

JUAN JOSÉ DURÁN HERRERA \*

## La internacionalización de los capitales propios de la empresa como fuente de recursos y capacidades

**SUMARIO:** *Introducción. 1. Tendencias en la internacionalización de la empresa. 2. La internacionalización de las acciones. 3. La importación de recursos financieros como primer paso internacional. 4. Certificados o recibos de acciones depositadas. 5. Teoría financiera y evidencia empírica. 6. Valor de la empresa e internacionalización de los recursos propios. 7. Venta internacional de acciones y desarrollo de capacidades. 8. Algunas observaciones empíricas. 9. El sistema financiero interno de la empresa multinacional. 10. Conclusiones. Bibliografía.*

**RESUMEN:** En los últimos años ha adquirido cierta relevancia la internacionalización de los accionistas de la empresa. Este proceso no sólo se circunscribe a la formación de carteras internacionales de acciones de no residentes al comprar estos títulos en los mercados domésticos (país de origen) de las empresas. Especial significación ha adquirido la colocación o venta de las acciones de una empresa en mercados exteriores. Las ventajas de este fenómeno en el contexto de la teoría financiera y evidencia empírica disponible no parecen estar claras ni consensuadamente ser concluyentes.

En este trabajo se analiza la internacionalización de los capitales propios desde la perspectiva teórica del proceso evolutivo de la internacionalización de la empresa: primero se internacionaliza el sector real (comercio y producción) y después la economía financiera de la empresa (capital-deuda y, posteriormente, capital-acciones). Especialmente se subraya que el proceso de venta de acciones en mercados exteriores puede tener implicaciones significativas en el desarrollo de capacidades y recursos de la empresa. Es decir, la multinacionalización de las fuentes de capital financiero de la empresa (deuda y capitales propios) genera capacidades y recursos en un sistema financiero internacional parcialmente globalizado y con ciertas imperfecciones. Si este es el caso, la transnacionalización de los capitales propios de la empresa puede añadir valor a la economía.

**Palabras claves:** internacionalización de los capitales propios, financiación internacional de la empresa, proceso gradualista de la internacionalización de la empresa.

**ABSTRACT:** In recent years, an increasing relevance of the internationalization of shareholders has been observed. In addition to forming international portfolios, the internationalization of corporate shares by selling them abroad not only can provide advantages to financial markets, but can also be particularly relevant to a company's internationalization

(\*) Centro Internacional Carlos V. Universidad Autónoma de Madrid.

Juan José Durán Herrera

strategy and can have important implications in the development of firm's capabilities and resources.

This paper analyzes this phenomenon both from the theoretical perspective of the evolutionist process of corporate internationalization and from the financial theory point of view. The multinationalization of the firms financial sources of capital (debt and equity) is a generator of new capabilities and resources in a nonperfect international financial system. If this is the case, from the efficiency point of view, the transnationalization of the firm's equity should add value to the economy.

**Key Words:** internationalization of equity capital, international finance of firms; international financial capacities; gradualist approach to the internationalization of financial capital of firms.

### Introducción

El análisis del proceso evolutivo de la internacionalización de la empresa por un lado y de los mercados financieros internacionales por otro nos ha llevado a apreciar la relevancia que en los últimos años ha adquirido la internacionalización de los capitales propios de la empresa. Este fenómeno no solo se observa en la formación de carteras internacionales y en el comercio transfronterizo de las acciones de las empresas sino, de manera especial y significativa, en la venta y cotización de dichas acciones en mercados exteriores.

En este artículo analizaremos, desde la óptica de la teoría financiera, las causas y posibles efectos derivados de que las acciones de una empresa coticen en mercados exteriores. En este sentido el hecho en sí de que las acciones de una empresa coticen en mercados de diferentes países no debería influir en el precio de estos activos, si los mercados son eficientes y están integrados ya que el proceso de arbitraje se encargará de que se cumpla la ley del precio único. Ahora bien, entendemos que esta manifestación de la internacionalización puede tener efectos positivos en la competitividad de la empresa y si ésta mejora entonces cabe esperar que se concrete en un aumento del precio de las acciones. Esta parte de nuestro trabajo se abordará desde el punto de vista de la estrategia de internacionalización de la empresa y de la generación de capacidades y recursos que el desarrollo de la misma puede comportar.

### 1. Tendencias en la internacionalización de la empresa

La internacionalización de la empresa ha seguido un cierto proceso gradualista o evolutivo, no sólo en lo referente a las formas adoptadas sino también en cuanto a las áreas geográficas y sectores implicados. Si nos atenemos a la internacionalización del comercio y de la producción, especialmente a través de inversiones directas en el exterior (IDE), se observa no solo una concentración en los países más avanzados (núcleo OCDE), y dentro de estos en la denominada Triada (EE.UU., Unión Europea y Japón) sino una cierta integración internacional escalonada dentro de ellos, apreciándose también dicho fenómeno en los países menos desarrollados (PMD) (1). Igualmente la historia reciente nos informa de un cierto

(1) En este sentido y a título ilustrativo nos remitimos al trabajo de DUNNING y NARULA (1994). Véase también DUNNING (1993).

escalonamiento temporal en la internacionalización sectorial: en primer término el sector primario, seguido por las manufacturas o sector secundario y, por último, por el sector servicios.

Si adicionalmente al comercio y a la producción consideramos la internacionalización del capital, podemos tipificar el proceso de internacionalización de la empresa desde una perspectiva gradualista tal y como se muestra en el cuadro 1.

CUADRO 1.—Proceso gradualista de la internacionalización de la empresa

Tipo de empresa	Comercio	Producción	Capital	
			Deuda	Acciones
i) Doméstica .....	D	D	D	D
ii) Exportadora .....	I	D	D	D
iii) Fabricantes Multinacionales .....	I	I	D	D
iv) Operadoras con los mercados internacionales de deuda .....	I	I	I	D
v) Global/Mundial .....	I	I	I	I

- D) Doméstica (Fundamentalmente).  
I) Básicamente Internacional.

En dicho cuadro únicamente consideramos como modos de internacionalización las exportaciones y la inversión directa en el exterior (FDI) y no las vías o sendas cuasi exclusivamente contractuales (contratos de licencias, por ejemplo). En relación con la fase exportadora una empresa puede internalizar la distribución y comercialización internacional de los productos mediante IDE, creando filiales comerciales en el exterior, y en este sentido dicha empresa tendría el calificativo de empresa multinacional. En cualquier caso la tipología de empresas empleadas es únicamente a título expositivo y para resaltar el objeto principal de este trabajo; la internacionalización de los recursos propios de la empresa. El cuadro 1 responde no solo al grado de internacionalización sino también a una cierta evolución temporal observada en la realidad, que en síntesis y de forma genérica responde a cinco fases o estadios de la empresa en su proceso evolutivo.

En realidad el período que se inicia en 1945 se ha caracterizado, a nuestros efectos, por la expansión de la empresa como organizador de redes internacionales de producción, comercio y finanzas. La tipología de empresas financieras y no financieras involucradas en este proceso del capitalismo no global (CANTWELL, 1989), nos ayuda a vislumbrar realmente la emergencia de empresas globales (multinacionales, tanto en su economía real como en su economía financiera).

La financiación internacional de la empresa o captación de recursos financieros en el exterior (de no residentes) se ha venido materializando tradicional y fundamentalmente en forma de deuda (2). Con estos recursos la empresa ha financiado inversiones y actividad doméstica o local, el abastecimiento de mercados extranje-

(2) No nos referimos al endeudamiento local de las filiales sino a la deuda internacional (deuda extranjera y en los mercados de eurodivisas).

ros (exportaciones) o inversiones directas en el exterior. Esta financiación internacional, tradicional o a través de centros off-shore en operaciones en eurodivisas, guarda un claro paralelismo con los movimientos internacionales de capitales (concentración en el seno de la Triada y en las divisas fuertes) y con la multinacionalización de las empresas. En cualquier caso los datos disponibles y las observaciones empíricas realizadas nos conducen a subrayar que la internacionalización de la deuda de las empresas guarda, como no podría ser de otra manera, un cierto paralelismo con los movimientos internacionales de capitales y, en cierta medida, ha sido dinamizada por la propia multinacionalización de las empresas y por la innovación e integración financiera internacional.

