

INFLUENCIA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN FINANCIERA SOBRE EL CARÁCTER ESTRATÉGICO DE LA FUNCIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL

THE INFLUENCE OF FINANCIAL INTERNATIONALIZATION ON THE STRATEGIC ASPECTS OF THE FINANCIAL MANAGEMENT AREA

Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea, UPV/EHU, sara.urionabarrenetxea@ehu.es

Arturo Rodríguez Castellanos, UPV/EHU, arturo.rodriguez@ehu.es

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es doble: en primer lugar, valorar la necesidad de desarrollar el carácter estratégico de la función financiera debido a los procesos de internacionalización financiera; estos procesos pueden acarrear tanto nuevas oportunidades como amenazas para la empresa. Si esta relación se confirma, se hace necesario el análisis de las variables que determinan el proceso de internacionalización financiera de la empresa, el cual constituye el segundo objetivo del trabajo. Además de las condiciones externas, los procesos de internacionalización financiera pueden encontrarse condicionados por las características de la propia empresa: tamaño, pertenencia a un sector concreto e internacionalización de las áreas no financieras, por su estrecha vinculación con el área financiera.

PALABRAS CLAVE: globalización financiera, internacionalización financiera, internacionalización de las áreas no financieras, carácter estratégico de la función financiera.

ABSTRACT:

The goal of this work is double: on the one hand, to assess the need for developing the strategic aspects of the financial area due to the financial internationalization processes; these processes can involve both new opportunities and threats to the firm. If this relationship is confirmed, it will be necessary to analyze the variables that determine the financial internationalization process of the firm; this is the second goal of the work. Besides the external conditions, the characteristics of the firm could condition the financial internationalization processes: the size, the industry it belongs to and the non financial areas internationalization because of its strong link with the financial area.

KEYWORDS: strategic aspects of the financial area, financial globalization, financial internationalization, non financial areas internationalization.

1. INTRODUCCIÓN

Desde la década de los años ochenta del pasado siglo, se ha producido un avance vertiginoso en la dimensión internacional de las finanzas empresariales. Cada vez es mayor el número de empresas que optan por acudir a mercados financieros exteriores, tanto al objeto de obtener financiación en mejores condiciones, como para realizar inversiones más atractivas que las disponibles dentro de las fronteras nacionales. Esta extensión de su actividad financiera obliga a las empresas a la redefinición de sus líneas de actuación, lo cual puede implicar la exigencia de una mayor involucración de la función financiera en la toma de decisiones estratégicas. Así, proponemos como primer objetivo analizar si los procesos de internacionalización financiera obligan a las empresas a desarrollar el carácter estratégico de la función financiera.

Si se confirma la relación planteada en el primer objetivo, se hace necesario el análisis de las distintas dimensiones de internacionalización financiera relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera; éste constituye el segundo objetivo del trabajo.

El creciente desarrollo de los procesos de internacionalización financiera constituye la respuesta a dos fenómenos que se están desarrollando de forma paralela: por un lado, los procesos de internacionalización empresarial en general –dentro de los cuales se integran las internacionalizaciones financieras– y, por otro lado, la globalización financiera, que constituye un factor impulsor indiscutible de la internacionalización del área financiera de la empresa.

En el primer caso, los procesos de internacionalización financiera pueden constituir una estrategia derivada de la internacionalización empresarial en general, es decir, vinculada a la internacionalización de las áreas empresariales no financieras. En las últimas décadas la internacionalización de las distintas áreas empresariales –comercial, de aprovisionamientos, productiva, etc.– ha sido una realidad creciente.

En el segundo caso, la decisión de internacionalizar el área financiera de la empresa podría constituir una respuesta directa a las nuevas oportunidades que ofrece un entorno financiero cada vez más global. Ahora bien, el tamaño empresarial y la pertenencia a un sector concreto pueden condicionar significativamente esta respuesta y, por tanto, resulta necesario su análisis.

Conforme al mencionado objetivo, el trabajo se estructura en cinco secciones, además de la que nos ocupa. En primer lugar, se plantean las hipótesis de la investigación. Posteriormente, se presenta la metodología del estudio de campo que recoge, por un aparte, la composición de la muestra las escalas de medidas y, por otra, la obtención y el análisis de datos. En tercer lugar, se exponen los resultados principales obtenidos del contraste empírico de las hipótesis. Por último, se apuntan las conclusiones más relevantes y la bibliografía empleada.

2. PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

El planteamiento de hipótesis se ha desarrollado en función de los objetivos propuestos: en primer lugar, atendiendo al primer objetivo, se ha constatado la relación entre los procesos de internacionalización financiera y el carácter estratégico de la función financiera. Posteriormente, con el objetivo de cubrir el segundo objetivo planteado, se han desarrollado las pertinentes hipótesis atendiendo a las dos causas principales de internacionalización financiera: por una parte, se han planteado las hipótesis relacionadas con la internacionalización financiera como estrategia derivada de la internacionalización empresarial en general y, a

continuación, las que responden a la idea de que dicha internacionalización financiera constituye una respuesta directa a las nuevas oportunidades que ofrece el entorno financiero en proceso de globalización.

2.1. Desarrollo del carácter estratégico de la función financiera ante el proceso de internacionalización financiera de la empresa

En un entorno de apertura de las fronteras geográficas y globalización de las relaciones financieras, cada vez son más las empresas que no se restringen al ámbito doméstico en su actividad financiera, puesto que observan una oportunidad para incrementar el valor empresarial.

En las empresas financieramente internacionalizadas se produce una ampliación del marco de trabajo de la función financiera, dadas las nuevas oportunidades y amenazas a afrontar, lo cual requiere una mayor perspectiva estratégica de la misma. El área financiera parece estar cada vez más integrada en la estrategia corporativa (Lessard, 1991; Sheridan, 1996a; Kim y Kim, 1999). El equipo financiero asume cada vez más y mayores responsabilidades basadas en la participación activa en la definición de los objetivos y estrategias del negocio. Cuestiones estratégicas que tradicionalmente han sido competencia exclusiva de la alta dirección comienzan a ser participadas de forma creciente por el área financiera. La extensión del ámbito de decisión a través de las fronteras geográficas implica mayores complejidades en las decisiones sobre los negocios en los que debería estar presente la empresa, la forma en la que estos negocios debieran estar relacionados entre sí, la estructuración de la participación de la empresa en estas actividades, etc. Factores como las múltiples exposiciones a riesgos de varias actividades de negocio, las imposiciones transfronterizas o la mayor incertidumbre hacen que la contribución del área financiera sea esencial (Lessard, 1991).

Hace ya más de una década, Lessard (1991) aseguraba que la gestión financiera se encontraba en el proceso de convertirse en una “función experta” en la contribución de decisiones empresariales fuera del ámbito financiero, lo cual parece haberse convertido en un augurio bastante acertado.

Además de la mayor involucración en las líneas estratégicas generales de la empresa, la función financiera aporta valor a través de las interacciones mantenidas con el resto de las áreas empresariales. Las áreas comercial, productiva y de aprovisionamientos, al igual que la financiera, han tenido que internacionalizarse, lo cual ha conducido a una gestión y una toma de decisiones más compleja. El área financiera debe respaldar estos procesos fundamentales de la empresa, más si cabe cuando su gestión requiere de procesos más complejos como es el caso de una actividad empresarial inmersa en un entorno cada vez más globalizado.

Así pues, la dirección financiera debe colaborar activamente con la alta dirección en el establecimiento de las distintas líneas estratégicas y su consecución, y con el resto de las áreas empresariales, porque puede aportar valor mediante la integración del punto de vista de aquellos con el punto de vista financiero (Sheridan, 1996a). De esta forma, el área financiera puede aumentar la calidad de la gestión empresarial y de la toma de decisiones.

