de capitales para el período 1961-1991.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agarwal, S. y S. Ramaswami (1992): "Choice of foreign market entry mode: Impact of ownership, location and internalization factors", *Journal of International Business Studies*, 23 (1), págs. 1-27.
- Banco Mundial (1996): *Informe sobre el Desarrollo Mundial 1996: De la Planificación Centralizada a la Economía de Mercado*, Washington D.C.: Oxford University Press.
- Beamish, P.W. (1988): *Multinational joint ventures in developing countries*, New York: Routledge
- Buckley, P.J. y H. Casson (1976): *The Future of the Multinational Enterprise*, London: MacMillan.
- Davidson, W.H. (1980): "The location of foreign direct investment activity: Country characteristics and experience effects", *Journal of International Business Studies*, 11(2), págs. 9-22.
- Delios, A. y W. Henisz (2000): "Japanese Firms' Investment Strategies in Emerging Economies", *The Academy of Management Journal*, 43 (3), págs. 305-323.
- Dunning, J.H. (1977): "Trade, location of economic activity and the multinational enterprise: A search for an eclectic approach", en Ohlin, B., et al. (eds.): *The international allocation of economic activity*, Londres: Macmillan.
- Dunning, J.H. (1979): "Explaining changing patterns of international production: In defense of the eclectic theory", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, págs. 269-295.

---

(17) La recientemente publicada norma de actualización de 1996 no afecta al período de estudio analizado. En 1992 se publicó otra Ley de Actualización pero su aplicación se limita a las empresas del País Vasco.

- Dunning, J.H. (1981): *International Production and the Multinational Enterprise*, Londres: George Allen & Unwin.
- Dunning, J.H. (1995): "Revisión del paradigma ecléctico en una época de capitalismo de alianzas", *Economía Industrial*, Nº 305, págs. 15-32.
- Dunning, J.H. (1998): "Location and the Multinational Enterprise: A neglected factor?", *Journal of International Business Studies*, 29 (1), págs. 45-66.
- Durán, J.J. (1996): "La empresa multinacional española. Estrategias de localización", en Durán, J.J. (ed.): *Multinacionales Españolas I: Algunos casos relevantes*, Madrid: Ediciones Pirámide, págs. 19-49.
- Durán, J.J. (2001): *Estrategia y Economía de la Empresa Multinacional*, Madrid: Ediciones Pirámide.
- Espitia, M.A. (1985): *Aplicaciones microeconómicas de la "q" de Tobin*, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza.
- Hirschey, M. y J. Weygandt (1985): "Amortization policy for advertising and research and development expenditures", *Journal of Accounting Research*, 23, págs. 326-335.
- Hoskisson, R., L. Eden, C.M. Lau y M. Wright (2000): "Strategy in Emerging Economies", *The Academy of Management Journal*, 43 (3), págs. 249-267.
- Lang, L.H.P. y R.E. Stulz (1994): "Tobin's q, corporate diversification and firm performance", *Journal of Political Economy*, 102 (6), págs. 1248-1280.
- Lindenberg, E.B. y S.A. Ross (1981): "Tobin's q ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, 54 (1), págs. 1-32.
- Miller, J.C. y B. Pras (1980): "The effects of multinational and export diversification on the profit stability of U.S. corporations", *Southern Economic Journal*, 46 (3), págs. 792-805.
- Morán, M.P. (1994): "La inversión directa española en el exterior: Evolución reciente", *Información Comercial Española*, 735, págs. 3-19.
- Morck, R. y B. Yeung (1991): "Why investors value multinationality", *Journal of Business*, 64 (2), págs. 165-187.
- Morck, R. y B. Yeung (1992): "Internalization: An event study test", *Journal of International Economics*, 33, págs. 41-56.
- Pantzalis, C. (2001): "Does Location Matter?: An empirical analysis of geographic scope and MNC Market valuation", *Journal of International Business Studies*, 32 (1), págs. 133-155.
- Sambharya, R.B. (1995): "The combined effect of international diversification and product diversification strategies on the performance of U.S.-based multinational corporations", *Management International Review*, 35, págs. 197-218.
- Tallman, S. y K. Fladmoe-Lindquist (1994): "A resource-based model of the multinational firm", *Strategic Management Society Conference*, Paris.
- Tece, D.J., R. Rumelt, G. Dosi y S. Winter (1994): "Understanding corporate coherence, Theory and evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 23, págs. 1-30.
- UNCTAD (1998): *World Investment report 1998: Trends and Determinants*, Geneva and New York: United Nations.
- Welch, L.S. y R. Loutstarinen (1988): "Internationalization: Evolution of a Concept", *Journal of General Management*, 14 (2), págs. 34-55.

*Fecha de recepción del original: octubre, 1999*

*Versión final: junio, 2003*

ABSTRACT

The importance of Foreign Direct Investments in Developed Countries is being eroded in favor of Developing Countries. Against this background, the aim of this paper is to determine the existence of firms' characteristics that have an impact on the decision concerning the location of foreign investments.

The main results show that those Spanish firms in the sample with a higher degree of international diversification, a greater availability of intangible resources, and a larger size with respect to the firms of the same sector, tend locate their investments in Developing Countries. By contrast, we have observed that a previous presence in the host country has a greater impact when the firm invests in a Developed Country.

*Key words:* foreign direct investments, developed countries/developing countries, spanish firms, characteristics (size, labor/capital, intangible resources, internationalization).

*JEL classification:* F23.