Los instrumentos de deuda, emitidos tanto por empresas como por instituciones, sigue siendo la principal fuente de captación de recursos en los mercados internacionales de capital. Especialmente hay que subrayar el impulso dado a estos mercados en los años setenta y ochenta. Sin embargo, las emisiones internacionales de acciones de la empresa como fenómeno significativo y relevante en el contexto de la economía mundial es un hecho relativamente reciente y se remonta a mediados de la década de los años ochenta.

La evidencia empírica (GOLDSTEIN, 1994; OCDE, 1996) nos muestra, por un lado, la creciente importancia que han adquirido las ofertas internacionales de acciones y, por otro, que los instrumentos de deuda superan el 90 por 100 de las fuentes de fondos canalizadas a través de los mercados internacionales. Junto a las emisiones internacionales de acciones hay que contemplar también las emisiones de bonos híbridos (convertibles y con warrants), y las emisiones puras de warrants (naked warrants) puesto que en gran medida darán lugar a emisiones internacionales de acciones (3). También cabe subrayar la importancia que va adquiriendo el comercio internacional de acciones, en la formación de carteras, aunque en términos de flujos netos, el saldo queda bastante reducido. A modo ilustrativo en el cuadro 2 se muestra el nivel de diversificación internacional de los fondos de pensiones europeos. Se observa cómo los países con una mayor tradición en la industria de fondos de pensiones, son los que invierten un peso mayor de sus carteras en acciones internacionales. Ello obviamente es una manifestación de la integración financiera internacional.

La expansión mundial de la producción y la internacionalización de las empresas, junto con las ganancias de productividad logradas se ha tenido que reflejar tanto en términos de nuevas inversiones y nuevos proyectos empresariales como en la valoración de la renta variable existente. Así, a título ilustrativo se puede citar que la capitalización mundial de las acciones ha crecido considerablemente: en 1984 se situaba en 3,4 trillones de dólares, pasando en 1994 a una cifra de 14,1 trillones de dólares (IFC, 1994). El mercado estadounidense contabilizaba en los años sesenta el 70 por 100 del mercado mundial y aunque ha crecido notablemente en volumen

(3) Estos títulos fueron muy demandados en la mitad de los años ochenta por prestatarios japoneses. En 1990 la recesión de la economía japonesa y el declive de su mercado de capitales incidieron negativamente en el mercado de estos títulos. El incremento en la rentabilidad de las acciones en 1993 en varios países industrializados, hizo que las emisiones de bonos híbridos aumentaran un 85 por 100 respecto del año anterior; lo que representó únicamente en torno a un 5 por 100 de los fondos totales; porcentaje muy inferior al alcanzado en el período 1988-91 (ver anexo estadístico). Las emisiones de los bonos híbridos está muy ligada a la rentabilidad esperada de las acciones.

La internacionalización de los capitales propios de la empresa...

CUADRO 2.—Diversificación internacional de los fondos de pensiones (% sobre activos totales a finales de 1994)

	Total internacional	Acciones extranjeras	Bonos extranjeros	Otros
Reino Unido .....	30	24	3	3
Holanda .....	25	16	6	3
Alemania .....	6	3	2	1
Suecia .....	12	10	1	1
Francia .....	5	2	1	2
Dinamarca .....	7	5	1	1
Italia .....	5	1	3	1
Irlanda .....	37	32	4	1
España .....	5	0	5	0
Bélgica .....	35	21	12	2
Austria .....	20	8	11	1

Fuente: European Federation for Retirement Provision.

su cuota del mercado mundial se situaba en el 54 por 100 en 1984 y el 37 por 100 en 1993, recuperándose en 1996 que alcanzó una participación del 45,7 por 100 (incluyendo a Canadá). Aunque los mercados europeos han ganado cuota, en la década de los noventa se situaba en torno al 20 por 100. Los países asiáticos alcanzaron cotas estables en los ochenta y primeros años noventa, pero han retrocedido a partir de 1993 debido fundamentalmente a la burbuja financiera japonesa. (en 1990 arrojaron una cuota del 47,7 por 100 y en 1996 se situaron en el 29,2 por 100).

En los flujos del comercio internacional de acciones se puede destacar las inversiones en mercados emergentes y el papel de los inversores institucionales en estos mercados (GOLDSTEIN, *et al.*, 1994). Según algunos expertos, la cuota de estos mercados, sobre el total mundial superaría el 40 por 100 de la capitalización bursátil mundial en el año 2020. En todo este fenómeno están presentes la incidencia de los programas de privatizaciones (4) seguidos tanto en el seno de la OCDE como en los países menos desarrollados (PMD).

En el cuadro número 3a y a título ilustrativo recogemos el número de empresas extranjeras admitidas a cotización en los mercados de Nueva York (NYSE) y Tokio, en donde se aprecia la fuerte concentración en la denominada Triada. Destaca, sin embargo, la relevancia de NYSE, como principal mercado mundial, en donde, es importante el número de empresas de América Latina (México cuenta con 23) y Canadá, además de las procedentes del área asiática y de otros países avanzados. Asimismo en el cuadro 3b puede apreciarse que prácticamente el 90 por ciento de

(4) Se estima que en 1993 las acciones vendidas en el exterior como consecuencia de privatizaciones ascendieron en \$ 8,9 billones. Asimismo, para finales de esta década los programas de privatizaciones de países de la OCDE se aproximarán a los \$ 196 billones. Aunque no se disponen de estadísticas fiables sobre comercio transfronterizo, estimaciones recientes (HOWELL; COTTINI and GREENWOOD, 1994) señalan que en el mercado secundario de países emergentes los inversores extranjeros adquirieron unos \$ 14 billones en 1992 y en 1993 la cifra se situó en torno a los \$ 40 billones.

Juan José Durán Herrera

CUADRO 3a.—Número de empresas extranjeras cuyas acciones cotizan en Nueva York y Tokio

País de origen de las empresas	Núm. de empresas	
	NYSE <sup>a)</sup>	TOKIO <sup>b)</sup>
EE.UU. ....	—	38
Unión Europea .....	71	29
Canadá .....	33	4
Japón .....	11	—
América latina .....	48	—
Paraísos fiscales .....	7	1
Australia/Nueva Zelanda .....	10	5
Hong-Kong/China .....	9	—
Otros países asiáticos .....	5	—
Otros .....	6	4
Total .....	200	81

<sup>a)</sup> Diciembre 1994.

<sup>b)</sup> Julio 1995.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de las Bolsas citadas.

CUADRO 3b.—Período de comienzo de cotización en la bolsa de Nueva York (NYSE) de las acciones de empresas extranjeras. A 31 de diciembre de 1994

Período	Núm. empresas
Anterior a 1960	8
1961-70	7
1971-80	8
1981-90	67
1991-94	110
Total .....	200

las empresas comenzaron a cotizar a partir de la década de los ochenta y más de la mitad en la década de los noventa. En el cuadro 4 resalta la relevancia que en los mercados europeos tienen las empresas extranjeras (muchas de ellas de la Unión Europea).

La oferta de acciones por parte de la empresa en mercados internacionales, facilita a residentes en el exterior la diversificación de sus carteras y (debería) proporcionar a la empresa emisora ventajas de indudable interés económico que puedan traducirse en aumento de su valor económico. La empresa que hemos denominado mundial o global no solo tiene expuesto directamente al riesgo de cambio y riesgo político su actividad real (uso de capital) sino también las fuentes de capital (deuda y acciones).

La internacionalización de los capitales propios de la empresa...

CUADRO 4.—Número de empresas extranjeras en los principales mercados de valores. 1994

	Empresas extranjeras	% sobre total	Total de empresas cotizadas
Frankfurt .....	344	44,8	768
Londres .....	462	17,8	2.549
Nueva York .....	200	7,8	2.570
Paris .....	189	29,6	639
Tokio .....	81	4,8	1.699

Fuente: Elaboración propia.

## 2. La internacionalización de las acciones

La internacionalización de los recursos propios o capital acciones, puede producirse en su mercado primario o de emisión mediante el acceso de accionistas no-residentes a través de dos vías: el mercado doméstico y los mercados exteriores. (ver cuadro 5) En el mercado doméstico los inversores extranjeros (no-residentes) pueden comprar acciones domésticas para sus carteras de títulos en base a la rentabilidad y riesgo esperados y en su impacto en dicha cartera. Asimismo un no-residente puede comprar acciones de empresas locales con el ánimo de ejercer un control efectivo en dicha empresa, es decir, originando una inversión directa extranjera (IDE). Asimismo una empresa puede destinar uno o varios tramos de sus acciones a los mercados exteriores, pudiéndose producir inversiones de cartera o directas, en el sentido señalado anteriormente. También pueden producirse inversiones directa (cruzadas o no) a través de adquisiciones y fusiones transfronterizas.