Apoyándonos en el razonamiento planteado para sostener la existencia de relación positiva entre los procesos de internacionalización financiera y el carácter estratégico de la función financiera, proponemos la hipótesis primera y las subhipótesis correspondientes en las que se desglosa el factor “internacionalización financiera” en distintas vertientes que recojan tanto el aspecto referido a la financiación como a la inversión fuera de las fronteras nacionales. Respecto del primero, el pasivo empresarial se ha dividido entre el “endeudamiento exterior” y la “presencia de accionistas extranjeros”. En cuanto al segundo aspecto, se hace necesario diferenciar

entre las inversiones reales y las financieras (Itay y Razin, 2005). Una amplia mayoría de la literatura tradicional sobre gestión internacional se centra en variables estratégicas de la empresa para explicar la inversión directa extranjera (Kindleberger, 1969; Caves, 1971 y Hymer, 1976), a pesar de la alta implicación de la función financiera en las decisiones requeridas para su ejecución (Desai *et al.*, 2004; Choi y Jeon, 2007). Por tanto, no ha sido considerada como factor expresamente financiero, sino como reflejo de la internacionalización productiva de la empresa. Así, la tercera y última vertiente de la internacionalización financiera se refiere a la “inversión financiera exterior”.

H₁: La internacionalización financiera está positivamente relacionada con el carácter estratégico de la función financiera.

H_{1.1}: El endeudamiento exterior está positivamente relacionado con el desarrollo del carácter estratégico de la función financiera empresarial.

H_{1.2}: La presencia de accionistas exteriores está positivamente relacionada con el desarrollo del carácter estratégico de la función financiera empresarial

H_{1.3}: La realización de inversiones financieras exteriores está positivamente relacionada con el desarrollo del carácter estratégico de la función financiera empresarial

2.2. Internacionalización de las áreas empresariales no financieras como factor determinante de la internacionalización financiera

Una estrategia de internacionalización empresarial habitualmente constituye la respuesta a las nuevas oportunidades que se han detectado fuera de las fronteras nacionales y que no caben en el ámbito doméstico. No parece descabellado concebir que, respecto de la internacionalización, como en muchos otros aspectos, exista una interrelación entre las distintas áreas empresariales, de forma que cada una de ellas pueda ser objeto de influencia por parte de las demás (Guisado, 2003; Keller y Yeaple, 2003; Villarreal *et al.*, 2004; Rajan, 2005; Choi y Jeon, 2007). El desarrollo de la internacionalización de una de las áreas puede ayudar en el traspaso de las fronteras geográficas de otra u otras. Por tanto, las empresas internacionalizadas comercialmente, productivamente o en el aspecto de los aprovisionamientos pueden contar con una mayor capacidad para desarrollar su internacionalización financiera.

En efecto, la internacionalización de las áreas empresariales no financieras confiere a la empresa experiencia en el ámbito internacional, familiaridad con distintos mercados y conocimiento de una realidad transnacional (Erramilli, 1991), todo lo cual puede ser aprovechado para una gestión más eficiente en el desarrollo internacional del aspecto financiero. Además, la internacionalización comercial, productiva o de aprovisionamientos puede obligar o, al menos impulsar, a la empresa a la internacionalización financiera debido a las mayores necesidades de financiación que surgen en el ámbito internacional.

Ahora bien, la colaboración entre las distintas áreas resulta imprescindible, no sólo para la obtención de la financiación necesaria, sino también para la reflexión estratégica previa a la entrada en mercados concretos. Así, considerando la relación entre las áreas comercial y financiera, cuando se accede a mercados internacionales de bienes o servicios, dentro del área comercial debe analizarse la capacidad de los distintos países para absorber los productos o servicios finales de la empresa. Ahora bien, a este respecto existen ciertos aspectos -legales,

impositivos, hábitos respecto del crédito comercial, riesgos adicionales a asumir debido a las características del país, etc.- cuya evaluación resulta imprescindible, pero que escapan al ámbito estrictamente comercial de la empresa, entrando, al menos en parte, dentro del ámbito financiero.

De forma similar al área comercial, el área de aprovisionamientos y la de producción deben mantener estrechas relaciones con el ámbito financiero. La competencia, tanto en precios como en calidad, que genera la globalización obliga a estas áreas a interactuar con el área financiera.

Con base en el anterior razonamiento se plantean las hipótesis segunda, tercera y cuarta:

H2: La internacionalización comercial condiciona las dimensiones de la internacionalización financiera relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera.

Se plantean las tres dimensiones de internacionalización financiera en tantas subhipótesis, aunque se podría dar el caso de que alguna de ellas no condicionara significativamente el carácter estratégico de la función financiera, en cuyo caso no se requeriría su contraste¹.

H2.1: Las empresas exportadoras tienen una mayor tendencia al endeudamiento exterior.

H2.2: Las empresas exportadoras tienen una mayor tendencia a la presencia de accionistas extranjeros en su capital social.

H2.3: Las empresas exportadoras tienen una mayor tendencia a la realización de inversiones financieras exteriores.

H3: La internacionalización de aprovisionamientos condiciona las dimensiones de la internacionalización financiera relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera.

H3.1: Las empresas importadoras tienen una mayor tendencia al endeudamiento exterior.

H3.2: Las empresas importadoras tienen una mayor tendencia a la presencia de accionistas extranjeros en su capital social.

H3.3: Las empresas importadoras tienen una mayor tendencia a la realización de inversiones financieras exteriores.

H4: La internacionalización de la producción condiciona las dimensiones de la internacionalización financiera relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera.

H4.1: Las empresas con alguna implantación productiva exterior (en adelante IPE) tienen una mayor tendencia al endeudamiento exterior.

H4.2: Las empresas con alguna IPE tienen una mayor tendencia a la presencia de accionistas extranjeros en su capital social.

H4.3: Las empresas con alguna IPE tienen una mayor tendencia a la realización de inversiones financieras exteriores.

¹ En las subhipótesis tercera, cuarta, quinta y sexta se presenta esta misma cuestión.

2.3. Tamaño empresarial y pertenencia a un sector concreto como factores determinantes de la internacionalización financiera

Independientemente de la existencia de internacionalización en las áreas empresariales no financieras, la empresa puede optar por internacionalizar su actividad financiera al objeto de conferirle una mayor eficiencia. Ante el fenómeno de la globalización financiera (Rodríguez Castellanos, 1992; Bekaert y Harvey, 1995 y 2003; Prasad *et al.*, 2003), la actividad financiera de la empresa es susceptible de ser mejorada por medio de su apertura al ámbito internacional (Lessard, 1991; O'Brien, 1996; Palazuelos, 1998): es posible la obtención mayores volúmenes de financiación y a menor coste (Stulz 1999a y b; Bekaert y Harvey, 2000; Sarr, 2000; Errunza y Miller, 2000; Chari y Henry, 2001 y 2004; Gerlach-kristen, 2003) y puede conseguirse mayor rentabilidad tanto de las inversiones financieras (De Vassal, 2001; Sill, 2001; Errunza, 2001; Li et al., 2003; Kumar, 2005) como de las reales (Henry, 2000; Arteta et al., 2001; Edison et al., 2002a y b; Eichengreen y Leblang, 2003). Ahora bien, todas estas oportunidades pueden diferir en función del tamaño empresarial y la pertenencia a un sector concreto; por ende, ambas características pueden condicionar de manera significativa el nivel de internacionalización financiera de la empresa.

Así, el tamaño puede resultar un factor determinante debido a tres factores principales: primeramente, las grandes empresas disponen de más recursos, tanto humanos como técnicos o financieros, que pueden capacitarlas para internacionalizarse financieramente, sin que las posibles amenazas pongan en peligro su solvencia. En segundo, estas empresas también son las que disponen de mayores recursos informacionales a la hora de valorar la posibilidad de acudir a mercados financieros exteriores, mientras que las pequeñas tienen que enfrentarse a mayores asimetrías informativas (Mutinelli y Piscitello, 2004). Por último, la dimensión empresarial se encuentra altamente correlacionada con el nivel de internacionalización de las áreas no financieras de la empresa; esto es, cuanto mayores son las empresas, mayor propensión suelen mostrar a la internacionalización comercial, de aprovisionamientos y productiva (Calof, 1993 y 1994; Gobierno Vasco, 2003) que, como ya se ha indicado, suelen estar estrechamente relacionados con la internacionalización financiera (Urionabarrenetxea, 2006).

