

Discrecionalidad regulatoria, capacidades políticas y supervivencia de los proyectos de inversión directa en el exterior*

Laura Fernández-Méndez

Esteban García-Canal

Universidad de Oviedo

Mauro F. Guillén

University of Pennsylvania

Resumen

La discrecionalidad regulatoria en el país de destino ha venido siendo considerada como un factor desincentivador tanto de la realización de inversiones directas en el exterior como del mantenimiento de las mismas, toda vez que las empresas se exponen a posibles comportamientos arbitrarios por parte del regulador. Sin embargo, recientemente se ha demostrado que las empresas de sectores regulados no evitan necesariamente la exposición a la discrecionalidad regulatoria a la hora de elegir un emplazamiento en el exterior; debido a que cuentan con capacidades que les permiten beneficiarse de dicha discrecionalidad. Complementando estos trabajos, en el presente estudio se analiza en qué medida la discrecionalidad regulatoria en el país de destino aumenta o disminuye la probabilidad de que se produzca una desinversión en dicho país. Un análisis empírico basado en modelos de supervivencia aplicado a las inversiones en el exterior realizadas por empresas españolas de sectores regulados entre 1986 y 2008 confirma que, al menos para el caso de estas empresas, la discrecionalidad regulatoria disminuye la probabilidad de desinversión.

Palabras clave: capacidades políticas, discrecionalidad regulatoria, sectores regulados, supervivencia.

Clasificación JEL: M10, M16, F23.

Abstract

Policy risk in the host country has been considered as a deterrent both to conduct foreign direct investments and to maintain such investments there, as firms are exposed to arbitrary changes in regulations. However, some recent studies have shown that firms in regulated sectors do not always avoid policy risks when expanding abroad, because these firms have capabilities that allow them to overcome the negative consequences. Building on these studies, this paper analyzes to what extent policy risk in the host country increases or decreases the probability of divesting. An empirical analysis based on survival models applied to a sample of foreign direct investments made by Spanish multinationals in regulated industries during the period 1986-2008 shows that, at least in the case of these firms, policy risk decreases the probability of divestiture.

Keywords: political capabilities, policy risk, regulated industries, survival.

JEL classification: M10, M16, F23.

* Los autores agradecen el apoyo financiero prestado por el Ministerio de Ciencia e Innovación a través del proyecto ECO2010-18718. Así mismo, Laura Fernández-Méndez agradece la financiación recibida del Ministerio de Educación a través del programa de Formación de Profesorado Universitario (FPU).

1. Introducción

Si bien el entorno económico que rodea a los procesos de inversión directa en el exterior ha sido objeto de una atención especial por parte de la literatura sobre esta temática, no ha sido hasta fechas relativamente recientes cuando se ha empezado a analizar el impacto que las políticas de los gobiernos de los países de destino tienen sobre las decisiones de inversión en los mismos (Henisz y Zelner, 2000; Henisz y Delios, 2001; Henisz y Zelner, 2005). Especialmente relevante en este sentido es el concepto de discrecionalidad regulatoria, que hace referencia al grado en el que políticos y reguladores pueden alterar unilateralmente las condiciones en las que las empresas que han invertido en el país desarrollan su actividad, condicionando de esta forma la rentabilidad de esa inversión. La evidencia empírica disponible muestra que, en general, las empresas tienden a evitar países con elevados índices de discrecionalidad regulatoria, al objeto de evitar ser expropiadas en sus inversiones (Murtha, 1991; Murthay Lenway, 1994; Henisz, 2000; Holburn, 2001; Henisz y Zelner, 2005).

No obstante, durante los últimos años se ha producido un importante cambio cualitativo en los estudios sobre discrecionalidad regulatoria e inversión exterior, al observarse que ciertas empresas no parecen tener aversión a países con discrecionalidad regulatoria. Este es el caso de las empresas españolas de sectores regulados que vienen invirtiendo en América Latina (García-Canal y Guillén, 2008) y de las empresas españolas en general que han invertido en el Norte de África y Europa del Este (Jiménez Palmero, 2011) así como determinadas empresas de países emergentes (Cuervo-Cazurra, 2008). Ante estas circunstancias se viene desarrollando una línea de investigación que tiende a considerar que para algunas empresas la discrecionalidad regulatoria no es una variable exógena, en la medida en la que las empresas acumulan y desarrollan lo que se podría denominar como capacidades políticas, que podrían ser definidas como el conocimiento y habilidades de las empresas a la hora de negociar con los gobiernos en los procesos de creación de políticas públicas y alcanzar condiciones de entrada favorables para ellas (Boddewyng y Brewer 1994; Holburn, 2001; Bonardi, Holburn y VandenBergh, 2006; García-Canal y Guillén, 2008) y que explica que algunas de estas empresas, lejos de evitar la exposición a la discrecionalidad regulatoria, la buscan activamente.

Una clara laguna en la literatura sobre discrecionalidad regulatoria e inversión exterior está en que mientras que abundan trabajos sobre la influencia de este factor en las decisiones de inversión, no existen estudios que hayan analizado la influencia del mismo sobre las decisiones de desinversión. En efecto, aunque existen múltiples trabajos que analizan la supervivencia de las inversiones en el exterior haciendo hincapié en aspectos como la elección del modo de entrada (Woodcock, Beamish y Makino, 1994; Li, 1995; Pan y Chi, 1999; Shaver, 1998; entre otros), son muy pocos los que han analizado de una forma directa la relación entre la discrecionalidad regulatoria y las decisiones de desinversión. Notables excepciones en este sentido son los trabajos de Berry (2010), Dhanaraj y Beamish (2009) y Henisz

y Delios (2004). En los dos primeros se muestra cómo la discrecionalidad regulatoria afecta negativamente a la supervivencia de las inversiones, mientras que el último trabajo no encuentra que esta variable influya en la supervivencia de las mismas.

Al objeto de cubrir este vacío en la literatura, en este trabajo analizamos en qué medida las decisiones de desinversión en el exterior tomadas por empresas españolas de sectores regulados han estado condicionadas por la discrecionalidad regulatoria existente en el país de destino. La razón para centrarnos en empresas de sectores regulados es que es en este contexto específico en donde la discrecionalidad regulatoria puede tener un mayor impacto en el comportamiento de las empresas. En efecto, aunque todos los sectores de la economía en mayor o menor grado se ven afectados por las medidas de los gobiernos, los considerados tradicionalmente como sectores regulados se encuentran expuestos de forma más intensa a las mismas (Sarkar *et al.*, 1999; Henisz y Zelner, 2000), al condicionar su actividad en aspectos como el precio de los servicios, nivel de inversiones en infraestructura a realizar, la entrada de nuevos competidores, además de otro tipo de medidas como fiscalidad, subvenciones o repatriación de beneficios, entre otros, comunes a todo tipo de empresas. También por esta misma razón cabe suponer que las empresas de sectores regulados acumulan más capacidades políticas, debido a su mayor experiencia en el trato con políticos y reguladores (Henisz, 2003). De este modo, en el trabajo se plantean dos hipótesis contrapuestas: de un lado, que ante cambios en la discrecionalidad regulatoria las empresas desinvertirán en los proyectos; de otro, que al aumentar dicha discrecionalidad las empresas tendrán una menor propensión a desinvertir, pues en virtud de sus capacidades políticas podrán obtener una mejor rentabilidad de su inversión. Como evidencia empírica hemos analizado la supervivencia de las inversiones de empresas reguladas españolas a lo largo del período 1986-2008.