CUADRO 5.—Inversiones internacionales en acciones

Naturaleza de la inversión	Mercados de suscripción de accionistas no-residentes	
	Doméstico o de origen de la empresa	Mercados exteriores
Cartera internacional	x	x
Inversión directa	Compra de participación minoritaria o mayoritaria	Participaciones minoritarias. Fusiones y adquisiciones internacionales.

Una empresa puede colocar acciones internacionalmente (simultáneamente en varios mercados), expresándolas en su moneda o en otra divisa para que sean suscritas en mercados off-shore por no-residentes y residentes en su caso (euroacciones) o procurar que sean adquiridas en un mercado exterior concreto, bien expresadas en la moneda de nacionalidad de la empresa o en la divisa de curso legal

La internacionalización de los capitales propios de la empresa...

CUADRO 4.—Número de empresas extranjeras en los principales mercados de valores. 1994

	Empresas extranjeras	% sobre total	Total de empresas cotizadas
Frankfurt .....	344	44,8	768
Londres .....	462	17,8	2.549
Nueva York .....	200	7,8	2.570
Paris .....	189	29,6	639
Tokio .....	81	4,8	1.699

Fuente: Elaboración propia.

## 2. La internacionalización de las acciones

La internacionalización de los recursos propios o capital acciones, puede producirse en su mercado primario o de emisión mediante el acceso de accionistas no-residentes a través de dos vías: el mercado doméstico y los mercados exteriores. (ver cuadro 5) En el mercado doméstico los inversores extranjeros (no-residentes) pueden comprar acciones domésticas para sus carteras de títulos en base a la rentabilidad y riesgo esperados y en su impacto en dicha cartera. Asimismo un no-residente puede comprar acciones de empresas locales con el ánimo de ejercer un control efectivo en dicha empresa, es decir, originando una inversión directa extranjera (IDE). Asimismo una empresa puede destinar uno o varios tramos de sus acciones a los mercados exteriores, pudiéndose producir inversiones de cartera o directas, en el sentido señalado anteriormente. También pueden producirse inversiones directa (cruzadas o no) a través de adquisiciones y fusiones transfronterizas.

CUADRO 5.—Inversiones internacionales en acciones

Naturaleza de la inversión	Mercados de suscripción de accionistas no-residentes	
	Doméstico o de origen de la empresa	Mercados exteriores
Cartera internacional	x	x
Inversión directa	Compra de participación minoritaria o mayoritaria	Participaciones minoritarias. Fusiones y adquisiciones internacionales.

Una empresa puede colocar acciones internacionalmente (simultáneamente en varios mercados), expresándolas en su moneda o en otra divisa para que sean suscritas en mercados off-shore por no-residentes y residentes en su caso (euroacciones) o procurar que sean adquiridas en un mercado exterior concreto, bien expresadas en la moneda de nacionalidad de la empresa o en la divisa de curso legal

(o en otra distinta) del país de destino de las acciones (acciones extranjeras). En este orden de ideas una emisión es global cuando se emite simultáneamente en el mercado local y en mercados exteriores y dirigida a cualquier inversor en una o varias monedas. En estos procesos las técnicas de aseguramiento, sindicación y distribución internacional de los títulos valores son cruciales.

Los inversores institucionales suelen adquirir acciones de empresas extranjeras en los mercados domésticos de estas, como medio de reducción de costes de transacción (información, cobrar y repatriar dividendos, custodia de valores, servicios de compensación).

Existen tres tipos de incentivos para invertir en acciones extranjeras desde el punto de vista de la formación de carteras internacionales.

a) Ineficiencia de los mercados extranjeros. Los precios de las acciones no reflejan toda la información relevante disponible y por tanto es posible obtener beneficios extraordinarios. Esto ocurre especialmente en los mercados emergentes y, en determinados segmentos de los mercados consolidados («small caps», por ejemplo).

b) Segmentación de los mercados extranjeros. En mercados financieros poco integrados, pueden asignarse diferentes primas de riesgo a proyectos similares. La existencia de barreras a transacciones internacionales de capitales limita el arbitraje y por tanto la eliminación de los diferentes precios (la ley del precio único no se producirá). Si la paridad del poder de compra no se cumple aparece el riesgo de cambio como nuevo elemento que se refleja en los precios.

c) Ganancias de diversificación. La formación de carteras eficientes permite obtener ganancias inclusive en mercados integrados. Esta posibilidad es especialmente evidente en países pequeños que posean un reducido número acciones para conformar una cartera bien diversificada. Aunque la correlación entre las rentabilidades de los principales mercados financieros ha venido aumentando (5), es posible obtener ganancias de diversificación, especialmente si se incluyen en la cartera activos localizados en países emergentes, con un menor grado de correlación.

De forma indirecta es posible realizar inversiones en mercados extranjeros mediante participaciones en fondos internacionales de inversión o mediante la compra de acciones de empresas multinacionales (EM). De esta manera se puede argumentar que es posible lograr cierta diversificación internacional de forma indirecta.

La hipótesis de que la EM es una buena aproximación para la diversificación internacional ha sido rechazada, ya que las rentabilidades que proporcionan generalmente se aproximan al índice del mercado doméstico (JACQUILLAT y SOLNIK, 1978; SENSACK y BEEDLES, 1980). Esta conclusión es consistente con la hipótesis del sesgo doméstico que muestran los inversores en general. En este sentido los accionistas de EM son fundamentalmente locales o domésticos, lo que en cierta medida es admitir un cierto grado de segmentación y falta de arbitraje.

(5) El trabajo pionero de GRUBEL (1968) la correlación entre EE. UU. y diez mercados relevantes era de 0,19 para el período 1959-1966; INBTSON (1991) ha obtenido para estos diez países una correlación de rentabilidades del 0,51. Tal y como cabría esperar, dados los procesos de integración regional existentes en la economía mundial, se produce una elevada correlación entre los países miembros de las zonas integradas. Asimismo, también se han encontrados fuertes correlaciones entre mercados regionales emergentes y ciertas industrias (ELLIS, *et al.*, 1997).

En general, los inversores prefieren invertir en acciones (cotizadas) en sus mercados domésticos. Este sesgo local o «nacionalista» no solo viene explicado porque los inversores tratan de cubrirse frente al riesgo de inflación (desviación de la paridad del poder de compra), asumiendo aversión al riesgo (ADDLER y DUMAS, 1983). La existencia de costes de transacción observables (retención de impuestos sobre dividendos, comisiones y barreras de acceso a mercados) y especialmente la existencia de información asimétrica y, consecuentemente, la cobertura del riesgo de precios que esta pueda tener parecen explicar el sesgo nacional de los inversores (COOPER y KAPLANIS, 1994).

### 3. La importación de recursos financieros como primer paso internacional

Una empresa local puede endeudarse en mercados exteriores (préstamos bancarios, emitiendo bonos) e inclusive vendiendo acciones a otros mercados como primera actividad en su proceso de internacionalización. Históricamente pueden mencionarse algunos ejemplos desarrollados por compañías que podrían denominarse «free-standing-firm» (6) (WILKINGS, 1988; HENNART, 1995), algunas de las cuales sobreviven todavía. En la muestra de empresas de América Latina a que nos referiremos posteriormente, existen algunos casos cuya primera experiencia internacional significativa ha sido la venta de acciones en el mercado de Nueva York, debido al proceso de privatización seguido. Sin embargo, en la historia reciente la multinacionalización del capital financiero de la empresa como primer movimiento de estrategia internacional es la excepción, aunque cada vez existen mejores condiciones para que esta posibilidad aumente.

Ahora bien, la integración de los mercados financieros asociada a la reducción de costes de transacción de acceso a recursos financieros en el exterior, facilita la internacionalización, lo que a su vez puede incidir positivamente en la internacionalización del comercio y la producción de estas empresas.

Los factores externos que facilitan la multinacionalización de los capitales propios de las empresas no solo están asociados a la liberalización e integración de los mercados financieros sino también a la innovación financiera y al progreso tecnológico. Los movimientos internacionales de capitales, la disponibilidad de instrumentos de cobertura de riesgos a costes relativamente reducidos, la mejora en los sistemas de compensación y custodia de títulos, así como la profesionalización de los mercados (desarrollo de inversores institucionales, y el capital humano disponibles por las instituciones financieras internacionalizadas), que facilita la eficiencia en la distribución y evaluación de la información relevante, posibilita la venta internacional de las acciones de las empresas.