Partiendo de estas justificaciones, planteamos la quinta hipótesis y las subhipótesis correspondientes.

H5: El tamaño de la empresa condiciona las dimensiones de la actividad financiera internacional relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera.

H5.1: El tamaño de la empresa condiciona la propensión al endeudamiento exterior.

H5.2: El tamaño de la empresa condiciona la propensión a la participación de accionistas extranjeros en el capital social.

H5.3: El tamaño de la empresa condiciona la propensión a la inversión financiera exterior.

Además del tamaño empresarial, el sector de actividad al que pertenece la empresa puede influir sobre la dimensión de la actividad financiera internacional. Las pautas de comportamiento financiero de las empresas pertenecientes a distintos sectores no son fáciles de establecer, pero ciertamente las necesidades de financiación y el volumen de inversión financiera pueden estar relacionados con la naturaleza de la actividad desarrollada.

Así, la sexta hipótesis –y las tres subhipótesis que la acompañan– establece la relación entre la dimensión de la actividad financiera internacional y el sector de actividad empresarial.

H6: Las dimensiones de la actividad financiera internacional relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera de la empresa están relacionadas con el sector al que pertenece.

H6.1: La existencia de endeudamiento exterior en la empresa está relacionada con el sector al que pertenece.

H6.2: La presencia de accionistas extranjeros en la empresa está relacionada con el sector al que pertenece.

H6.3: La existencia de inversión financiera exterior en la empresa está relacionada con el sector al que pertenece.

2.4. Conjunción de los distintos factores

Las hipótesis planteadas hasta ahora reflejan las relaciones que cada una de las dimensiones de la internacionalización financiera de la empresa -endeudamiento exterior, presencia de accionistas extranjeros e inversión financiera en el exterior- pueden tener con el tamaño, el sector y la internacionalización comercial, de aprovisionamientos y productiva. Sin embargo, todos estos factores pueden ejercer asimismo una influencia conjunta y simultánea, no aislada e independiente, sobre la internacionalización financiera, de forma que la consideración individual de los distintos factores tal vez no refleje completamente la influencia que éstos ejercen efectivamente sobre la internacionalización financiera de las empresas vascas.

La hipótesis séptima recoge este aspecto.

H7: Las dimensiones de la actividad financiera internacional relacionadas con el carácter estratégico de la función financiera de la empresa está condicionadas por el efecto conjunto de varios de los siguientes factores: internacionalización de aprovisionamientos, comercial y productiva, tamaño, sector de actividad.

3. METODOLOGÍA

3.1. Composición de la muestra y escalas de medida

De la base de datos inicial adquirida a *Dun & Bradstreet*, compuesta por 7.881 empresas pertenecientes al País Vasco, se ha excluido cierto número de empresas por su tamaño reducido o por pertenecer a sectores nada o muy poco internacionalizados (Gobierno Vasco, 2003). Así, finalmente se ha partido de una población de 3.326 empresas, de la cual se ha obtenido una muestra de 461, representando un nivel de confianza del 95% y un nivel máximo de error del 4,25%.

Tabla 1. Composición de la muestra de empresas

MUESTRA REAL		SECTOR				Total
		Manufactura	Construcción	Comercio	Servicios	
TAMAÑO	Grande	34	6	11	11	62
	Mediana	100	6	28	17	151
	Pequeña	52	68	72	56	248
Total		184	80	111	84	461

La muestra ha sido dividida en función del tamaño empresarial y el sector al que pertenece, manteniendo, aproximadamente, la proporcionalidad en cada uno de los estratos con respecto a la población (véase la tabla 1).

Respecto de las escalas de medida, el posible desarrollo del carácter estratégico de la función financiera debido a los procesos de internacionalización financiera ha sido reflejado a través de una variable dicotómica que recoge la respuesta afirmativa o negativa.

La dimensión de la actividad financiera internacional de la empresa, por su parte, ha sido recogida a través de tres factores: el endeudamiento exterior, la presencia de accionistas extranjeros y las inversiones financieras exteriores². Cada uno de estos factores ha sido recogido mediante una variable dicotómica referida a la existencia o no del factor objeto de estudio.

Respecto de las variables explicativas, y comenzando con el nivel de internacionalización de las áreas empresariales no financieras, se han diseñado las siguientes escalas de medida:

- Para la medición del grado de internacionalización comercial se ha preguntado si la empresa es exportadora o no. Relacionando esta variable con las tres variables de internacionalización financiera, planteamos las tres subhipótesis incluidas dentro la segunda hipótesis.
- La internacionalización de aprovisionamientos ha sido recogida a través de la variable dicotómica “empresa importadora o no”. De la relación entre esta variable y la de internacionalización financiera se deriva la hipótesis tercera, junto con las correspondientes subhipótesis.
- La última área a relacionar con la internacionalización financiera es la de producción, cuya transformación en variable se ha realizado de manera análoga a las anteriores, esto es, a través de la variable dicotómica “existencia de alguna implantación productiva exterior o no”. De esta relación deriva la hipótesis cuarta, dividida en las tres subhipótesis ya mencionadas.

Además de estas tres variables explicativas basadas en la internacionalización de las áreas empresariales no financieras, existen otras dos –el tamaño empresarial y la pertenencia a un sector concreto– que podrían mantener una relación positiva con la variable a explicar. El tamaño empresarial ha sido valorado en función de la Recomendación de la Comisión Europea sobre la definición de microempresas y pequeñas y medianas empresas (2003/361/CE). Entre las distintas alternativas que ofrece, se ha optado por la utilización del número de empleados (Calof, 1994; Rodríguez y González, 2006), ya que esta variable suele ser mucho más estable en el tiempo, esto es, suele estar menos sujeta a factores coyunturales. Si el tamaño de la empresa es relacionado con las distintas variables dicotómicas de internacionalización financiera, se obtienen la hipótesis quinta y las subhipótesis que se derivan de ella. Por último, los distintos sectores que se van a someter a análisis se han agrupado en cuatro grandes sectores: Industria manufacturera, Construcción, Comercio y Servicios. La sexta hipótesis se refiere a la relación entre la internacionalización financiera y la pertenencia a un sector concreto.

² La realización de inversiones reales exteriores, a pesar de la alta implicación de la función financiera en las decisiones requeridas para su ejecución, no ha sido considerada como factor expresamente financiero, sino como reflejo de la internacionalización productiva de la empresa.

3.2. Obtención y análisis de datos

El instrumento al que se ha recurrido para la recogida de los datos primarios ha sido la encuesta telefónica, siendo el cuestionario diseñado a tal efecto contrastado previamente en varias empresas piloto. Las entrevistas se realizaron entre el 16 de junio y el 13 de julio de 2004.

Las hipótesis comprendidas entre la primera y la sexta implican la comparación del comportamiento financiero internacional de la empresa entre distintas submuestras. Puesto que las variables resultantes de nuestro cuestionario no cumplen con los supuestos de normalidad y homocedasticidad que requiere el análisis de la varianza, y su transformación resulta sumamente difícil al tratarse de variables nominales u ordinales, para su contraste se ha recurrido a una serie de pruebas no paramétricas (Mann-Whitney y Kruskal-Wallis).