2. Teoría e hipótesis

Toda decisión de expansión en el extranjero conlleva en sí misma una serie de riesgos. Uno de ellos tiene su origen en la denominada discrecionalidad regulatoria, entendida ésta como la posibilidad de que el gobierno del país destino perjudique a la empresa extranjera a través de un cambio en lo que se podría denominar como «las reglas del juego»; esto es, el conjunto de normas que regulan los diferentes aspectos de la inversión en el exterior y que condicionan su rentabilidad (Henisz, 2000; García-Canal y Guillén, 2008).

La expansión internacional de empresas que se dedican a actividades como banca, telecomunicaciones, transporte, electricidad, agua, petróleo, o gas o, en general, al desarrollo de proyectos de infraestructuras, está notablemente condicionada por la actuación de políticos y reguladores en el país de destino, no sólo en el momento de la entrada, sino durante toda la vida de la inversión. Ciertamente, la propia expansión internacional requiere una decisión política previa en forma de pri-

vatización de empresas públicas, o liberalización de entrada de nuevas empresas (Bonardi, 2004). No obstante, una vez que se ha producido la inversión, los riesgos, lejos de desaparecer, se multiplican, pues las empresas que prestan servicios regulados suelen verse obligadas a realizar inversiones muy elevadas que no recuperarán hasta pasado un largo período de tiempo desde su realización. Entre tanto, se ven expuestas al riesgo de que cualquier cambio ulterior altere el *status quo* y la rentabilidad del proyecto de inversión, cambiando precios regulados, condiciones de entrada en la industria, impuestos u otras condiciones (Henisz, 2000; Henisz y Zelner, 2001).

Como consecuencia, la estrategia internacional de las empresas en estos sectores se define normalmente de país a país (Bonardi, 2004; García-Canal y Guillén, 2008) y se basa muy a menudo en aprovechar cualquier oportunidad que se presente, incluso si la empresa no está totalmente preparada para explotarla, dado que las oportunidades se presentan de modo esporádico e imprevisible. Un análisis superficial podría llevarnos a la conclusión de que expandirse al exterior en sectores regulados sujetos a liberalización consiste en estar en el lugar adecuado en el momento oportuno. De hecho, las empresas de sectores liberalizados carecen de las capacidades competitivas que las multinacionales han empleado para desarrollar su estrategia internacional, como serían tecnología, marcas o buena reputación entre sus clientes (García-Canal y Guillén, 2008). No obstante, la expansión corporativa de estas empresas es difícil de explicar sin reconocer que las empresas con más éxito en estos sectores han desarrollado capacidades relevantes que no son necesariamente de naturaleza tecnológica ni de marketing, en el sentido clásico de estos términos (Guillén y García-Canal, 2010).

Entre tales capacidades, cabe destacar la experiencia en el trato con gobiernos y reguladores, que generan lo que se conoce como capacidades políticas (García-Canal y Guillén, 2008; Holburn y Zelner, 2010). Esta experiencia en la negociación con políticos y reguladores es fundamental, no sólo para conseguir una licencia para operar en el mercado exterior, sino también para proteger los intereses de la empresa ante cualquier cambio regulador ulterior que pudiera alterar el *status quo* y la rentabilidad del proyecto de inversión, toda vez que los gobiernos tienen la capacidad de alterar bruscamente la rentabilidad de las empresas y los proyectos de inversión (Henisz, 2000; Henisz y Zelner, 2001).

2.1. Discrecionalidad regulatoria y supervivencia de las inversiones

La literatura sobre la supervivencia de las inversiones en el exterior apunta a la rentabilidad de la filial en el extranjero como principal determinante de la desinversión en la misma (para una revisión, véase Berry, 2010). Sobre esta base, cabe afirmar que la inestabilidad regulatoria ejercerá una influencia relevante sobre la longevidad de la inversión, toda vez que políticos y reguladores, tal como ya se ha afirmado, pueden influir significativamente sobre la rentabilidad de la inversión

(Henisz, 2000; Henisz y Zelner, 2001). Por este motivo, una discrecionalidad regulatoria elevada ha venido siendo considerada dentro de la literatura como un elemento disuasorio de la decisión de inversión en el exterior, pues las empresas prefieren gobiernos con un conjunto de reglas y políticas ya establecidas y creíbles, ya que esto disminuye finalmente el riesgo de sus inversiones (Henisz, 2000; Henisz y Delios, 2001; Henisz y Zelner, 2001; Delios y Henisz, 2003; Henisz y Zelner, 2005; entre otros). Ciertamente, multinacionales y gobiernos locales mantienen una relación de mucha interdependencia en los sectores regulados, pues tanto los compromisos asumidos por la empresa en lo relativo a la realización de inversiones en infraestructura, pago de licencias y/o saneamiento de la entidad adquirida en su caso, como los asumidos por el gobierno en relación con el grado de competencia, precios y fiscalidad, condicionan la rentabilidad del proyecto de inversión. Por esta razón, cualquier aumento de la discrecionalidad regulatoria de las autoridades del país de destino puede provocar cambios unilaterales en las reglas del juego que perjudiquen notablemente las posibilidades de obtener una rentabilidad adecuada.

Es importante resaltar, además, que buena parte del poder de negociación que pueda tener la empresa con el gobierno, derivado por ejemplo de sus capacidades de gestión, queda diluido una vez la empresa haya invertido en el país debido a los costes hundidos asociados a su inversión (véase Vernon, 1971; Henisz y Williamson, 1999), por lo que cambios bruscos en la discrecionalidad de los gobiernos pueden conllevar importantes pérdidas de rentabilidad y, con ello, la salida del país. Existe evidencia empírica confirmando este extremo. Berry (2010) utilizando el indicador de estabilidad regulatoria desarrollado por Henisz (2000) encuentra que las empresas por lo general tienden a desinvertir en menor medida en aquellos países regulatoriamente más estables. Dhanaraj y Beamish (2009) analizan la apertura política (variable que utilizan para medir el componente político del entorno institucional) como un factor determinante en la supervivencia de las inversiones. Su trabajo muestra cómo una mayor apertura política, que se correspondería con una baja discrecionalidad regulatoria, aumenta la probabilidad de supervivencia de las inversiones en el exterior. Henisz y Delios (2004), utilizando al igual que Berry (2010) el indicador de estabilidad regulatoria desarrollado por Henisz (2000), muestran cómo la estabilidad regulatoria no influye de forma significativa en la supervivencia de las inversiones. En el caso concreto de las empresas de sectores regulados, éstas se enfrentan a posibles comportamientos oportunistas por parte de los gobiernos, puesto que una vez que la empresa ha terminado de invertir en la infraestructura del país o afrontado el saneamiento de la empresa privatizada, se exponen a que los gobiernos cambien las reglas del juego. De hecho, en su estudio sobre las inversiones de empresas españolas de sectores regulados en América Latina, Ontiveros *et al.* (2004) muestran que las empresas españolas de estos sectores encontraron con posterioridad a las inversiones problemas como la negativa a actualizar las tarifas, reinterpretaciones interesadas de los términos de la concesión, o la obligación de prestar un servicio universal sin subsidios para las capas sociales que no podían pagar el precio del servicio. Lógicamente, todos estos riesgos de comportamiento oportunista

aumentan con la discrecionalidad regulatoria de los gobiernos, por lo que se propone la siguiente hipótesis:

H1: cuanto mayor sea la discrecionalidad regulatoria del país destino mayor será la probabilidad de que se produzca una desinversión.