(6) La «free-standing-firms» poseen tres características distintas: han sido constituidas en países extranjeros, obtuvieron la mayoría de su financiación mediante emisión de acciones y la mayoría de ellas fueron colocadas públicamente (HENNART, 1995, p. 36). Esto último fue debido al hecho de que los proyectos eran relativamente simples de evaluar (por ejemplo explotación de recursos naturales) y de dimensiones relativamente reducida.

#### 4. Certificados o recibos de acciones depositadas

Una forma generalizada de internacionalizar las acciones de una empresa es a través de emitir certificados o recibos de acciones depositadas en una entidad bancaria. Como más representativos hay que destacar los American Depositary Receipts (ADRs) cuya primera emisión data de 1927, cuando Guaranty Trust Co., de Nueva York (actualmente Morgan Guaranty) diseñó una operación de esta naturaleza para los almacenes británicos Selfridges. Esta innovación evitó una barrera normativa, mediante la cual las acciones británicas no se podrían registrar en el exterior sin la participación de un intermediario (broker) nacional. En síntesis, los ADR son recibos o certificados de acciones emitidos por una entidad residente en Estados Unidos en base a los depósitos efectivos de acciones que posee en una sucursal o entidad localizada en el país de residencia de la empresa de cuyo capital las acciones son una parte alícuota. Así, mediante este mecanismo, no solamente se evitan barreras institucionales que ahorran costes (comisiones, costes legales, etcétera) sino que es una vía de crear activos financieros estadounidenses en base a otros activos financieros (acciones) que soportan el valor de los recibos o certificados y que se encuentran depositados y custodiados en el exterior. Los ADR se denominan en dólares americanos y los rendimientos (dividendos) que generan son también expresados en dólares. Así, los inversores en EE.UU. pueden comprar y vender ADRs sin necesidad de acudir al mercado extranjero en que coticen las acciones que respaldan a los correspondientes ADRs y consecuentemente no necesitan acudir al mercado de divisas ni utilizar los sistemas de compensación y pagos internacionales.

Los ADRs pueden estar patrocinados (sponsored) por la empresa cuyas acciones soportan o respaldan dichos recibos. En este caso la empresa soporta o asume los costes asociados al programa ADR. En este sentido los ADRs no patrocinados son emitidos por entidades distintas a la empresa cuyas acciones soportan el programa ADR y son estas lógicamente las que asumen los costes de emisión. Como puede verse en el cuadro número 6 los programas patrocinados han ganado progresivamente cuota en relación a los programas totales de ADRs.

Los ADRs emitidos bajo la norma 144A y la Regulación S no tiene que emitirse cumpliendo los principios generales de contabilidad norteamericanos. El proceso

CUADRO 6.—Número de programas ADR, 1990-1995 \*

Año	Patrocinados	Total	Porcentaje
1990	352	836	42,11
1991	418	886	47,18
1992	481	924	52,06
1993	574	986	58,22
1994	745	1.124	66,28
1995	866	1.209	71,63

\* No incluye los programas bajo la Regla 144A y Regulación S ni otros privados (no emisión pública)

Fuente: The Bank of New York y elaboración propia.

de emisión es más rápido que en el caso de otros tipos de ADRs y el coste del programa es menor. Los ADRs emitidos bajo estas normas no pueden cotizar en mercados organizados y se permite a ciertos inversores institucionales que comercien con ellos. Determinadas entidades bancarias pueden también colaborar en el proceso actuando como agencias de pago de dividendos y custodiando los títulos.

Los ADR que se negocian en bolsa, menor en número que los que transitan en el mercado OTC, lo suelen hacer básicamente en la Bolsa de Nueva York (NYSE) (7), en AMEX y en el sistema NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). A los títulos no cotizados, es decir, aquéllos que se transaccionan en mercados informales y que normalmente se conoce como «fuera de mercado» (over-the counter), en este caso se le denomina mercado rosa (pink-sheat-market), debido al color de las hojas informativas sobre este mercado conformado por operaciones telefónicas entre dealers.

Las proporciones de empresas extranjeras que cotizan en los mercados estadounidenses incluidos en el cuadro 7 no difieren significativamente entre sí. En el caso de Nasdaq, de menor exigencia que los otros mercados y más adecuado para empresas de menor dimensión (8), se aprecia una cierta diversificación por país de origen de las empresas extranjeras cotizadas (ver cuadro 8).

CUADRO 7.—Número de acciones y ADRs de empresas extranjeras en mercados norteamericanos 1995

Mercado	Número de acciones extranjeras			Núm. total de empresas	% de acciones extranjeras
	Núm. empresas	Núm. ADRs	Total		
NYSE .....	75	166	241	2.675	9,0
AMEX .....	56	7	63	791	8,0
NASDAQ .....	249	112	361	5.122	7,0

Cuando se opera según la técnica ADR en mercados fuera del norteamericano se les denomina International Depositary Receipts (IDR). Asimismo los «recibos de acciones» de empresas japonesas emitidos para su negociación en la Bolsa de Luxemburgo se les denominó genéricamente European Depositary Receipts (EDRs).

El número de ADRs existentes en el mercado norteamericano supera sensiblemente el millar, del que únicamente en torno al 20 por 100 cotizan en bolsas organizadas. En el NYSE, el mercado con requisitos más exigentes, a finales de 1994 cotizaban unos 148 ADRs de empresas no residentes; de los que prácticamente

(7) Desde 1983 la SEC (Securities and Exchange Commission) exige que los nuevos programas ADRs tengan la aprobación de la empresa en cuestión.

(8) También existe la creencia de que las empresas de alta tecnología consideran que cotizar en el Nasdaq confiere cierto elemento distintivo. Esta opinión basada en observaciones empíricas tiene obviamente su manifestación en expectativas de rentabilidad y de niveles de riesgo.



CUADRO 8.—Distribución geográfica de las empresas extranjeras que cotizan en Nasdaq

Area geográfica de origen	Núm. de acciones extranjeras		
	Núm. de empresas	Núm. de ADRs	Total
Canadá .....	154	—	154
América Latina .....	—	4	4
• México .....	—	2	2
Unión Europea .....	24	55	79
Japón .....	—	15	15
Australia .....	1	11	12
Hong Kong .....	7	3	10
Africa del Sur .....	—	15	15
Israel .....	42	2	44
Paraísos Fiscales .....	18	2	20
Otros* .....	3	5	8
<b>Total .....</b>	<b>249</b>	<b>112</b>	<b>361</b>

\* Singapur (2); Emiratos árabes (1); Indonesia (1); Noruega (2); Papua Nueva Guinea (1); Suiza (1).  
Fuente: Nasdaq.

la mitad (71) son de empresas procedentes de la Unión Europea (empresas españolas son siete) y Japón cuenta con 8 empresas. Si consideramos algunos países emergentes como México recientemente incorporado al Tratado de Libre Comercio (TLC), con 23 empresas, Chile (15 empresas), y las empresas procedentes de paraísos fiscales se llega prácticamente a la totalidad de ADRs admitidos a cotización en NYSE.

En 1994 el 65 por 100 de la capitalización bursátil de la Bolsa de Buenos Aires representaba a acciones con programas ADRs. En esta misma línea se observó que una docena de acciones con programas ADRs contabilizaba más del 50 por 100 de la capitalización bursátil del mercado chileno (ELLIS, *et al.*, 1997). En este contexto cabe esperar que a medida que aumenta el número y volumen de ADRs procedentes de países emergentes, los precios domésticos de las acciones que respaldan estos títulos reflejen factores económicos y de mercado de EE.UU.

Asimismo también es significativo destacar la evolución temporal de las admisiones a cotización. La inmensa mayoría de los casos (162) se ha producido en el período 1986-1994 llegándose a 177 si consideramos la década de los ochenta completa, sobresaliendo el período 1991-94 (110 casos). En el caso de la Bolsa de Tokio de las 81 empresas extranjeras únicamente una procede de un país no-OECD que resulta ser un paraíso fiscal, distribuyéndose casi por igual en número entre empresas norteamericanas y europeas. Estos hechos se contextualizan con la propia evolución de la integración internacional de los mercados financieros y de la propia internacionalización financiera.