Para el contraste de la séptima hipótesis se ha aplicado el análisis *logit lineal*, el cual es un tipo de análisis estadístico multivariante que permite relacionar las variables categóricas de una tabla de contingencia de más de dos variables considerando una en particular como dependiente de las demás, a través de funciones de regresión de sus logaritmos (Jobson, 1992). El objetivo del modelo *logit* es, para nuestro caso, estimar el signo y la magnitud de los efectos que las variables tamaño, sector, exportación, importación y existencia de IPEs y sus interacciones, supuestamente ejercen sobre el ratio de empresas endeudadas en el exterior frente a no endeudadas, empresas con accionistas exteriores frente a las que no, y empresas con inversiones financieras exteriores frente a las que no las tienen.

Los resultados obtenidos a través del análisis planteado se exponen a continuación.

4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

4.1. Resultados del análisis del carácter estratégico de la función financiera en un contexto de internacionalización financiera

El 70% de las empresas que realizan algún tipo de actividad financiera internacional ha tenido que desarrollar, en mayor o menor medida, su perspectiva estratégica. Según el estadístico Mann-Whitney, las respuestas afirmativas y negativas a la pregunta referida a que la internacionalización financiera ha conllevado el incremento del carácter estratégico de la función financiera son significativamente distintas entre las empresas que se endeudan en el exterior y las que no lo hacen, y también entre las que cuentan con presencia de accionistas extranjeros y las que no la tienen al nivel 0,01. No obstante, las empresas que desarrollan algún tipo de inversión financiera exterior no se diferencian significativamente en sus respuestas de las que no mantienen ninguna inversión de este tipo. Por tanto, las subhipótesis 1.1 y 1.2 no se rechazan, mientras que la 1.3 se rechaza.

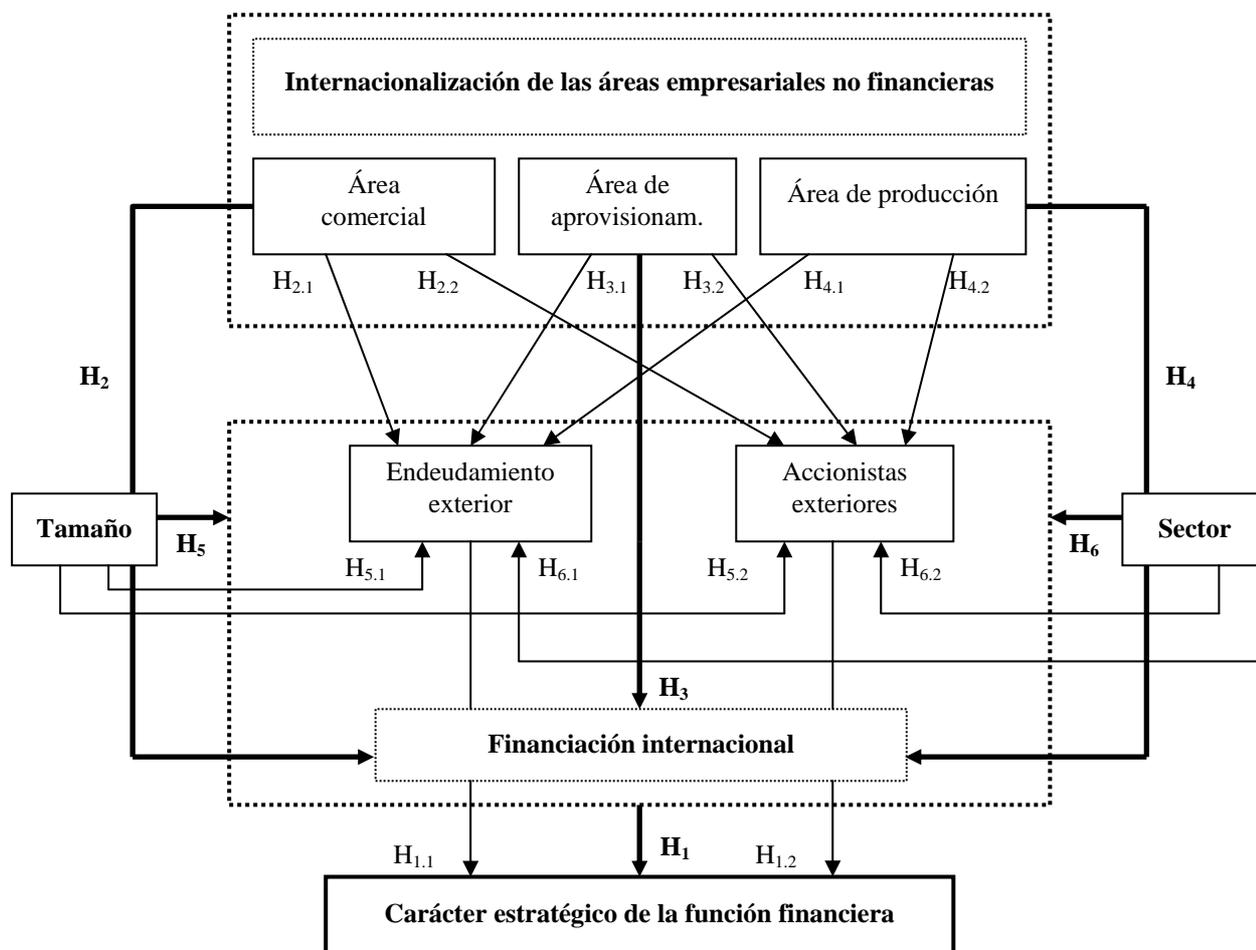
Perspect.estratég.	End. ext.**		Acc. ext.**		Inv. fin .ext	
	Sí	No	Sí	No	Sí	No
No	21,43%	84,31%	63,08%	81,17%	66,67%	79,08%
Sí	78,57%	15,69%	36,92%	18,83%	32,33%	20,92%

** Significativo al nivel 0,01, según el estadístico Mann-Whitney.

Es el recurso a las fuentes de financiación internacionales lo que condiciona el carácter estratégico de la función financiera, por tanto, nos centraremos en el análisis de sus variables determinantes, dejando de lado la variable *inversión financiera exterior*, puesto que no condiciona significativamente el carácter estratégico de la función financiera³.

Teniendo en cuenta este hecho, en la figura 1 se recogen las distintas hipótesis que finalmente se contrastarán:

Figura 1. Representación gráfica de las hipótesis a contrastar



4.2. Análisis univariante de los factores determinantes de la internacionalización financiera relacionados con el carácter estratégico de la función financiera

Vista la relación existente entre la financiación exterior de la empresa y el carácter estratégico de la función financiera, se hace imprescindible el análisis de los factores que determinan el nivel de endeudamiento exterior y la presencia de accionistas extranjeros. Las hipótesis comprendidas entre la segunda y la sexta responden a esta cuestión –exceptuando la última subhipótesis de cada una de ellas, puesto que corresponde a la inversión financiera exterior–. Estas hipótesis sostienen que la dimensión de la actividad financiera internacional está condicionada por el tamaño empresarial, por el sector al que pertenece, por el grado de internacionalización comercial, por el de aprovisionamientos y por el de producción, respectivamente. Estas hipótesis son

³ Puesto que se ha rechazado la hipótesis 1.3, no resulta necesario el contraste de las hipótesis 2.3, 3.3, 4.3, 5.3 y 6.3.

contrastadas a través de un análisis univariante y constituyen fuente de apoyo para el contraste de la última hipótesis, la cual propone que se encuentra condicionada por el efecto conjunto de todos los anteriores factores.

Todas las posibles variables determinantes de la financiación internacional han resultado significativas, exceptuando una: el hecho de que la empresa cuente con alguna IPE no resulta significativo para explicar la presencia de accionistas extranjeros en la empresa (véase la tabla 3).