La hipótesis anterior podría ser criticada partiendo de la base de que no se reconoce a las empresas capacidad alguna de influencia sobre el comportamiento de los reguladores. La evidencia reciente sugiere que no es así. Bonardi (2004) muestra que las empresas de sectores regulados tienen un comportamiento orientado a perseguir agresivamente las oportunidades de expansión internacional negociando las condiciones de entrada. En este sentido, una ventaja con la que cuenta la expansión hacia países con riesgo regulatorio es que las autoridades de dicho país tienen mucho margen para negociar un paquete completo de condiciones que se ajuste a las necesidades conjuntas de la empresa y el país de destino en términos de inversiones requeridas, entrada de otras empresas y precios y fiscalidad (García-Canal y Guillén, 2008). De hecho, existe evidencia empírica que muestra que las empresas no siempre evitan ser expuestas a la discrecionalidad regulatoria como consecuencia de las capacidades políticas adquiridas en su país de origen (García-Canal y Guillén, 2008; Holburn y Zelner, 2010; Jiménez Palmero, 2010).

Estas mismas capacidades que la empresa utiliza para negociar unas adecuadas condiciones de entrada son las que le permiten hacer frente a los conflictos *ex-post* que pueda tener con los gobiernos de los países de destino. En el trabajo de Ontiveros *et al.* (2004) se muestra que los riesgos asociados a la discrecionalidad regulatoria aparecen cuando se producen cambios en los gobiernos, lo que evidencia que una empresa que negocia unas condiciones de entrada *ex-ante* es capaz de mantenerlas *ex-post*, al menos, mientras se encuentre en el poder el gobierno con el que las negoció. Sobre esta base, planteamos la siguiente hipótesis:

H2: una mayor discrecionalidad regulatoria supone que la probabilidad de que se produzca una desinversión permanece igual o disminuye.

3. Muestra, variables y metodología

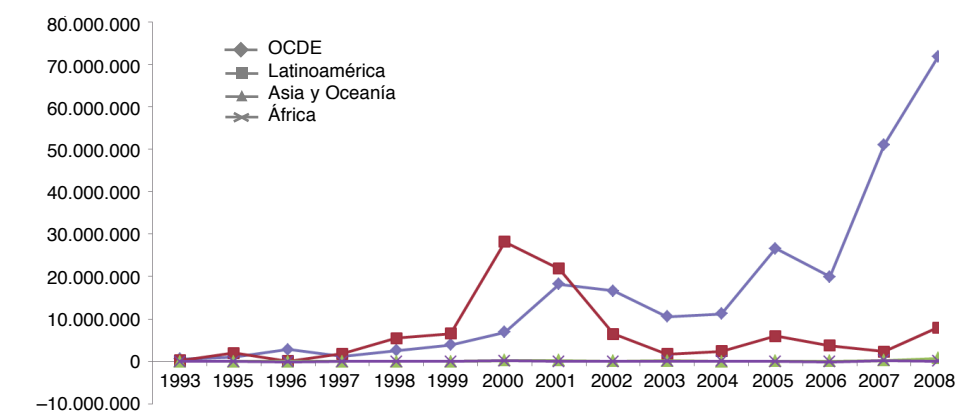
3.1. Descripción de la muestra

Para la realización de este trabajo se han analizado las inversiones llevadas a cabo por el conjunto de empresas españolas de sectores regulados listadas en bolsa. El espacio temporal analizado transcurre desde el año 1986 hasta el año 2008. El año de inicio de las observaciones se considera el adecuado teniendo en cuenta que es a partir de la entrada de España en la entonces Comunidad Económica Europea, cuando las empresas españolas comienzan a invertir de forma significativa en el exterior (en 1980

el stock de inversión directa emitida por España sólo representaba un 0,85 por 100 del Producto Interior Bruto (PIB), pasando en 1986 a representar un 2,43 por 100, un 10,27 por 100 en 1998 y un 46,93 por 100 en 2010)². A la vista del Gráfico 1, se puede confirmar que las empresas españolas constituyen una muestra adecuada sobre la que realizar este estudio, ya que han venido dirigiendo una importante parte de sus inversiones en el exterior hacia países caracterizados por una elevada discrecionalidad regulatoria, tales el caso de los países que forman la región de Latinoamérica.

GRÁFICO 1

FLUJOS INVERSIÓN DIRECTA ESPAÑOLA EMITIDA POR EMPRESAS DE SECTORES REGULADOS (1993-2008). VALORES EN MILES DE EUROS



FUENTE: Secretaría de Estado de Comercio Exterior.

En concreto, la muestra se encuentra compuesta por un total de 23 empresas pertenecientes al sector bancario, sector de telecomunicaciones, sector eléctrico y del gas, sector del agua y sector del petróleo. El Cuadro 1 recoge la lista de empresas junto con las operaciones de inversión y desinversión efectuadas por quinquenio. Los datos sobre las inversiones realizadas se han obtenido de la Base de Datos Sistemática sobre las Operaciones Internacionales de las Empresas Españolas construida bajo los auspicios del ICEX (véase Guillén y García-Canal, 2007). Esta base recoge las operaciones internacionales realizadas por las empresas españolas durante el periodo 1986-2010. En ella se encuentran recogidos varios tipos de operaciones internacionales: alianzas estratégicas (acuerdos de distribución, de investigación y desarrollo, licencias tecnológicas, etc.), *joint ventures*, adquisiciones tanto parciales como totales, concesiones administrativas, consorcios y filiales de plena propiedad. Para este trabajo se han utilizado únicamente las operaciones que entrañan algún tipo de inversión directa por parte de la empresa dado que son las operaciones de inversión las que generan mayores costes hundidos a la hora de entrar en un

² Datos obtenidos de UNCTAD

país. Por tanto, se han excluido operaciones como acuerdos de asistencia técnica, o similares, que no han supuesto la realización de una inversión propiamente dicha. Una vez identificadas todas las inversiones, se procedió a comprobar si las mismas se mantenían activas al final del período de observación o por el contrario se había desinvertido en ellas. Para cada una de las inversiones se llevó a cabo una búsqueda sistemática en noticias de prensa y distintas fuentes de información. Se procedió a introducir de forma sistemática el nombre de la filial, el país y la empresa que realizó la inversión en varias bases de datos de prensa, hasta conseguir la información que nos permitiese constatar la supervivencia o no de cada una de las inversiones. Finalmente, se hizo uso de otras fuentes de información con un doble propósito: de un lado, triangular y corroborar la información recopilada en la búsqueda realizada en las bases de datos de prensa; y de otro, completar la misma con desinversiones que no se habían encontrado en una primera búsqueda. Las fuentes de información analizadas fueron: documentación corporativa, tal como informes anuales y/o la información recogida en las páginas web de cada empresa; comunicaciones realizadas por estas empresas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); así como documentación procedente de organismos internacionales (por ejemplo, del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) o estudios realizados por el Banco Mundial, entre otros organismos).