## 5. Teoría financiera y evidencia empírica

La multinacionalización de la deuda y de los capitales propios de la empresa es en sí mismo una decisión estratégica con importantes implicaciones para la formación de carteras internacionales y para la integración financiera.

La venta de activos financieros de la empresa en mercados exteriores, aumenta el número de títulos disponibles en dichos mercados. Si un país admite en su mercado de valores títulos extranjeros se amplía el conjunto y posibilidades de inversión para los inversores residentes, lo que puede contribuir a la reducción del premio por riesgo adicional que se tendría que pagar por poder formar únicamente carteras muy limitadas o restringidas (de ámbito doméstico). Este descenso del riesgo debido a las ganancias de diversificación se debería de reflejar en una menor rentabilidad media.

Por otro lado, si la empresa que coloca sus activos (deuda o acciones) en el exterior procede de un país con mercados ineficientes, es decir, que los precios no reflejan toda la información relevante disponible, se puede estar contribuyendo a mejorar la eficiencia por efecto contagio, si el mercado exterior es eficiente y marca tendencia de precios. También puede contribuir a lograr una mayor estabilidad (menos volatilidad de los precios) en el mercado doméstico de origen. En este sentido elementos específicos del país de origen se pueden transmitir al precio tanto en el mercado doméstico como en los mercados exteriores.

La segmentación de mercados se concreta en que activos similares o equivalentes proporcionan diferentes rentabilidades con niveles de riesgo asociados distintos. El grado de segmentación viene dado por la existencia de barreras legales, distintos sistemas fiscales aplicables a idénticas transacciones, coste de adquisición de información transfronteriza y otros costes de transacción. La existencia de barreras limita la función de arbitraje por lo que no es posible eliminar las diferencias en precios. En este sentido el riesgo de cambio, al no cumplirse la ley del precio único, es un elemento adicional de riesgo. Ante situaciones tales la empresa tiene incentivos para adoptar políticas económicas (operativas) y financieras que eviten o reduzcan los efectos negativos derivados de la segmentación. Así, se puede optar por la realización de inversiones de cartera y directas en el exterior y por la venta de sus títulos en otros mercados para facilitar estos activos a una base de inversores mayor.

En situaciones de mercados plenamente integrados la cotización de acciones en dichos mercados no tendría efecto en el precio de dichos activos. La función de arbitraje haría que la rentabilidad esperada de los activos (acciones) fuera adecuada al nivel de riesgo asociado. Sin embargo, entendemos que en estas situaciones la cotización de acciones en mercados integrados o en un mercado internacional (global) puede tener efectos positivos para la empresa desde el punto de vista de su ventaja competitiva ya que puede ser fuente de nuevas capacidades y recursos. Es decir, entendemos que la cotización de las acciones en mercados internacionales es una opción estratégica con repercusiones relevantes.

La evidencia empírica disponible sobre el efecto que la cotización de las acciones de la empresa en mercados exteriores tiene en el comportamiento de dichos activos no es ni mucho menos contundente y clara. Así, desde el punto de vista de la rentabilidad de estos activos en ocasiones han aparecido valores negati-

vos previos al día de cotización y días posteriores (HOW y KELM, 1987), mientras que en otros las rentabilidades negativas previas se han venido a compensar con las positivas generadas en días posteriores al de inicio de la cotización (JAYARAMAN, SHASTRI y TANDOM, 1993). Asimismo tampoco hay evidencia clara sobre efectos en los días de solicitud de cotización y los de aceptación para su cotización en el mercado.

Atendiendo al riesgo de los títulos, los resultados obtenidos tampoco parecen claros. Hay indicios de que el riesgo puede aumentar (JAYARAMAN, *et al.*, 1993) pero también existe evidencia de que puede disminuir ligeramente o mantenerse el grado de volatilidad a los niveles previos a la cotización en mercados exteriores (HOW y MADURA, 1990; FOERSTER y KAROH, 1993; TING LAU ET AL., 1994). Asimismo se ha observado que la caída de precios *ex-dividendo* difiere en el caso de los ADRs en comparación con acciones estadounidenses equivalentes debido al riesgo de cambio asociado a los primeros (MAHAJAN, *et al.*, 1997).

Observando el comportamiento de los precios, un estudio reciente (SUNDARAM y LOGUE, 1996) concluye que el efecto en precios es positivo consiguiéndose un menor coste del capital, lo que se interpreta como mitigación de los efectos adversos de la segmentación, ya que si los mercados estuvieran completamente integrados la cotización de una misma acción en dichos mercados no tendría ningún efecto en el precio. La evidencia empírica disponible nos indica que en el caso de los ADRs se cumple la ley del precio único (MAHAJAN y FURTADO, 1996; FRETZ, 1994).

En un contexto de libertad de movimientos internacionales de capitales, cabe expresar que la tendencia se encamine a que el coste de capital sea igual para las empresas de una misma clase de riesgo, con independencia de su nacionalidad. Ahora bien se ha apreciado que en términos generales diferencias en coste de capital han existido y existirán entre los países más integrados financieramente hablando (MCCAULEY y ZIMMER, 1989; ABUAF y CARMODY, 1990). Si este es el caso la dirección natural de arbitraje sería que las empresas de países con elevado coste de capitales accedan a los mercados con menores costes de capital. Ahora bien esto no implica que una empresa procedente de un país con bajo coste de capital no opte por captar recursos financieros en otro país con un mayor coste de capital. Las razones que justificarían esta opción estratégica podrían ser las siguientes: evaluación de la gestión de las inversiones (filiales) en ese país; aumentar y diversificar la base accionarial; imagen financiera internacional.

## 6. Valor de la empresa e internacionalización de los recursos propios

La internacionalización de la empresa ha de ir encaminada a mantener o mejorar su valor económico, lo que en otros términos ha de ser equivalente a mantener o mejorar su ventaja competitiva en propiedad. De acuerdo al modelo de valoración intrínseco basado en los flujos de caja descontados, el objetivo de la empresa se logra mediante decisiones operativas (que afectan al numerador o flujos de caja) o mediante decisiones financieras (que pueden afectar directamente la tasa de descuento o coste de capital) o ambas. En este sentido entendemos que si las decisiones financieras internacionales de la empresa conllevan aprendizaje y generación de

nuevas capacidades pueden también influir a la cuantía y calidad de los flujos de caja (9).

La financiación internacional de la empresa vendiendo deuda o acciones en mercados exteriores puede afectar a su valor económico si se cumplen las siguientes condiciones:

1) Reducción del coste de capital, lo cual puede ser alcanzado si se logra una combinación o estructura financiera de la empresa que implique una menor prima por riesgo (efecto diversificación y de amplitud de mercado) y que compense los costes de agencia. La experiencia y la gestión eficiente de la financiación en divisas y uso de instrumentos financieros pueden reducir o neutralizar riesgos.

2) Contribuyendo a la mejora de la competitividad de la empresa generando nuevas capacidades que permitan ganancias de eficiencia en la actividad internacional.

Si la empresa vende sus acciones en varios mercados exteriores integrados, la función de arbitraje conducirá al cumplimiento de la ley del precio único. Por tanto el hecho de cotizar en varios mercados en si mismo no ha de producir directamente y con carácter permanente ningún efecto en precios.

En base a lo anterior se puede señalar que la internacionalización de la empresa, está positiva y fuertemente correlacionada con su valor de mercado. Así, una empresa si no añade valor al multinacionalizarse (realización de IDE y creación de filiales) ha de ser debido a la ausencia de activos intangibles o al escaso uso de estos (MORK y YEUNG, 1992). Al mismo tiempo, una EM que posee activos intangibles que puede transnacionalizar a un coste marginal bajo (componente de bien público), ha de conducir a un aumento de su valor de mercado. En este mismo orden de ideas si una EM genera en su actividad internacional nuevos activos intangibles que mejoran la ventaja competitiva ha de contribuir a mejorar su valor de mercado.

Razonablemente cabe esperar que si la transnacionalización de las fuentes de capital (deuda y acciones) puede generar nuevas capacidades, ha de transcurrir un cierto tiempo hasta que la experiencia y proceso de aprendizaje se traduzcan en activos inmateriales que añadan valor a la empresa. Por tanto, este proceso únicamente puede tener efecto en los precios de los activos financieros emitidos por la empresa (deuda y acciones) transcurrido el período necesario de aprendizaje y generación de activos inmateriales. Cuando esto ocurre tal vez sea difícil aislar el impacto directo en el valor de mercado de la empresa, ya que también habrán influido en él otros factores determinantes.