Tabla 3. Internacionalización financiera en función de la internacionalización de las áreas empresariales no financieras

Factores determinantes	Financiación internacional	
	Endeudamiento	Accionistas exteriores
Empresa exportadora o no	H _{2,1} U de Mann Whitney: 23666,500 Sig. asintót. (bilateral): 0,000 **	H _{2,2} U de Mann Whitney: 21804,000 Sig. asintót. (bilateral): 0,000 **
Empresa importadora o no	H _{3,1} U de Mann Whitney: 16311,500 Sig. asintót. (bilateral): 0,024 *	H _{3,2} U de Mann Whitney: 13464,000 Sig. asintót. (bilateral): 0,000 **
Empresa con IPE o no	H _{4,1} U de Mann Whitney: 9862,500 Sig. asintót. (bilateral): 0,000 **	H _{4,2} U de Mann Whitney: 257,500 Sig. asintót. (bilateral): 0,141 -
Tamaño	H _{5,1} Chi-cuadrado (K-W): 12,314 g.l.: 2 Sig. asintót.: 0,002 *	H _{5,2} Chi-cuadrado (K-W): 29,532 g.l.: 2 Sig. asintót.: 0,000 **
Sector	H _{6,1} Chi-cuadrado (K-W): 7,986 g.l.: 3 Sig. asintót.: 0,046 *	H _{6,2} Chi-cuadrado (K-W): 23,312 g.l.: 3 Sig. asintót.: 0,000 **

** Significativo al nivel 0,01/ * Significativo al nivel 0,05/ - No significativo al nivel 0,05

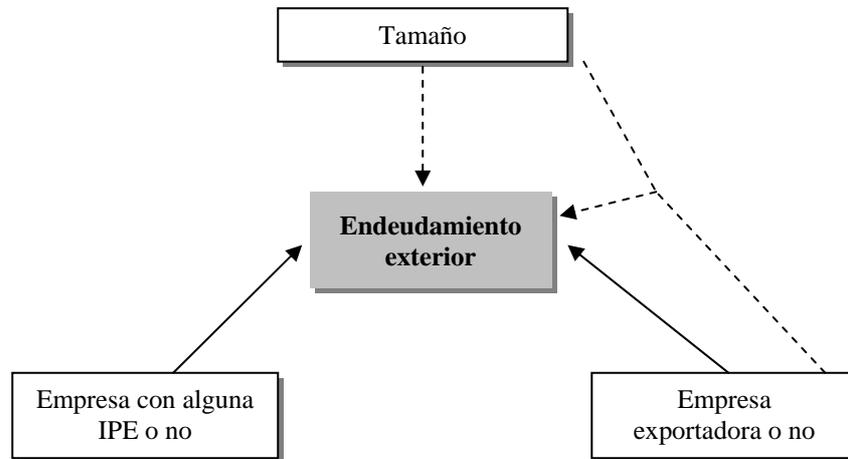
A través del análisis univariante se han estudiado las relaciones planteadas en las hipótesis comprendidas entre la segunda y la sexta de forma independiente. Para la conjunción e interrelación de todas ellas se ha planteado la séptima. Se pretende explicar las mismas variables dependientes en función de la acción conjunta de diversas variables determinantes. Así, se espera obtener dos modelos generales que reproduzcan las frecuencias de empresas endeudadas y no endeudadas en el exterior, con accionistas extranjeros y sin accionistas extranjeros, en función del tamaño empresarial, el sector al que pertenece, si es una empresa exportadora o no, si es importadora o no y si cuenta con alguna IPE o no.

4.3. Modelo logit para la variable dependiente “endeudamiento exterior”

El modelo que mejor representa el comportamiento del endeudamiento exterior es recogido en la figura 2 ($G^2 = 0,7197$; g.l. = 5; sig. = 0,9819). Según este modelo, el endeudamiento exterior de la empresa se ve influido por tres factores principales: el tamaño empresarial, el hecho de si ésta es exportadora o no, y si mantiene alguna implantación productiva en el exterior. Además, el tamaño empresarial y la condición de exportadora no son

variables independientes entre ellas, es decir, se condicionan mutuamente y es necesario considerar esta interacción.

Figura 2. Endeudamiento exterior en función del modelo [1]



Partiendo de este modelo, se ha comprobado que no todos los términos de interacción planteados son significativos para un nivel de confianza $(1-\alpha)$ del 95%, es decir, el modelo propuesto en su conjunto explica la realidad de forma muy significativa –las frecuencias esperadas $[f_{jkm}^*]$ obtenidas a través del modelo explican el comportamiento de la realidad de forma fehaciente–, pero no todas las relaciones individuales son significativas. Esto se muestra en la tabla 4. En las figuras las relaciones significativas son reflejadas a través de la línea continua, mientras que las no significativas se representan a través de la discontinua. Ahora bien, esta posible limitación del estudio es solventada a través del análisis univariante anteriormente realizado.

La nomenclatura que se seguirá tanto en la tabla 4 como en la 5 es la siguiente:

$\varphi_{ikm}^Y = \ln(f_{ikm})$ y $\varphi_{jkl}^Y = \ln(f_{jkl})$, de las tablas 4 y 5, respectivamente, siendo f_{ikm} y f_{jkl} las frecuencias absolutas de las casilla ikm y jkl de las tablas de datos mencionadas.

λ_{ikm} y λ_{jkl} : Término constante de las tablas 4 y 5.

β^Y : Línea de base, esto es, el efecto de la categoría *no endeudamiento exterior*, que se toma como referencia y que, además, incorpora el factor de elevación de los que no se endeudan en el exterior respecto de los que sí se endeudan.

β_i^{YX} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y del tamaño de la empresa (X) sobre la variable dependiente (Y).

β_j^{YZ} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y del sector de la empresa (Z) sobre la variable dependiente (Y).

β_k^{YA} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y del carácter exportador de la empresa (A) sobre la variable dependiente (Y).

β_l^{YP} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y del carácter importador de la empresa (P) sobre la variable dependiente (Y).

β_m^{YQ} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y de si la empresa mantiene alguna IPE (Q) sobre la variable dependiente (Y).

β_{ik}^{YXA} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y de la interacción entre el tamaño y el carácter exportador de la empresa (XA) sobre la variable dependiente (Y).

β_{kl}^{YAP} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y de la interacción entre el carácter exportador e importador de la empresa (AP) sobre la variable dependiente (Y).

β_{jk}^{YZA} : Efecto en φ_{ikm}^Y o φ_{jkl}^Y de la interacción entre el sector y el carácter exportador de la empresa (XA) sobre la variable dependiente (Y).

Tabla 4. Coeficientes estimados de las funciones *logit* para el modelo [1]

Tamaño	Exp.	IPE	End. ext.	λ_{ikm}	β^Y	β_k^{YA}	β_m^{YQ}	β_i^{YX}	β_{ik}^{YXA}	φ_{ikm}^Y	Exp(φ_{ikm}^Y)	f_{ikm}^*	
Grande	Sí	Sí	Sí	2,3993	-4,9369**	2,0881	0,8607	-5,7025	6,8977	1,61	4,98	31,15	
			No	2,3993	0	0	0	0	2,40	11,02	68,85		
		No	Sí	Sí	3,0438	-4,9369**	2,0881	0	-5,7025	6,8977	1,39	4,02	16,06
				No	3,0438	0	0	0	0	3,04	20,98	83,94	
			No	Sí	0,0000(NR)	-4,9369**	0	0,8607	-5,7025	0	0,00	0,00	0,00
				No	0,0000(NR)	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	
	No	Sí	Sí	2,4849	-4,9369**	0	0	-5,7025	0	-8,11	3E-04	0,00	
			No	2,4849	0	0	0	0	2,48	12,00	100,00		
		No	Sí	Sí	2,8117	-4,9369**	2,0881	0,8607	1,4943	-1,1051	1,21	3,36	16,81
				No	2,8117	0	0	0	0	2,81	16,64	83,19	
			Sí	Sí	4,4927	-4,9369**	2,0881	0	1,4943	-1,1051	2,03	7,64	7,87
				No	4,4927	0	0	0	0	4,49	89,36	92,13	
Mediana	Sí	Sí	Sí	-0,0729	-4,9369**	0	0,8607	1,4943	0	-2,66	0,07	7,03	
			No	-0,0729	0	0	0	0	-0,07	0,93	92,97		
	No	Sí	Sí	3,3697	-4,9369**	0	0	1,4943	0	-0,07	0,93	3,10	
			No	3,3697	0	0	0	0	3,37	29,07	96,90		
		Sí	Sí	2,4366	-4,9369**	2,0881	0,8607	0	0	0,45	1,57	12,05	
			No	2,4366	0	0	0	0	2,44	11,43	87,95		
Pequeña	Sí	Sí	Sí	4,3382	-4,9369**	2,0881	0	0	0	1,49	4,43	5,47	
			No	4,3382	0	0	0	0	4,34	76,57	94,53		
	No	Sí	Sí	-0,0168	-4,9369**	0	0,8607	0	0	-4,00	0,02	1,67	
			No	-0,0168	0	0	0	0	-0,02	0,98	98,33		
		Sí	Sí	4,9201	-4,9369**	0	0	0	0	-0,02	0,98	0,71	
			No	4,9201	0	0	0	0	4,92	137,02	99,29		