A pesar de tener datos sobre las inversiones realizadas hasta 2010, nuestro estudio únicamente llega a 2008 como consecuencia de las limitaciones temporales de nuestra principal variable independiente.

CUADRO 1
NÚMERO DE INVERSIONES Y DESINVERSIONES POR EMPRESA
Y QUINQUENIOS

Empresa	N.º de inversiones	N.º de desinversiones
Sector Agua		
<i>AGBAR (Aguas de Barcelona)</i>	37	10
1986-1990	1	0
1991-1996	10	0
1997-2002	14	1
2003-2008	12	9
Sector Eléctrico		
<i>ENDESA</i>	101	7
1986-1990	1	0
1991-1996	22	0
1997-2002	38	4
2003-2008	40	3

CUADRO 1 (continuación)
NÚMERO DE INVERSIONES Y DESINVERSIONES POR EMPRESA
Y QUINQUENIOS

Empresa	N.º de inversiones	N.º de desinversiones
<i>IBERDROLA</i>	173	10
1986-1990	0	0
1991-1996	37	0
1997-2002	32	7
2003-2008	104	3
<i>REE (Red Eléctrica de España)</i>	4	0
1986-1990	0	0
1991-1996	1	0
1997-2002	2	0
2003-2008	1	0
<i>UNIÓN FENOSA</i>	59	12
1986-1990	1	0
1991-1996	11	0
1997-2002	36	4
2003-2008	11	8
Sector Gas		
<i>GAS NATURAL</i>	41	5
1986-1990	0	0
1991-1996	6	0
1997-2002	7	0
2003-2008	28	5
<i>ENAGAS (desde 1994 Gas Natural)</i>	2	0
1986-1990	0	0
1991-1996	2	0
Sector Petróleo		
<i>REPSOL</i>	128	13
1986-1990	12	0
1991-1996	22	0
1997-2002	42	4
2003-2008	52	9
<i>CEPSA</i>	29	2
1986-1990	5	1
1991-1996	1	1
1997-2002	9	0
2003-2008	14	0

CUADRO 1 (continuación)
NÚMERO DE INVERSIONES Y DESINVERSIONES POR EMPRESA
Y QUINQUENIOS

Empresa	N.º de inversiones	N.º de desinversiones
Sector Telecomunicaciones		
<i>TELEFÓNICA</i>	152	29
1986-1990	18	0
1991-1996	23	5
1997-2002	66	12
2003-2008	45	12
Sector Bancario		
<i>ARGENTARIA (desde 1999 BBVA)</i>	5	0
1986-1990	0	0
1991-1996	3	0
1997-2002	2	0
<i>BANCO ATLÁNTICO (desde 2003 Banco Sabadell)</i>	9	0
1986-1990	4	0
1991-1996	4	0
1997-2002	1	0
2003-2008	0	0
<i>BANCO HERRERO (desde 2001 Banco Sabadell)</i>	1	0
1986-1990	1	0
1991-1996	0	0
1997-2002	0	0
<i>BANCO SABADELL</i>	21	3
1986-1990	0	0
1991-1996	3	0
1997-2002	8	0
2003-2008	10	3
<i>BANESTO (desde 1994 Banco Santander)</i>	16	0
1986-1990	7	0
1991-1996	9	0
<i>BANCO POPULAR</i>	9	3
1986-1990	1	0
1991-1996	3	0
1997-2002	3	1
2003-2008	2	2

CUADRO 1 (continuación)
NÚMERO DE INVERSIONES Y DESINVERSIONES POR EMPRESA
Y QUINQUENIOS

Empresa	N.º de inversiones	N.º de desinversiones
<i>BANCO SANTANDER</i>	155	49
1986-1990	17	0
1991-1996	33	10
1997-2002	59	19
2003-2008	46	20
<i>BANKINTER</i>	1	1
1986-1990	1	0
1991-1996	0	0
1997-2002	0	1
2003-2008	0	0
<i>BBV</i>	116	10
1986-1990	7	0
1991-1996	28	1
1997-2002	53	4
2003-2008	28	5
<i>BANCO BILBAO (desde 1988 BBV)</i>	2	1
1986-1990	2	0
<i>BANCO CENTRAL (desde 1991 BCH)</i>	1	0
1986-1990	1	0
1991-1996	0	0
<i>BCH (desde 1999 BSCH)</i>	31	3
1986-1990	4	0
1991-1996	17	3
1997-2002	10	0
<i>BANCO HISPANO (desde 1991 BCH)</i>	5	0
1986-1990	5	0

3.2. Descripción de las variables

Variable dependiente

Nuestra variable dependiente recoge la probabilidad de que se produzca un evento determinado en un momento de tiempo t . En nuestro caso sería la probabilidad de que se produzca una desinversión en el exterior en un momento de tiempo t , teniendo en cuenta que esta puede materializarse de dos formas diferentes: desinversiones totales (evento 1) y desinversiones parciales (evento 2).

Variable independiente

Discrecionalidad regulatoria

La discrecionalidad regulatoria es nuestra principal variable explicativa. Existen varios índices que podrían ser utilizados para medir esta variable como son el Corruption Perception Index elaborado por Transparencia Internacional o el índice desarrollado por la revista *Euromoney*. Sin embargo, estos índices no se limitan únicamente a medir la discrecionalidad regulatoria de un país, sino que abarcan un ámbito de análisis más amplio, tratando principalmente temas relacionados con la corrupción. La discrecionalidad regulatoria es entendida en este trabajo como el grado en el que políticos y reguladores pueden alterar unilateralmente las condiciones en las que las empresas que han invertido en el país desarrollan su actividad, de tal manera que se vea afectada la rentabilidad. Definida la discrecionalidad regulatoria en este sentido, el índice de estabilidad regulatoria POLCONV desarrollado por Henisz (2000) resulta ser la forma de medida más apropiada a partir de la cual construir un índice de discrecionalidad regulatoria. El índice POLCONV recoge el número de ramas de poder independientes (por ejemplo ejecutiva, legislativa y judicial) con capacidad de veto sobre cambios en las políticas en cada uno de los países, considerando además la alineación que existe entre ellas. Los valores de este índice varían entre cero y uno siendo el cero el menor nivel de estabilidad regulatoria y el uno el mayor nivel. Cuanto mayor sea el número de ramas de poder con capacidad de veto y menor sea la alineación existente entre ellas, es decir, cuanto más elevado sea el índice POLCONV, mayores serán las dificultades que tengan que superar los políticos para cambiar de forma independiente las reglas establecidas. Partiendo del POLCONV se ha construido un índice de discrecionalidad regulatoria de la siguiente forma:

$$\text{Discrecionalidad regulatoria} = 1 - \text{POLCONV}$$

Este índice de discrecionalidad regulatoria toma valores entre cero y uno representando el cero el menor nivel de discrecionalidad y el uno la máxima discrecionalidad.