En mercados integrados y eficientes las empresas pueden anunciar venta de títulos en sus mercados domésticos y ser adquiridos por inversores extranjeros (institucionales o no). Cuando la empresa que vende acciones y deuda en mercados exteriores procede de un mercado relativamente pequeño pero integrado con estos y, además, se observa que una parte significativa de los compradores son inversores institucionales (10), hay que analizar esta realidad no tanto desde la óptica de la

(9) Suponemos que el valor de la empresa viene determinado por la expresión:

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t} = \frac{FC}{k} \quad (\text{cuando } n \rightarrow \infty)$$

suponiendo un  $k$  permanente.

(10) Un porcentaje muy elevado de las inversiones en acciones extranjeras en el mercado de Nueva York es realizado por inversores institucionales.



construcción de carteras internacionales ni por la mejora concreta (cuantitativa) en el valor de mercado de la empresa a largo plazo, sino que la razón hay que buscarla en la generación de activos inmateriales o en la existencia de elementos de segmentación que justifique estas operaciones.

Por otro lado, en un mercado en el que el grado de integración internacional de los mercados es muy dispar nos indica que la existencia de imperfecciones de mercado (fiscalidad internacional, diferencias normativas e institucionales, asimetrías de información) justifica la internacionalización parcial de recursos financieros, pudiéndose producir en estos casos un efecto positivo en el precio de las acciones (STONEHILL y DULLUM, 1983). Ello, además, fomenta la creación de un mercado interno de recursos financieros en el ámbito de la empresa multinacional.

El proceso de emisión de acciones internacionales puede iniciarse a través de la emisión de bonos internacionales (convertibles y con warrants) como forma híbrida de captación de fondos. Asimismo puede ser una oportunidad para la empresa para desprenderse de autocartera, o bien para colocar una parte de acciones en los procesos de privatización. En cualquier caso los mercados exteriores de acciones de la empresa, responden a diversas causas, que comentaremos a continuación.

#### 7. Venta internacional de acciones y desarrollo de capacidades

El proceso de venta de acciones de la empresa en los mercados exteriores, bien sea a través de colocaciones públicas o de colocaciones privadas (dirigida a un grupo restringido de inversores), apoyándose en los servicios de uno o varios sindicatos bancarios representa en sí mismo un proceso de aprendizaje y de desarrollo de capacidades empresariales complementarias.

Razonablemente cabe esperar que una empresa que desea vender partes de sus acciones en mercados financieros extranjeros e internacionales competitivos, deberá de ofrecer una serie de señales que permiten valorar positivamente los activos financieros que desea colocar. Así tendría que tener una estructura financiera saneada, poseer unos activos (específicos, materiales e inmateriales) de calidad, ofrecer buenas perspectivas de futuro y una adecuada expectativa de beneficio. Asimismo, adquiere el compromiso de informar verazmente y de manera periódica sobre los resultados alcanzados y planes estratégicos relevantes asumidos. Esta información ha de responder a criterios y principios generalmente aceptados (y exigidos) en los correspondientes mercados financieros. En general la empresa tiene que dar información diferenciada y en ocasiones diferente a la que proporciona a su mercado doméstico, lo que hace que a su vez ella misma obtenga nueva información. Es decir un proceso con retroalimentación que puede mejorar la toma de decisiones. Así se desencadena un proceso de aprendizaje sobre la situación interna de la empresa y sobre su entorno institucional relevante; lo que ha de redundar en una mejora de la Dirección Financiera Internacional de la empresa. La propia financiación internacional de la empresa, vía endeudamiento, si es significativa en cuanto horizonte económico y continuidad representa una fuente de aprendizaje y de establecimiento de una red de contactos con los agentes financieros internacionales, muchos de los cuales pueden continuar prestando servicios en la venta de

acciones y especialmente en los procesos de multinacionalización vía inversiones directas en el exterior.

En el caso de algunos ejemplos de empresas españolas que cotizan en el NYSE (ver cuadro número 7) se ha apreciado una mejora de capacidades y un apoyo a la estrategia de internacionalización. En cuatro de estas empresas se ha observado los balances de situación de una serie de años anteriores a la internacionalización y posteriores a ella, encontrándose que en términos relativos el comportamiento empresarial ha sido muy superior con posterioridad a dicha internacionalización.

El proceso de venta internacional de las acciones, en el que se inscribe la admisión a cotización en las principales bolsas de valores, se puede dividir en tres grandes fases o etapas: a) preparación, b) marketing y distribución y c) servicio postventa (ver cuadro 9).

CUADRO 9.—El proceso de venta internacional de acciones

I. PREPARACION
• Formación de Sindicato bancario
• Adecuación de la información. Asesoramiento contable, auditor, legal, financiero.
• Documentación.
• Registro en Bolsa.
II. MARKETING Y DISTRIBUCION
• Comunicación y Promoción
• Prospectus de venta.
• Oferta, colocación y liquidación.
III. SERVICIO POST-VENTA
• Análisis de resultados de la emisión
• Negociación de títulos (Bolsas oficiales, O.T.C...)
• Flow-back, flow-forward
• Relaciones con inversores y analistas (Roadshows)

La fase de preparación comprende fundamentalmente las siguientes funciones: formación del sindicato bancario internacional; adecuación de la información (contable, financiación, legal) a los requisitos y exigencias de los inversores y mercados internacionales. Asimismo también se incluye en estas fases la elaboración de la documentación necesaria, previa auditoría de cuentas de la empresa y solicitud de registro para su cotización en las bolsas deseadas. La información que exige por ejemplo la Bolsa de Nueva York (NYSE) es no solamente exigente y evaluada con cierto detalle por los analistas financieros, sino que ofrece ciertas diferencias con el mercado español (11) y de mucha mayor significación con mercados menos integrados, como es el caso de los países menos desarrollados.

Algunos países como EE.UU. exigen que los estados financieros de las empresas que cotizan en sus mercados se ajusten a los principios generales de contabilidad

(11) En realidad las empresas españolas que solicitan su inclusión en Bolsas extranjeras han de informar a la Bolsa española y proporcionar información adicional y diferenciada.

generalmente aceptados en dicho país. Algunos países europeos como Alemania, Suiza y Holanda no exigen los principios contables locales sino los del país de origen, ya que siguen el principio de reciprocidad. El mercado de Londres sigue también la regla adicional de poder exigir información individual complementaria (12). La pregunta a formularse sería ¿qué principios de contabilidad incorporan más información? Los estándares locales contemplan la información más relacionada con el entorno del país (normas, reglas, instituciones). Si se utiliza información local (del país de origen de la empresa) nos encontraríamos con que los inversores locales y los de los mercados exteriores en que también coticen las acciones reciben la misma información (CHOI y LEVICH, 1990). Sin embargo, hay que pensar que los profesionales y las instituciones pueden tener o desarrollar capacidades para analizar correctamente ambos tipos de información.

El marketing y la distribución comercial de las acciones, básicamente comprenden la comunicación y promoción de los títulos, la elaboración del prospectus de venta y la oferta, colocación y liquidación de las transacciones realizadas. Por último, la fase post-venta se ocupa del análisis de los resultados de las fases anteriores y del seguimiento del mercado (13) (títulos negociados, comportamiento en las bolsas oficiales y en el mercado over-the-counter, flow-back, flow-forward). En esta fase obviamente son relevantes las relaciones con inversores y analistas (ver figura 1).

El seguimiento del comportamiento de los precios de las acciones en los mercados exteriores obliga a identificar los aspectos intrínsecos de cada mercado así como su componente sistémico y grado de eficiencia. Ello permitirá tomar buenas decisiones y sobre todo mejorar la credibilidad en las relaciones con los inversores y analistas.

Las privatizaciones de empresas públicas mediante la venta de acciones a inversores privados residentes y no-residentes puede tener importantes implicaciones en la calidad de la gestión empresarial. Al establecerse nuevas relaciones de agencia (con las accionistas privados/nacionales e internacionales) se proporcionan autonomía a la dirección de la empresa respecto del sector público. La dirección de la empresa puede actuar fundamentalmente con criterios de eficiencia y de carácter estratégico empresarial. Adicionalmente si el mercado financiero percibe que la empresa pública (mixta) privatizada se comporta en gran medida como una unidad estratégicamente independiente puede tener implicaciones relevantes, por cuanto que se reduciría el riesgo político coyuntural de su país de origen, lo que tendría efectos positivos relevantes tanto en términos de precios (tipo de interés) como de cantidad de recursos potencialmente disponibles.