** Estimaciones significativas para un nivel de confianza del 95%

* Estimaciones significativas para un nivel de confianza del 90%

Nota: Los ceros denotan parámetros redundantes, excepto los marcados con (NR), es decir, sus valores pueden deducirse dado que la suma de parámetros de un cierto efecto debe ser cero.

Si se consideran las estimaciones de cada una de las relaciones planteadas unilateralmente que resultan significativas para un nivel de confianza del 95%, pueden realizarse tres afirmaciones, de mayor a menor importancia, que se indican y comentan a continuación.

En primer lugar, el grupo de empresas que se endeudan en el exterior es significativamente más reducido que el de las que no se endeudan. De estos datos se desprende que o bien las empresas aún no perciben con claridad las oportunidades de la endeudarse en el exterior; o que las barreras y los riesgos a afrontar en el endeudamiento fuera de las fronteras geográficas son valorados de forma importante, es decir, las amenazas a las que se deben exponer las empresas superan las posibles oportunidades en mercados internacionales; o que las condiciones de

financiación doméstica que puedan obtener son, en general, más favorables que las que se puedan obtener en el exterior⁴.

En segundo lugar, las empresas que desarrollan una actividad exportadora se endeudan significativamente más en el exterior que las que no exportan. De hecho, un motivo habitual del endeudamiento exterior es conseguir la cobertura del riesgo de cambio que surge de la actividad exportadora desarrollada por la empresa. Se observa que para estas empresas existe una alta correlación entre los países de exportación y los de endeudamiento exterior (Urionabarremetxea, 2006), lo cual denota que se intenta obtener financiación en la misma moneda en la que se tienen derechos de cobro, para así cubrir el riesgo de cambio al que hay que exponerse en la actividad comercial internacional. Este hecho refuerza el no rechazo de la subhipótesis primera logrado a través del análisis univariante.

En tercer lugar, las empresas que mantienen alguna IPE se endeudan significativamente más en el exterior que las que producen únicamente en el mercado doméstico. De esta forma, se refuerza el no rechazo de la subhipótesis 3.1 obtenido a través del análisis univariante. Al igual que en el caso anterior, existe una correlación significativa entre los países en los que la empresa mantiene alguna IPE y los países en los que se endeuda (Urionabarremetxea, 2006). Algunas IPEs cuentan con autonomía para decidir sobre su propia financiación y tienden a hacerlo en sus mercados locales (Villarreal *et al.*, 2004).

La influencia de cada uno de los tres efectos apuntados sobre el endeudamiento exterior es significativa para un nivel de confianza del 95%, mientras que el resto de los efectos no llega a alcanzar el 90% de significatividad. Ahora bien, puesto que el modelo propuesto muestra una significatividad muy alta en su conjunto a la hora de explicar el comportamiento del endeudamiento exterior de las empresas vascas, se impone revisar las frecuencias esperadas a partir de este modelo considerando simultáneamente todas las variables explicativas.

Así, de los datos de la tabla 4 se desprende que las empresas grandes, exportadoras y con alguna IPE son las que mayor propensión muestran a endeudarse en el exterior (31,2%). El segundo lugar es ocupado por empresas de dos tipologías distintas: por una parte, las empresas medianas, exportadoras y con alguna IPE (16,8%) y, por otra parte, las empresas grandes, exportadoras y sin ninguna IPE (16,1%). A éstas les siguen las empresas pequeñas pero altamente internacionalizadas (exportadoras y con alguna IPE) con una frecuencia esperada de 12,1%. Por tanto, podemos deducir que las empresas de mayor tamaño y más internacionalizadas tanto comercial como productivamente son las que mayor tendencia muestran a endeudarse en mercados exteriores.

4.4. Modelo logit para la variable dependiente “presencia de accionistas extranjeros”

El modelo que mejor se ajusta a la variable a explicar *presencia de accionistas extranjeros* es, sin lugar a duda, el [2] ($G^2 = 0,9779$; g.l. = 6; sig. = 0,9864). Tal como plantea la figura 3, la presencia de accionistas extranjeros en la empresa depende de la pertenencia a un sector concreto y del hecho de si es una empresa exportadora o importadora; además, a estos efectos principales hay que añadirles las interacciones que se producen entre el hecho de ser exportador e importador y entre el sector al que se pertenece y el hecho de ser exportador.

⁴ Esta última posibilidad parece *a priori* la más probable, dado el bajo coste del endeudamiento que han podido disfrutar estas empresas en los últimos tiempos.

Figura 3. Accionistas extranjeros en función del modelo [2]

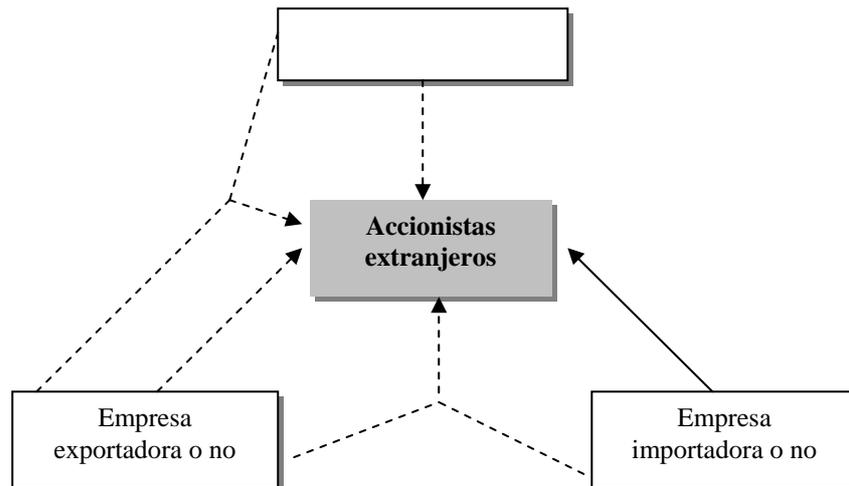


Tabla 5. Coeficientes estimadas de las funciones *logit* para el modelo [2]