Variables de control

Aunque nuestra variable independiente es la discrecionalidad regulatoria, existen múltiples factores relacionados con la empresa, la industria y el país de destino que pueden influir en la rentabilidad de la filial y, con ello, en la decisión de desinvertir. Por este motivo se ha intentado introducir en el modelo todas las variables de control posibles tanto a nivel de país como a nivel de empresa e industria.

a) Incertidumbre macroeconómica

La incertidumbre macroeconómica constituye para las empresas una variable importante a la hora de decidir invertir en un país así como a la hora de decidir si mantener o no una inversión en el exterior. Algunos trabajos muestran cómo las empresas evitan la incertidumbre macroeconómica a la hora de invertir en el exterior (Dunning, 1993) y más aún si el nivel de la inversión es muy elevado (Campa, 1993). En la elaboración de esta variable se ha seguido la metodología desarrollada por Servén (1998) para la medida de cambios inesperados en la tasa de crecimiento de la economía. La incertidumbre macroeconómica se ha calculado cómo el logaritmo natural de la varianza condicional del crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) en un determinado año usando la información disponible de dicha variable hasta ese momento. Concretamente, se ha seguido el modelo GARCH [1,1], cuya formalización es la siguiente:

$$y_{it} = \alpha_1 t + \beta_1 y_{i,t-1} + \varepsilon_t \quad [1]$$

$$\sigma_t^2 = \gamma_{i,0} + \gamma_{i,1} \varepsilon_{i,t-1}^2 + \delta_i \sigma_{i,t-1}^2 \quad [2]$$

Siendo y_{it} el PIB de un país i durante el año t y σ_t^2 la varianza de ε_t condicionada a la información disponible hasta el año t . σ^2 ha sido calculada de forma separada para cada uno de los países.

b) Participación del Estado en el accionariado

Durante el periodo analizado algunas de las empresas que componen la muestra tenían como accionista al Estado. Las empresas estatales y las participadas por el Estado han sido consideradas tradicionalmente como ineficientes y más predispuestas a tomar mayores riesgos (véase Meggison y Netter, 2001). Esta situación se debe principalmente a los objetivos perseguidos por sus directivos que, por lo general, suelen ser más políticos que económicos. Para controlar por la posible predisposición de estas empresas a mantener inversiones arriesgadas, incluso sin obtener una rentabilidad de las mismas, se ha creado una variable «dummy» que toma valor uno

cuando la empresa se encuentra participada por el Estado y cero en caso contrario. Para la creación de esta variable se ha utilizado la información recogida en Vergés (1999) y la existente en los informes anuales de aquellas empresas que fueron privatizadas con posterioridad a 1999.

c) Experiencia acumulada y experiencia internacional

La experiencia ha sido considerada en la mayoría de los estudios sobre desinversiones en el exterior como una variable que influye en longevidad de las inversiones (Delios y Beamish, 1999; Delios y Henisz, 2000; Vermeulen y Barkema, 2001). Se han creado dos variables para recoger la experiencia internacional de la empresa: de un lado, la experiencia acumulada de la empresa en el país destino de la inversión, medida como el número de operaciones realizadas por la empresa en ese país hasta el año de la inversión en concreto; de otro, se ha creado una variable que recoge la experiencia internacional de la empresa en general, medida como el número de operaciones realizadas a nivel internacional por esa empresa hasta el año de la realización de cada operación en concreto.

Durante el período estudiado se han producido varios procesos de fusión entre las empresas analizadas. En este sentido, las variables de experiencia de las empresas implicadas en dichos procesos se han calculado de la siguiente forma: en el caso de la experiencia acumulada en el país destino, a partir del momento de la fusión la empresa adquirida pasa a poseer la experiencia de la empresa adquirente incrementada en las operaciones realizadas por la primera; en el caso de la experiencia internacional, a partir del momento de la fusión la empresa adquirente pasa a poseer también las operaciones internacionales de la empresa adquirida.

d) Resto de variables de control

El resto de variables incluidas en el modelo se detallan a continuación. A nivel de empresa se han introducido las ventas de la empresa que realiza la inversión como variable de control del tamaño de la misma; la edad de la inversión y finalmente el ratio q de Tobin se ha utilizado como proxy de los activos intangibles que posee la empresa (Berry, 2006). Para calcular el ratio q de Tobin se ha seguido el procedimiento indicado por Chung y Pruitt (1994). A nivel de país se ha utilizado el PIB en términos constantes de 2000 y el porcentaje de crecimiento del PIB como medidas del tamaño del mercado y del potencial de crecimiento del mismo respectivamente³. Ya que un porcentaje muy importante de las inversiones se han llevado a cabo en la región de Latinoamérica, se ha introducido una variable «dummy»

³ Los datos para ambas variables se han obtenido del Banco Mundial.

(LATINOAM) con el fin de controlar por el país destino de la inversión. Esta variable toma el valor 1 en el caso de que la inversión se haya realizado en algún país de Latinoamérica y 0 en el resto de los casos. A nivel de industria se ha controlado por el sector de actividad al que pertenece la empresa. Para ello se han creado cuatro variables «dummy» que toman el valor 1 en caso de que la empresa pertenezca a ese sector y 0 en caso contrario. Cada una de estas cuatro variables hace referencia a los sectores analizados: sector bancario, sector telecomunicaciones, sector de servicios públicos⁴ y sector de extracción y refino de petróleo. Al igual que se ha hecho en muchos otros trabajos de supervivencia, se han tomado logaritmos para las siguientes variables: experiencia acumulada en el país destino y PIB (Barkema *et al.*, 1996; Tsang y Yip, 2007, entre otros). Como se ha comentado anteriormente, durante el período analizado se han producido varios procesos de fusión entre las empresas estudiadas que podrían haber influido en la decisión de las mismas respecto a las desinversiones realizadas. Teniendo en cuenta esto se ha creado una variable «dummy» (Fusión reciente) que toma valor 1 dos años antes de que produzca la fusión y 0 en el resto de los casos. Asimismo, en el modelo se han introducido variables «dummy» de empresa con el fin de corregir posibles sesgos individuales de las empresas que componen la muestra.

Finalmente, las variables discrecionalidad regulatoria, incertidumbre macroeconómica, ratio q de Tobin y ventas se han introducido en el análisis con un año de retraso.

3.3. Metodología

Análisis de supervivencia

Para el contraste de las hipótesis planteadas en este trabajo se ha construido un modelo de supervivencia con el fin de determinar qué variables explican en mayor medida la probabilidad de que empresas de sectores regulados hayan desinvertido en el exterior, teniendo en cuenta que pueden darse dos formas de desinversión: desinversiones totales (evento 1), en las que la empresa abandona por completo la inversión; y desinversiones parciales (evento 2), en las cuales la empresa se deshace de un porcentaje de la participación pero sigue manteniendo parte de la inversión. Mientras que la segunda se corresponde con reajustes en la cartera de negocios de la empresa, la primera supone una renuncia a competir en el país en concreto.