(12) La Comisión Europea en noviembre de 1996 aprobó que las empresas europeas armonicen sus reglas contables a los principios internacionales para así facilitar el acceso a los mercados internacionales de capitales. De esta manera abaratarían los costes, ya que no habría que confeccionar los estados financieros de dos o más formas. Se consideraba la posibilidad de colaborar con el International Organization of Stock Commissions (IOSC) o el International Accounting Standards Committee (IASC) en lugar de crear una nueva institución europea.

(13) Según estimaciones realizadas se puede decir en general y como tendencia se cumple la ley de precio único en los títulos españoles cotizados en el NYSE.

FIGURA 1.—Comunicación de la empresa con el mercado financiero de sus títulos (deuda y acciones) nacional e internacional



Adicionalmente a la incidencia que la internacionalización de las acciones puede tener en el desarrollo de capacidades y por tanto en el mantenimiento o mejora de la ventaja competitiva en propiedad de la empresa, también puede tener implicaciones en otros activos inmateriales de la empresa. Como es el caso de mejora de su imagen internacional. Esta mejora no solo se refiere al ámbito financiero sino también a la comercialización y venta de los productos de la empresa (y de sus filiales) en mercados exteriores. Constituye pues una variable estratégica en la internacionalización de la empresa y una opción en la profundización en los procesos de multinacionalización de la empresa como hemos señalado en el cuadro 1.

Desde el punto de vista financiero a veces no solo puede ser la mejor opción si el mercado doméstico es estrecho, sino que además puede ser una alternativa que implique unas mayores oportunidades de obtención de recursos financieros sino que además tenga un impacto positivo en el coste de capital de la empresa. Como restricciones o elementos negativos se pueden mencionar la posible dilución de control que se puede producir y los costes de transacción y de agencia asociados.

## 8. Algunas observaciones empíricas

Se ha enviado un cuestionario a 48 empresas latinoamericanas y a cinco españolas que cotizaban sus acciones en el NYSE el 31 de diciembre de 1994. Las respuestas válidas han sido 22 (18 latinoamericanas).

Las empresas de América Latina se dirigen al mercado de capitales de EE.UU., mientras que las españolas además se dirigen a otros mercados europeos (Londres,

Frankfort, París) y a Japón (Tokio). La estructura de propiedad en el caso español es más diversificada que en el caso latinoamericano.

Las razones que de la cotización de sus acciones en mercados extranjeros son básicamente tres. La necesidad de captación de recursos financieros (40 por 100 como primera causa y un 32 por 100 como segunda razón) y como acción estratégica dentro del proceso de internacionalización (38 por 100), y por último como consecuencia de los procesos de privatizaciones de algunas empresas de la muestra.

Si pasamos a analizar la evaluación realizada por los directivos de los efectos que ha tenido la internacionalización del capital, aparecen agregados en el cuadro 11.

CUADRO 10.—Implicaciones de la internacionalización de las acciones

Efectos para la empresa derivados de la internacionalización de capital-acciones	
A) POSITIVOS	
• Imagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Financiera</li> <li>→ Comercial (indirecta)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayores oportunidades de obtención de recursos financieros en el exterior.</li> <li>• Ampliación y diversificación de la base accionarial.</li> <li>• Reducción del coste de capital.</li> <li>• Opción para movilizar los títulos de autocartera.</li> <li>• Facilita las privatizaciones.</li> <li>• Complementar la estrechez de los mercados domésticos.</li> <li>• Aumenta la liquidez y profundidad del mercado de acciones.</li> <li>• La empresa se somete al circuito de análisis de las empresas de valores internacionales. Representa una restricción y un punto de contraste del comportamiento seguido y de la competitividad y aprendizaje.</li> </ul> <p>En el caso de euroacciones permite al inversor la separación del riesgo país de la moneda de emisión.</p>	
B) NEGATIVOS	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dilución de control (función de la cuota internacionalizada y del grado de atomización del accionariado no-residente).</li> <li>• Costes de transacción (Comisiones, promoción, legales, adecuación de información a normas extranjeras)</li> </ul>	
<b>Efectos para la economía y finanzas internacionales</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayores oportunidades para la formación de carteras de inversores (institucionales o no).</li> <li>• Aumenta la integración financiera internacional.</li> </ul>	

Como se puede apreciar las dos razones esenciales son la mejora de la imagen internacional de la empresa, es decir, la generación de confianza, y la mejora de los sistemas de toma de decisiones.

CUADRO 11.—Internacionalización de las acciones de las empresas de la muestra

	Media %	Desviación típica %
Porcentaje de capital extranjero en el capital propio ..	26,25	14,42
Emisión en Bolsas internacionales .....	16,6	9,9

CUADRO 12.—Efectos de la venta de acciones en mercados exteriores

	Mejora la imagen de la empresa	Aprendizaje toma de decisiones	Mejores resultados
Núm. empresas .....	15	11	7
% s/total .....	94 %	69 %	44 %

## 9. El sistema financiero interno de la empresa multinacional

La evolución de las EMs ha alcanzado situaciones de globalización o mundialización caracterizada según las variables señaladas en la primera parte de este trabajo. Las mayores empresas multinacionales son de acuerdo al stock de IDE, al valor de sus activos (UNCTAD, 1994) y su función coordinadora de sistemas complejos de producción y comercialización a nivel mundial, empresas que adoptan estrategias globales (BARLETT y GOSSATT, 1994) (14). Estas empresas actúan en múltiples sistemas financieros domésticos, con diferente grado de segmentación, así como en los mercados internacionales de capitales, tanto emitiendo activos financieros de deuda y de capital en base tanto a la EM como un todo y como a sus filiales. En este sentido, la EM puede crear proveedores institucionales que hagan la función de banco interno, que arbitren y coordinen las actividades financieras localizadas en diferentes entornos. En cualquier caso la EM representa un mercado interno internacional de recursos financieros abierto al mundo exterior.

A título de ejemplo, incluimos el cuadro número 13, referido al número de países en que cotizan las acciones de diez de las mayores empresas multinacionales del mundo. Se puede observar que en una década el número de acciones disponibles en mercados exteriores ha aumentado en doce (15).

De hecho una EM global internaliza parcialmente la generación y aplicación de recursos financieros bajo criterios de eficiencia asignativa a nivel internacional. Los fondos generados internamente junto a los recursos captados en mercados exteriores (domésticos e internacionales) tanto emitiendo deuda o acciones, son

(14) Estas estrategias se desenvuelven en entornos transnacionales y globales según la tecnología de estos sectores, combinando las tendencias hacia la globalización y hacia la presión doméstica.

(15) Los 14 países en que cotizan estas acciones son (entre paréntesis se incluyen dos números, refiriéndose respectivamente a los años 1983 y 1993): Alemania (9,10); Austria (4,5); Bélgica (6,7); Canadá (4,5); Dinamarca (0,1); Estados Unidos (9,9); Finlandia (0,1); Francia (9,9); Holanda (7,7); Japón (2,6); Luxemburgo (2,2); Reino Unido (8,10); Suiza (9,9); Suecia (1,1).

CUADRO 13.—Número de países (incluido el país de origen) en que cotizan las acciones de diez de las mayores empresas multinacionales<sup>a)</sup>

	Pais de origen	1983	1993
Royal Dutch Shell <sup>b)</sup> .....	Holanda y Reino Unido .....	9	9
Ford .....	Estados Unidos .....	7	8
General Motors .....	Estados Unidos .....	7	6
EXXON .....	Estados Unidos .....	6	8
IBM .....	Estados Unidos .....	10	10
British Petroleum .....	Reino Unido .....	6	8
Nestlé .....	Suiza .....	5	8
Asean Brown Boveri <sup>c)</sup> .....	Suecia y Suiza .....	4	8
Philips Electronics .....	Holanda .....	9	9
Mobil .....	Estados Unidos .....	7	8
Total .....		70	82

a) Mayores empresas por tamaño de activos en el exterior. Se incluyen American Depository Receipts. (ADRs)

b) Cotización de Royal Dutch (Holanda) y Shell Transport (Reino Unido).

c) Cotización de Brown Boveri (Suiza) y ASEA (Suecia).