Sector	Exp.	Imp.	Acc. ext.	λ_{jkl}	β^Y	β_k^{YA}	β_l^{YP}	β_j^{YZ}	β_{kl}^{YAP}	β_{jk}^{YZA}	φ_{jkl}	$Exp(\varphi_{jkl}^Y)$	f_{jkl}^*	
Manuf.	Sí	Sí	Sí	3,5669	-9,9745	9,0174	0	9,5872	0	-9,3296	2,87	17,59	33,19	
			No	3,5669	0	0	0	0	0	3,57	35,41	66,81		
		No	Sí	4,6011	-9,9745	9,0174	-1,8283	9,5872	0,8537	-9,3296	2,92	18,41	15,60	
			No	4,6011	0	0	0	0	0	0	4,60	99,59	84,40	
	No	Sí	Sí	0,5805	-9,9745	0	0	9,5872	0	0	0,19	1,21	40,44	
			No	0,5805	0	0	0	0	0	0	0,58	1,79	59,56	
		Sí	Sí	1,9759	-9,9745	0	-1,8283	9,5872	0	0	-0,24	0,79	9,84	
			No	1,9759	0	0	0	0	0	0	1,98	7,21	90,16	
		No	Sí	-0,2537	-9,9745	9,0174	0	7,5012	0	-7,7863	-1,51	0,22	22,40	
			No	-0,2537	0	0	0	0	0	0	-0,25	0,78	77,60	
Constr.	Sí	Sí	Sí	1,9774	-9,9745	9,0174	-1,8283	7,5012	0,8537	-7,7863	-0,25	0,78	9,70	
			No	1,9774	0	0	0	0	0	0	1,98	7,22	90,30	
		No	Sí	-0,0809	-9,9745	0	0	7,5012	0	0	-2,53	0,08	7,77	
			No	-0,0809	0	0	0	0	0	0	-0,08	0,92	92,23	
	No	Sí	Sí	4,2207	-9,9745	0	-1,8283	7,5012	0	0	-0,08	0,92	1,34	
			No	4,2207	0	0	0	0	0	0	4,22	68,08	98,66	
		No	Sí	2,8801	-9,9745	9,0174	0	9,0563	0	-8,8771	2,10	8,18	31,48	
			No	2,8801	0	0	0	0	0	0	2,88	17,82	68,52	
			Sí	Sí	3,3387	-9,9745	9,0174	-1,8283	9,0563	0,8537	-8,8771	1,57	4,82	14,59
				No	3,3387	0	0	0	0	0	0	3,34	28,18	85,41
Comer.	Sí	Sí	2,229	-9,9745	0	0	9,0563	0	0	1,31	3,71	28,53		
		No	2,229	0	0	0	0	0	0	2,23	9,29	71,47		
	No	Sí	3,5754	-9,9745	0	-1,8283	9,0563	0	0	0,83	2,29	6,03		
		No	3,5754	0	0	0	0	0	0	3,58	35,71	93,97		
	Servic.	Sí	Sí	0 (NR)	-9,9745	9,0174	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	
			No	0 (NR)	0	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	
No		Sí	3,3322	-9,9745	9,0174	-1,8283	0	0,8537	0	1,39	4,00	12,50		
		No	Sí											

		No	3,3322	0	0	0	0	0	0	0	3,33	28,00	87,50
		Sí	0	-9,9745	0	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
	Sí	No	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00
		Sí	3,9318	-9,9745	0	-1,8283 **	0	0	0	0	-7,82	4,E-04	0,00
	No	No	3,9318	0	0	0	0	0	0	0	3,93	51,00	100,00

** Estimaciones significativas para un nivel de confianza del 95%

* Estimaciones significativas para un nivel de confianza del 90%

De todas las betas recogidas en la tabla 5, la única significativa para un nivel de confianza del 95% es la referida a la relación entre la importación y la presencia de accionistas extranjeros: las empresas que importan tienen una mayor propensión a la presencia de accionistas extranjeros. Así, se corrobora el no rechazo de la subhipótesis 2.2, que sostiene esta proposición, logrado a través del análisis univariante. Cuando existen accionistas extranjeros, mayoritariamente la propiedad del capital social por parte de éstos supera el 40% (Urionabarrenetxea, 2006), lo cual lleva a pensar que los accionistas exteriores tienden a ejercer control sobre las empresas en las que participan. Por tanto, es posible que el no rechazo de esta hipótesis sea debida a que en estos casos las empresas vascas sean filiales de empresas multinacionales e importen desde la matriz o desde otras filiales pertenecientes al grupo empresarial.

Puesto que la significatividad individual del resto de las relaciones ha sido confirmada a través del análisis univariante –aunque no a través del *logit*–, se ha procedido, como en el caso anterior, a revisar las frecuencias esperadas que se han obtenido en el modelo, ya que resultan altamente significativas. De los resultados alcanzados se desprende que las empresas con mayor propensión a la presencia de accionistas extranjeros pertenecen al sector manufacturero, y dentro de éste las que realizan importaciones son las que mayor porcentaje muestran (entre 33% y 40%, dependiendo de si es exportadora o no). El sector manufacturero es seguido por el del comercio, en el que, al igual que en el anterior sector, las empresas importadoras son las que mayor propensión reflejan en la presencia de accionistas extranjeros (entre 29% y 31%, dependiendo de si es exportadora o no). El sector de la construcción y de los servicios quedan relegados a un segundo plano, especialmente aquellas empresas que no exportan y tampoco importan.

Concluido el análisis multivariante, nos encontramos en disposición de no rechazar la hipótesis séptima. Esta hipótesis sostiene que la financiación internacional de las empresas vascas está condicionada por el efecto conjunto ejercido por varias de las siguientes variables: tamaño, sector, internacionalización comercial, de aprovisionamientos y productiva. El endeudamiento exterior y la presencia de accionistas exteriores se explica de forma fehaciente a través de la conjunción de la mayoría de las variables anteriores.

5. CONCLUSIONES

Las conclusiones que se desprenden del trabajo realizado son las siguientes:

1. La mayoría de las empresas que realizan algún tipo de actividad financiera internacional ha tenido que desarrollar su perspectiva estratégica. De las tres dimensiones de internacionalización financiera planteadas – endeudamiento exterior, accionistas exteriores e inversión financiera exterior– las dos primeras, es decir, las referidas a la financiación internacional, han resultado significativas a la hora de explicar la necesidad de desarrollar el carácter estratégico de la función financiera.

2. El hecho de que la empresa se endeude en el exterior se encuentra condicionado por todas las dimensiones de internacionalización no financiera de la empresa, no pudiendo rechazar las subhipótesis $H_{2,1}$, $H_{3,1}$ y $H_{4,1}$. Pocas son las empresas que obtienen recursos ajenos en un país que no conocen previamente a través del desarrollo de la actividad exportadora, importadora o de mantener alguna IPE en ese país. Además de las variables relacionadas con la internacionalización de las áreas empresariales no financieras de la empresa, el tamaño y el sector de pertenencia condicionan el endeudamiento exterior, por tanto, no se rechazan las subhipótesis $H_{5,1}$ y $H_{6,1}$: las empresas de mayor dimensión y pertenecientes al sector manufacturero son las que recurren en mayor medida al endeudamiento exterior.

3. La presencia de accionistas exteriores se encuentra condicionada por el carácter exportador e importador de la empresa, el tamaño y el sector al que se pertenece, así pues, no se rechazan las subhipótesis $H_{2,2}$, $H_{3,2}$, $H_{5,2}$ y $H_{6,2}$. Dado que en las empresas con accionistas exteriores éstos suelen controlar una parte significativa del capital social, y que son las grandes empresas manufactureras y comerciales –precisamente, las más internacionalizadas– las que mayor presencia de accionistas extranjeros tienen, la impresión es que en estos casos se trata de empresas pertenecientes a grupos multinacionales que importan de otras empresa del grupo y exportan asimismo a otras unidades del propio grupo, pero que no realizan inversiones directas en otros países.

4. Las empresas que mayor propensión muestran al endeudamiento exterior son las de mayor tamaño y más internacionalizadas tanto comercial como productivamente. En primer lugar, se encuentran las empresas grandes, exportadoras y con alguna IPE; les siguen las empresas de dos tipologías distintas: por una parte, las empresas medianas, exportadoras y con alguna IPE y, por otra parte, las empresas grandes, exportadoras y sin ninguna IPE. Por último, las empresas pequeñas pero altamente internacionalizadas también cuentan con un porcentaje considerable.

5. Respecto del perfil de las empresas que cuentan con accionistas extranjeros, el primer lugar es ocupado por las empresas manufactureras que realizan importaciones, seguido por las de comercio que, igualmente, realizan una actividad importadora. Destaca la poca importancia de las empresas del sector de la construcción y de los servicios, especialmente de aquellas que no exportan ni importan.