Dado que el objetivo del trabajo es determinar qué variables influyen en la probabilidad de que ocurra una desinversión, nuestra unidad de observación es cada una de las inversiones realizadas por las 23 empresas durante el periodo analizado, es decir, la unidad de observación es la inversión-país-año. Para poder llevar a cabo el

⁴ Dentro del sector servicios públicos se encuentran agrupados los sectores eléctrico, gas y agua.

análisis de supervivencia que aquí se plantea, es necesario especificar el instante en el que la inversión entra en el análisis así como el momento en el que sale del mismo. Teniendo en cuenta esto, una inversión entrará en el análisis en el año en que se realiza dicha inversión y saldrá del mismo en el año en el que se produce la desinversión total. En el caso de las desinversiones parciales, al contrario de lo que ocurre con las desinversiones totales, la ocurrencia del evento (evento 2) no supone la salida de la inversión del análisis, ya que la empresa continúa manteniendo parte de esa inversión y por consiguiente la misma se mantiene activa hasta que se produzca una eventual disolución total.

Método

Particularmente, en nuestro trabajo seguimos el método desarrollado por Fine y Gray (1999). Estos dos autores elaboran un modelo de riesgos proporcionales para las subdistribuciones de los riesgos competitivos. Para ello parten del hazard de las subdistribuciones (subhazard) formalmente definido para un evento tipo 1 como:

$$\begin{aligned}\lambda_1(t; X(t)) &= \lim_{dt \rightarrow 0} \frac{\Pr[t \leq T \leq t + dt, C = 1 | T \geq t \cup (T \leq t \cap C \neq 1, X(t))]}{dt} \\ &= \frac{\{dF_1(t; X(t)/dt\}}{\{1 - F_1(t; X(t))\}} = -d\log\{1 - F_1(t; X(t))\}/dt\end{aligned}\quad [3]$$

Para poder implementar el modelo de forma empírica se necesita llevar a cabo la determinación de una forma funcional del mismo. Para ello, Fine y Gray (1999) proponen ajustar el subhazard de la subdistribución a través de un modelo Cox:

$$\lambda_1\{t; X_i(t)\} = \lambda_{10}(t)\exp\{X^T(t)\beta_0\} \quad [4]$$

Al igual que el Cox, se trata de un modelo semiparamétrico en el que la *baseline subhazard* ($\lambda_{10}(t)$) no está especificada mientras que el efecto de las variables explicativas se asume que es proporcional. Los estimadores de β ($\exp(\hat{\beta})$) obtenidos se conocen como subhazard ratios. Valores del subhazard ratio superiores a la unidad suponen un aumento de la probabilidad de que ocurra el evento de interés mientras que valores inferiores a uno suponen una disminución de la probabilidad de que ocurra el evento de interés.

Para determinar el efecto que las variables explicativas tienen sobre la probabilidad de que se produzca cada uno de los tipos de desinversión señalados, se ha procedido a la realización de una regresión en presencia de riesgos competitivos mediante el método que acabamos de describir. La regresión realizada para cada evento se ha llevado a cabo a través del programa STATA 11.1 mediante el comando *stcrreg*.

4. Resultados

Para la realización de la regresión en presencia de riesgos competitivos se ha seguido el procedimiento especificado por Cleves *et al.* (2010). Se ha considerado solamente como evento de interés el tipo de desinversión total, evento 1, mientras que las desinversiones parciales, evento 2, han sido consideradas como evento que compite con el evento de interés 1. Se ha seguido el mismo proceso considerando a las desinversiones parciales como evento de interés.

En el Cuadro 2 aparecen recogidos los principales resultados de las regresiones realizadas. Cada una de las columnas muestra los subhazard ratios para cada una de las variables en cada una de las dos regresiones.

Para el primero de los casos, en el que las desinversiones totales son el evento de interés, se puede observar cómo las variables incertidumbre macroeconómica y la experiencia internacional de la empresa aumentan la probabilidad de que se produzca una desinversión de este tipo, siendo únicamente la primera de ellas estadísticamente significativa. Dentro de las variables que disminuyen la probabilidad de que se produzca una desinversión total se encuentran la discrecionalidad regulatoria, la participación del estado en el accionariado de la empresa que realiza la inversión o la experiencia acumulada en el país destino. De entre estas últimas variables sólo la discrecionalidad regulatoria resulta ser estadísticamente significativa.

En el segundo de los casos, en el que el evento de interés lo constituyen las desinversiones parciales, la variable experiencia internacional aumenta la probabilidad de que se produzca una desinversión parcial, siendo además significativa. Asimismo, las variables discrecionalidad regulatoria, incertidumbre macroeconómica, participación del estado en el accionariado y la experiencia acumulada en el país destino disminuyen la probabilidad de que se produzca este tipo de evento. De estas últimas variables ninguna de ellas resulta ser significativa.

En cuanto al resto de variables de control, los resultados obtenidos para las ventas, en el caso de las desinversiones totales, van en el mismo sentido de los obtenidos en la mayoría de los estudios de supervivencia. Sin embargo, cuando analizamos las desinversiones parciales, los resultados para esta variable irían en sentido contrario a lo tradicionalmente considerado, si bien es cierto que no resultan ser estadísticamente significativos. Lo mismo ocurre cuando analizamos la variable edad. Aunque para ninguno de los dos tipos de desinversión resulta ser una variable significativa, en el caso de las desinversiones totales el subhazard ratio muestra que la edad supone una disminución de la probabilidad de que ocurra dicho evento, sucediendo lo contrario en el caso de las desinversiones parciales. Las dos variables que determinan el tamaño del mercado (PIB) y el potencial de crecimiento del mismo (crecimiento del PIB por 100) arrojan resultados un tanto sorprendentes. En los dos tipos de desinversión analizados, el subhazard ratio indica que estas variables aumentan la probabilidad de que se produzcan desinversiones, cuando la lógica nos llevaría a pensar en resultados contrarios. Sin bien es cierto, que sólo el PIB resulta ser significativo en el caso de las desinversiones totales y el crecimiento del PIB en el caso de las desinversiones

CUADRO 2
RESULTADOS DEL MODELO DE RIESGOS COMPETITIVOS
(SUBHAZARD RATIOS PARA CADA UNO DE LOS DOS EVENTOS)

Variable	Desinversiones totales (1)	Desinversiones parciales (2)
Discrecionalidad regulatoria	0,25* (0,1767)	0,11 (0,2183)
Incertidumbre Macroeconómica	1,40*** (0,1523)	0,96 (0,2185)
Participación del estado accionariado	0,53 (0,3747)	0,0004 (0,0032)
Experiencia acumulada país destino	0,96 (0,1442)	0,92 (0,4325)
Experiencia internacional	1,001 (0,0067)	1,08** (0,0433)
Ventas	0,97* (0,0134)	1,21 (0,2326)
Edad	0,97 (0,0460)	1,16 (0,1657)
Q Tobin	0,09 (0,2159)	2,58e+32 (1,90e+34)
PIB	1,32*** (0,1184)	1,24 (0,4957)
Crecimiento PIB (%)	1,01 (0,0314)	1,23* (0,1414)
LATINOAM	0,58* (0,1730)	0,63 (0,5073)
Sector Telecomunicaciones	3,73** (2,2073)	1,69e-19* (4,10e-18)
Sector Banca	4,51 (5,2283)	1,09e-24 (4,06e-23)
Sector Servicios Públicos (*)	1,91 (1,4070)	1,21e-07**** (4,60e-07)
Fusión reciente	9,63** (9,3248)	21.236,88* (118.756,4)
Número de observaciones	6.597	6.597
Número de inversiones	800	800

NOTAS: Errores estándar entre paréntesis.