Fuente: Adaptado de UNCTAD, Programme on Transnational Corporation (basado en información de las empresas).

utilizados a lo largo y ancho de la organización. La captación de recursos del mercado, junto al ahorro de la empresa no distribuido y a la administración financiera de activos (físicos e inmateriales) y pasivos de la empresa conforman el sistema financiero de la EM. Una administración eficiente de este sistema crea capacidades internacionales de la empresa.

## 10. Conclusiones

Desde un punto de vista evolutivo de la economía, la empresa primero internacionaliza su sector real (comercio y producción) y después su capital financiero: deuda en primer término y acciones en último lugar. Este planteamiento se ve corroborado en los últimos años por la tendencia que muestran los datos disponibles y la observación empírica. Desde un punto de vista geográfico los flujos internacionales de capital-acciones han seguido un cierto paralelismo con lo marcado previamente por los flujos de inversión directa: flujos en doble dirección entre países más avanzados y acceso de empresas de países emergentes a los mercados de capitales más desarrollados.

El proceso de internacionalización de las acciones puede responder simultáneamente a varias causas y tener diversos efectos. Así, en algunos casos puede venir impulsado por restricciones o barreras domésticas: estrechez de los mercados locales o restricciones legales, o bien facilitar los procesos de privatizaciones, por ejemplo. En otros puede ser la decisión consciente de una estrategia de internacionalización de la empresa. Por último, no solo permite la captación de recursos

financieros, sino que especialmente puede generar nuevas capacidades organizativas y activos inmateriales, lo que redundará en la mejora de la ventaja competitiva (activos tácticos) de la empresa. En cualquier caso las decisiones de internacionalización de las acciones han de añadir valor a la empresa (reduciendo el coste de capital o generando mayores y más estables flujos de caja). Así, si se produce una reducción de los costes de transacción y una mejora de los recursos y capacidades de la empresa, cabe esperar que ello se refleje en un aumento no transitorio del precio de las acciones.

En general se observa que a menor liquidez (y menor desarrollo) de un mercado de capitales domésticos mayor propensión de las empresas a acudir a mercados financieros extranjeros. Asimismo, a mayor grado de internacionalización (multinacionalización) de una empresa mayores ventajas estratégicas puede obtener de que sus acciones coticen activamente en mercados de capitales de diferentes países.

Las empresas multinacionales con cierto grado de internacionalización de sus acciones coordinan una función financiera compleja. La EM obtiene sus recursos propios y deuda en los principales mercados de capitales que poseen cierto grado de perfección («first best situation»). Adicionalmente puede desarrollar las funciones de arbitraje y administración de recursos financieros en mercados segmentados de países menos avanzados, en donde priman las imperfecciones de mercado. Todo ello se articula y complementan con la dirección y gestión financiera del mercado interno de recursos financieros que caracteriza a la empresa multinacional.

## Bibliografía

- ABUAF, N. y CARMODY, K. (1990), *The Cost of Capital in Japan and the United States: a Tale of two Markets*. Salomon Brothers, Inc. New York (july).
- ADLER, M. y DUMAS, B. (1983), «International portfolio choice and corporation finance. A synthesis», *Journal of finance*, 38, pp. 925-984.
- GORDON, A. CHEOL, EUN y JANAKIRAMAN, S. J. (1988), «International listing and stock returns: some empirical evidence», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, junio, pp. 135-51.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.; y SENBERT, L. (1981), «Market imperfections, agency problems and capital structure: a review», *Financial Management*, verano, pp. 7-22.
- BEKAERT, G. y HARVEY, C. R. (1995), «Time-varying World Market Integration», *Journal of Finance*, 50, pp. 403-444.
- CANTWELL, J. (1989), «The changing form of multinational enterprise expansion in the twentieth century» en Teichova, a.; Lévy-leboyer, M.; y H. Nussbaum (eds.), *Historical studies in international corporate business*, Cambridge University Press. Cambridge, pp. 15-27.
- COOPER, I. A. y KAPLANIS, E. (1994), «What explains the home bias in portfolio management», *Review of Financial Studies*, primavera, vol. 7, pp. 45-60.
- (1994), «Home bias in equity portfolio, inflation hedgings, and international market equilibrium», *Review of Financial Studies*, primavera, vol. 7, núm. 1, pp. 45-60.

- CHOI, F. D. S. y LEVICH, R. M. (1990), *The capital markets effects of international accounting diversity*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois.
- ELLIS, D.; MAHAJAN, A. y WILEY, M. (1997), *On the Sources of Regional Correlation in the Emerging Equity Markets*. Academy of International Business, Monterrey, septiembre.
- FOERTER, Stephen y KAROLYI, A. (1993), «International listing of stock: the case of Canada and the U.S.», *Journal of International Business Studies*, 24 (4), pp. 763-84.
- FRANKEL, J. (ed.) (1994), *The internationalization of equity markets*, University of Chicago Press, Chicago.
- FRENCH, K. y POTERBA, J. M. (1991), «Investor diversification and international equity markets», *American Economic Review*, 81,2, pp. 222-226.
- FRETZ, D. (1994), «The trouble with togetherness», *Institutional Investor*, octubre, pp. 181-187.
- FURSTENBERG, G. M. y JEON, B. N. (1989), «International stock price movements: links and messages», *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 125-179.
- GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL LIMITED (1989), *Anatomy of world market*, Londres.
- GOLDSTEIN, M. y FOLKESTES-LANDAN, D. (1994), *International capital markets. Developments prospects and policy issues*, International Monetary Fund, Washington D. C.
- GRUBEL, H. G. (1968), «Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows», *American Economic Review*, 58, diciembre, pp. 1299-1314.
- HENNART, J. F. (1995), «Transaction cost theory and the free-standing firm», en R. Schiattarella (ed.), *New Challenges for European and International Business*, Roma, pp. 23-39.
- HOWE y ALAN TUCKER (1993), «International listing and risk», *Journal of International Money and Finance*, 12, pp. 99-110.
- HOWE, J. y MADURA, J. (1990), «The impact of international listing on risk: implications for capital market integration», *Journal of Banking and Finance*, diciembre, pp. 1133-42.
- HOWELL, M. J.; COTTINI, A. y GREWOOD, I. (1993), «Cross-border capital flows: a study of foreign equity investment», *Baring Securities*.
- (1994), «North America, Europe, Africa, Pacific rim, and Latin America: global and emerging markets strategy», *Baring Securities*, abril.
- IBBOTSON, R. G.; SIEGEL, I. B. y KAPLAN, P. D. (1991), «World equities: the past and the future» en R. Aliber and B. Bruce (eds.), *Global Portfolios* Business One Irwin, Homewood, Illinois.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (1994), *Emerging Stock Markets Factbook*, Washington.
- JAYARAMAN, N., KULDEEP, S. y TANDON, K. (1993), «The impact of international cross listings on risk and return: the evidence from american depository receipts», *Journal of Banking and Finance*, febrero, pp. 91-103.
- JEFFCOAT, R. A., SOUTHERN, A. D. (1983), «Why and how to court foreign shareholders», *Harvard Business Review*, julio-agosto, pp. 30-38.
- MAHAJAN, A. y FURTADO, E. (1996), «Exchange rate regimes and international market segmentation: Evidence from pricing effects of international listings», *Global Finance Journal*.
- MAHAJAN, A.; WEIGAND, R. A. y WOODS, J. (1997), *Price and Volumen Behavior of American Depository Receipts Around the Ex-Dividend Day*, Academy of International Business, Monterrey, septiembre.
- MARR, W.; TRIMBLE, J., y VARMA, R. (1991), «On the integration of international capital market: evidence from euroequity offering», *Financial Management*, invierno, pp. 11-21.
- MCCAULEY y ZIMMER (1989), «Explaining international differences in the cost of capital», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, verano, pp. 7-28.
- OCED, *Financial Markets Trends*. Paris, varios años.
- ROLL, R. (1992), «Industrial Structure and the Comparative Behavior of International Stock Market Indices», *Journal of Finance*, 47, pp. 3-41.

- STONEHILL, A. y DULLUM, K. B. (1983), *Internationalizing the cost of capital in theory and practice: the nova experience and national policy implications*, Nyt Nordisk Forlag Arnold Busck, Copenhagen.
- TING LAU, S.; DELTZ, D., y APILADO, V. (1994), «Valuation effects of international stock exchange listing», *Journal of Banking and Finance*, diciembre, pp. 743-61.
- WILKINS, M. (1988), «The free standing company, 1870-1914: An important type of british foreign direct investment», *Economic History Review*, pp. 259-282.