6. BIBLIOGRAFÍA

- ARTETA, C.; EICHENGREEN, B. y WYPLOSZ, C. (2001): “When does capital account liberalization help more than it hurts?”. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 8414, Cambridge, pp. 39.
- BEKAERT, G. y HARVEY, C.R. (1995): “Time-varying world market integration”. *Journal of Finance*, vol. 50, nº 2, pp. 403-444.
- BEKAERT, G. y HARVEY, C.R. (2000): “Foreign speculators and emerging market equity markets”. *Journal of Finance*, vol. 55, nº 2, abril, pp. 565-613.
- BEKAERT, G. y HARVEY, C.R. (2003): “Emerging markets finance”. *Journal of Empirical Finance*, vol. 10, pp. 3-55.
- CALOF, J.L. (1993): “The impact of size on internationalization”. *Journal of Small Business Management*, October, pp. 60-69.
- CALOF, J.L. (1994): “The relationship between firm size and export behaviour revisited”. *Journal of International Business Studies*, pp. 367-387.
- CAVES, R.E. (1971): “International corporations: the industrial economics of foreign investment”. *Economica*, vol. 18, pp. 1-27.
- CHARI, A. y HENRY, P.B. (2001): “Stock market liberalizations and the repricing of systematic risk”. *Social Science Research Network (SSRN) Working Paper*, febrero, pp. 40.

- CHARI, A. y HENRY, P.B. (2004): "Risk sharing and asset prices: evidence from a natural experiment". *Journal of Finance*, vol. 59, nº 3, pp. 1.295-1.324.
- CHOI, J.J. y JEON, B.N. (2007): "Financial factors in foreign direct investments: A dynamic analysis of international data". *Research in International Business and Finance*, vol. 21, pp. 1-18.
- DE VASSAL, V. (2001): "Risk diversification benefits of multiple-stock portfolios". *Journal of Portfolio Management*, vol. 27, nº 2, invierno, pp. 32-39.
- DESAI, M.A.; FOLEY, C.F. y HINES, J.R. (2004): "Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 10337, Cambridge, pp. 37.
- EDISON, H.J.; KLEIN, M., RICCI, L. y SLØK, T. (2002a): "Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, nº 120, pp. 38.
- EDISON, H.J.; LEVINE, R., RICCI, L. y SLØK, T. (2002b): "International financial integration and economic growth". *Journal of International Money and Finance*, vol. 21, nº 6, pp. 749-776.
- EICHENGREEN, B. y LEBLANG, D. (2003): "Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?". *International Journal of Finance and Economics*, vol. 8, nº 3, pp. 205-224.
- ERRAMILI, M.K. (1991): "The experience factor in foreign market entry behaviour of service firms". *Journal of International Business Studies*, vol. 22, nº 3, pp. 479-501.
- ERRUNZA, V. (2001): "Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development". *Review of International Economics*, vol. 9, nº 4, pp. 703-726.
- ERRUNZA, V. y MILLER, D.P. (2000): "Market segmentation and the cost of capital in international equity markets". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, nº 4, diciembre, pp. 577-600.
- GERLACH-KRISTEN, P. (2003): "Interest rate reaction functions and the Taylor rule in the euro area". *European Central Bank Working Paper*, nº 258, pp. 38.
- GOBIERNO VASCO (DEPARTAMENTO DE INDUSTRIA, COMERCIO y TURISMO) (2003): *Las empresas vascas frente a los mercados exteriores*. Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco, Vitoria.
- GUISADO, M. (2003): *Estrategia de multinacionalización de la empresa y política de empresa*. Pirámide, Madrid.
- HENRY, P. (2000): "Do stock market liberalizations cause investment booms?". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 301-334.
- HYMER, S.H. (1976): *The International Operations of Multinational Firms: A Study of Direct Foreign Investment*. M.I.T. Press, Cambridge, Massachusetts.
- ITAY, G. y RAZIN, A. (2005): "Foreign direct investment vs. foreign portfolio investment". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 11047, Cambridge, pp. 36.
- JOBSON, J.D. (1992): *Applied multivariate data analysis. Volume II: categorical and multivariate methods*. Springer-Verlag, New York.
- KELLER, W. y S.R. YEAPLE (2003): "Multinational enterprises, international trade, and productivity growth: Firm level evidence from the United States". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 9504, Cambridge, pp. 53.
- KIM, S.H. y S.H. KIM (1999): *Global corporate finance: text and cases*. Blackwell Business, Oxford.
- KINDLEBERGER, C.P. (1969): *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*. Yale University Press New Haven.
- KRUSKAL, W.H. y WALLIS, W.A. (1952): "Use of ranks on one-criterion variance analysis". *Journal of the American Statistical Association*, vol. 47, pp. 583-621.
- KUMAR, A. (2005): "Diversification decisions of individual investors and asset prices". *Social Science Research Network (SSRN) Working Paper*, septiembre, pp. 53.
- LESSARD, D. R. (1991): "Global Competition and Corporate Finance in the 1990s". *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, pp. 59-72.
- LI, K.; A. SARKAR y WANG, Z. (2003): "Diversification benefits of emerging markets subject to portfolio constraints". *Journal of Empirical Finance*, vol. 10, pp. 57-80.
- MANN, H.B. y WHITNEY, D.R. (1947): "On a test of whether one of two random variables is stochastically larger than the other". *Annals of Mathematical Statistics*, vol. 18, pp. 50-60.
- MUTINELLI, M. y PISCITELLO, L. (2004): "The influence of firm's size and internacional experience on the ownership structure of italian FDI in manufacturing". *Small Business Economics*, vol. 11, nº 1, pp. 43-56.
- O'BRIEN, T. J. (1996): *Global Financial Management*. John Wiley & Sons, New York.
- PALAZUELOS, E. (1998): *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Síntesis, Madrid.

- PRASAD, E.; ROGOFF, K., WEI, S. y KOSE, M.A. (2003): "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence". *International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper*, nº 220, septiembre, pp. 86.
- RAJAN, R.S. (2005): "FDI, trade and the internationalization of production in the Asia- Pacific region". *Lee Kuan Yew School of Public Policy, National University of Singapore*, Working Paper 0501b, pp. 32.
- RODRÍGUEZ CASTELLANOS, A. (1992): "Integration vs. segmentation in international capital markets: some reflections". *II Congrès Franco-Espagnol de Management des Entreprises*, Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa, 24/25, septiembre, Bordeaux, pp. 284-305.
- RODRÍGUEZ, R. y GONZÁLEZ, E. (2006): "Características internas en el proceso de internacionalización". *Boletín Económico de ICE*, nº 2891, pp. 45-60.
- SARR, A. (2000): "Financial liberalization, bank market structure, and financial deepening: an interest margin analysis". *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, nº 38, pp. 30.
- SHERIDAN, T. (1996a): "Nuevos enfoques para la gestión financiera". *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, nº 10, pp. 10-13.
- SILL, K. (2001): "The gains from international risk-sharing". *Business Review*, tercer trimestre, pp. 23-32.
- STULZ, R.M. (1999a): "Globalization of equity markets and the cost of capital". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 7021, Cambridge, pp. 70.
- STULZ, R.M. (1999b): "Globalization, corporate finance, and the cost of capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, pp. 8-25.
- URIONABARRENETXEA, S. (2006): *Un modelo de gestión financiera adaptado a la globalización de los mercados financieros*. Tesis Doctoral, Departamento de Economía Financiera II, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad del País Vasco (UPV/EHU).
- VILLARREAL, O., GÓMEZ, O., LERTXUNDI, A., URIONABARRENETXEA, S., MATEY, J. (2004): *Implantación de las empresas vascas en los mercados exteriores: una visión desde la práctica de su operativa diaria*. Ediciones PMP, Bilbao.