Coefficientes superiores a la unidad suponen un aumento de la probabilidad de que ocurra el evento de interés, mientras que valores inferiores a la unidad suponen una disminución de la probabilidad de que ocurra dicho evento.

Las «dummies» de empresa no se han incluido en la tabla por cuestiones de espacio.

* p< 0.1; ** p< 0.05; *** p<0.01; **** p< 0.001

(*) En el sector servicios públicos se han agregado los sectores Eléctrico, Gas y Agua.

parciales. Otra de las variables de control es la que recoge el hecho de que la inversión analizada se haya producido en la región de Latinoamérica. Esta variable disminuye la probabilidad de que se produzca tanto una desinversión total como una desinversión parcial, resultando estadísticamente significativa sólo en el caso de las desinversiones totales. El resto de variables de control se refieren al sector industrial al que pertenece la empresa. En el caso de las desinversiones parciales todos los sectores muestran un subhazard ratio inferior a uno, siendo los sectores de telecomunicaciones y de servicios públicos estadísticamente significativos, por lo que pertenecer a los mismos disminuye la probabilidad de que se produzca este tipo de desinversión. En lo referente a las desinversiones totales, todos los sectores suponen un aumento de la probabilidad de que suceda una desinversión de este tipo, siendo sólo significativo el sector de las telecomunicaciones. Finalmente, la «dummy» introducida como control del año en que se ha producido algún tipo de fusión, en ambos tipos de desinversión muestra un subhazard ratio superior a 1 y resulta ser estadísticamente significativa, lo cual nos lleva a pensar que los distintos procesos de fusión acontecidos durante este periodo han aumentado la probabilidad de que se haya producido tanto desinversiones totales como desinversiones parciales, como reajustes ante posibles duplicidades en la cartera de inversiones o por necesidades de liquidez.

5. Discusión y conclusiones

En el presente trabajo se contrastan dos hipótesis contrapuestas respecto de la influencia de la discrecionalidad regulatoria en el país de destino sobre las decisiones de desinversión en el exterior. Frente a la visión convencional, que argumenta que las empresas son más propensas a desinvertir en países con discrecionalidad regulatoria, se contrapone una hipótesis alternativa que establece que las empresas tenderán a desinvertir en menor medida en los países con discrecionalidad regulatoria. La argumentación de esta hipótesis alternativa es que las empresas en virtud de la experiencia en su mercado doméstico tratando con los reguladores saben desenvolverse en esta situación de discrecionalidad de forma que, al menos, no les perjudique. Un análisis empírico basado en modelos de supervivencia aplicado a las inversiones en el exterior realizadas por empresas españolas entre 1986 y 2008 confirma que, al menos para el caso de las empresas españolas, la discrecionalidad regulatoria disminuye la probabilidad de desinversión.

Nuestros resultados inequívocamente permiten descartar nuestra primera hipótesis relativa al comportamiento averso a la discrecionalidad regulatoria por parte de las empresas de sectores regulados. En efecto, después de controlar por variables macroeconómicas que pueden condicionar la rentabilidad del proyecto, así como por Latinoamérica, que es un contexto en el que la empresa española ha tenido facilidad para realizar negocios en el campo de las infraestructuras (además de otros controles), se observa que las empresas analizadas tienden a desinvertir en menor medida en países con discrecionalidad regulatoria.

CUADRO 3
MATRIZ DE CORRELACIONES ENTRE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Discrecionalidad regulatoria	1														
2 Incertidumbre macroeconómica	0,1854	1													
3 Participación Estado Accionariado	0,0350	0,0829	1												
4 Experiencia acumulada país destino	-0,0559	0,1900	-0,2200	1											
5 Experiencia Internacional	-0,0065	-0,1026	-0,2124	0,3244	1										
6 Ventas	0,0216	-0,0724	-0,1996	0,3632	0,5243	1									
7 Edad	-0,0100	-0,0617	-0,1337	0,1396	-0,3592	0,3096	1								
8 Q Tobin	-0,0827	-0,1053	-0,2802	0,2130	0,3635	0,1549	0,1560	1							
9 PIB	-0,2442	-0,4376	-0,0604	-0,0203	0,1599	0,0504	-0,0439	0,1030	1						
10 Crecimiento PIB (%)	0,2246	0,0679	0,0284	-0,0598	-0,0180	0,0587	0,0644	-0,0796	-0,0391	1					
11 LATINOAM	-0,1010	0,3272	-0,0433	0,3669	-0,0237	-0,0826	-0,0229	0,0364	0,0815	-0,0276	1				
12 Fusión reciente	-0,0114	-0,0072	-0,0242	-0,0458	-0,0099	-0,1037	-0,0731	0,1390	0,0099	0,0335	0,0142	1			
13 Sector Telecomunicaciones	-0,0330	0,0383	0,1385	0,0029	0,0703	0,2277	-0,0144	-0,1601	-0,0080	-0,0005	-0,0014	-0,0560	1		
14 Sector Servicios Públicos	-0,0457	0,0415	0,0377	-0,1176	-0,2845	-0,4630	-0,1527	-0,4547	-0,0142	0,0201	0,1055	-0,0897	-0,2699	1	
15 Sector Petróleo	0,1814	0,0387	0,1010	-0,0617	-0,1231	0,2671	0,0369	-0,4794	-0,0953	0,0437	-0,1745	-0,0554	-0,1584	-0,2670	1

Este resultado viene a cuestionar la visión convencional de la discrecionalidad regulatoria, si bien hay que resaltar que las empresas analizadas eran exclusivamente de sectores regulados, que son las que tienden a desarrollar capacidades políticas en mayor medida (Henisz, 2003; García-Canal y Guillén, 2008). Esta es una de las principales implicaciones del trabajo: las capacidades políticas que poseen las empresas de sectores regulados les permiten aumentar, o al menos mantener, la rentabilidad de sus inversiones en países de elevada discrecionalidad regulatoria.

En la literatura previa (utilizando evidencias de sectores manufactureros principalmente) la evidencia era en favor de la hipótesis convencional (Dhanaraj y Beamish, 2009; Berry, 2010), o en el caso de Henisz y Delios (2004), no significativa. Estos últimos autores justificaron la ausencia de significación en esta variable por la capacidad de información que la empresa tiene como consecuencia de la experiencia acumulada sobre el conocimiento del gobierno local en ese país. Esto es, la información acumulada por la empresa sobre cuáles son las características y preferencias del gobierno, sobre cuáles son los agentes clave en los procesos de creación de políticas públicas, les permite poder anticiparse y/o adaptarse a posibles cambios derivados de una mayor discrecionalidad regulatoria. Si bien este conocimiento adquirido en destino es importante, entendemos que tiene más valor cuando se combina con las capacidades políticas desarrolladas por estas empresas en sus países de origen (García-Canal y Guillén, 2008; Holburn y Zelner, 2010).

De estos resultados se deduce, por tanto, la importancia que las capacidades políticas tienen como activo intangible para las empresas de sectores regulados. Además de permitirles invertir en países de elevada discrecionalidad regulatoria (García-Canal y Guillén, 2008; Holburn y Zelner, 2010) estas capacidades les han permitido mantener en el tiempo las ventajas derivadas del uso de las mismas y salvar los obstáculos que la discrecionalidad regulatoria plantea. Todo ello evidencia la importancia que como fuente de ventaja competitiva pueden tener las capacidades políticas. Resulta interesante en este sentido comparar el efecto de la discrecionalidad regulatoria con el de la incertidumbre macroeconómica. Mientras que este último tipo de incertidumbre, de naturaleza exógena, aumenta la propensión a desinvertir, la incertidumbre regulatoria no, lo que evidencia que no es un factor que para las empresas de sectores regulados pueda considerarse como exógeno.

Un resultado llamativo es que en los dos tipos de desinversión analizados las capacidades políticas parecen no tener el mismo efecto en todas las regiones. El hecho de haber invertido en países con elevada discrecionalidad regulatoria, como es el caso de la región de Latinoamérica, disminuye la probabilidad de que se produzca una desinversión. En cierto modo este resultado evidencia cómo en estos países las capacidades políticas resultan más útiles y proporcionan mayores ventajas a las empresas que las poseen. Nuestro trabajo permite, por tanto, avanzar en el estudio del papel que las capacidades políticas juegan en la expansión internacional de las empresas de sectores regulados. Las capacidades políticas por tanto son, además de la experiencia en la ejecución de proyectos (Amsdem y Hikino, 1994; Guillén y García-Canal, 2010), las principales fuentes de ventaja competitiva para estas empresas.

Una de las limitaciones de este trabajo es que sólo se han considerado al conjunto de empresas españolas por lo que podría resultar interesante la realización de estudios a través de empresas de otros países que permitiesen una mayor generalización de los resultados aquí obtenidos. Otra limitación a tener en cuenta es la dificultad de introducir en nuestro modelo una variable que nos permita controlar por la rentabilidad de la inversión propiamente dicha. Debido a la no disponibilidad de información suficiente sobre las inversiones analizadas para poder determinar su rentabilidad, no ha resultado posible introducir este control en el modelo. Asimismo, otra limitación es que no se han medido las capacidades políticas de estas empresas. En este sentido, una línea de investigación a desarrollar sería tratar de medir las capacidades políticas siguiendo la metodología señalada por Dahan (2005), para poder examinar de una forma directa la relación entre capacidades políticas y supervivencia de las inversiones. Otra de las limitaciones del trabajo lo constituye el marco temporal analizado. Quizás podría ser interesante ampliar dicho intervalo de tiempo mediante el uso de otras variables que nos permitiesen llevar a cabo tal tarea. Por último, nuestra muestra sólo incluye empresas pertenecientes a sectores regulados, por lo que la introducción de empresas de otros sectores en la muestra permitiría el análisis comparativo de sectores regulados y no regulados, y con ello, analizar qué sectores son más propensos a acumular capacidades políticas y por tanto qué sectores se ven menos afectados por la discrecionalidad regulatoria. Finalmente, y siguiendo el trabajo de Tsang y Yip (2007), que analiza la relación entre la distancia económica y la supervivencia de las inversiones teniendo en cuenta el modo de entrada elegido por las empresas, una posible futura línea de investigación podría consistir en realizar un análisis de supervivencia en el que se considerasen los distintos modos de entrada utilizados por las empresas y determinar la relación que esto pudiese tener con la supervivencia de las inversiones dentro del contexto aquí analizado.

Referencias bibliográficas

- [1] AMSDEN, A.H. y HIKINO, T. (1994): «Project execution capability, organizational know-how and conglomerate corporate growth in late industrialization», *Industrial & Corporate Change*, 3 (1), pp. 111-147.
- [2] BARKEMA, H. G.; BELL, J. H. y PENNING, J.M. (1996): «Foreign entry, cultural barriers, and learning», *Strategic Management Journal*, 17, pp. 151-166.
- [3] BERRY, H. (2006): «Shareholder valuation of foreign investment and expansion», *Strategic Management Journal*, 27 (12), pp. 1123-1140.
- [4] BERRY, H. (2010): *When Do Firms Divest Foreign Operations?* Documento de Trabajo.
- [5] BODDEWYN, J.J. y BREWER, T.L. (1994): «International-business political behavior: new theoretical directions», *Academy of Management Review*, 19, pp. 119-143.
- [6] BONARDI, J.P. (2004): «Global and political strategies in deregulated industries: the asymmetric behaviors of former monopolies», *Strategic Management Journal*, 25 (2), pp. 101-120.

- [7] BONARDI, J.P.; HOLBURN, G.L.F. y VANDENBERGH, R.G. (2006): «Nonmarket strategy performance: evidence from u.s. electric utilities», *Academy of Management Journal*, 49 (6), pp. 1209-1228.
- [8] CAMPA, J.M. (1993): «Entry by foreign firms in the United States under exchange rate uncertainty», *Rev. of Econom. and Statist*, 75 (4), pp. 614-22.
- [9] CHUNG, K.H. y PRUITT, S.W. (1994): «A Simple Approximation of Tobin's q », *Financial Management*, 23, pp. 70-74.
- [10] CLEVES, M.; GOULD, W. y GUTIÉRREZ, R. (2010): *An Introduction of Survival Analysis Using Stata*, 3ª ed. College Station TX: Stata Press.
- [11] CUERVO-CAZURRA, A. (2008): «The multinationalization of developing country MNEs: The case of multilatinas», *Journal of International Management*, 14 (2), pp. 138-154.
- [12] DAHAN, N. (2005): «Can there be a resource-based view of politics?», *International Studies of Management and Organization*, 35 (2), pp. 8-27.
- [13] DELIOS, A. y BEAMISH, P.W. (1999): «Ownership strategy of Japanese firms: Transactional, institutional and experience influences», *Strategic Management Journal*, 20 (10), pp. 915-933.
- [14] DELIOS, A. y HENISZ, W.J. (2000): «Japanese firms' investment strategies in emerging economies», *Academy of Management Journal*, 43 (3), pp. 305-323.
- [15] DELIOS, A. y HENISZ, W.J. (2003): «Political hazards, experience and sequential entry strategies: the international expansion of Japanese firms, 1980-1998», *Strategic Management Journal*, 24 (11), pp. 1153-1164.
- [16] DHANARAJ, C. y BEAMISH, P.W. (2009): «Institutional Environment and Subsidiary Survival», *Management International Review*, 49, pp. 291-312.
- [17] DUNNING, J.H. (1993): *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison-Wesley: Nueva York.
- [18] FINE, J.P. y GRAY, R.J. (1999): «A proportional hazards model for the subdistribution of a competing risk», *J Am Stat Assoc*, 94, pp. 496-509.
- [19] GARCÍA-CANAL, E. y GUILLÉN, M.F. (2008): «Risk and the strategy of foreign location choice in regulated industries», *Strategic Management Journal*, 29 (10), pp. 1097-1115.
- [20] GUILLÉN, M.F. y GARCÍA-CANAL, E. (2007): «La expansión internacional de la empresa española: una nueva base de datos sistemática», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, noviembre-diciembre, 839, pp. 23-34.
- [21] GUILLÉN, M.F. y GARCÍA-CANAL, E. (2010): *The New Multinationals*, Cambridge University Press, Cambridge y Nueva York.
- [22] HENISZ, W.J. (2000): «The institutional environment for economic growth», *Economics & Politics*, 12, pp. 1-31.
- [23] HENISZ, W.J. (2003): «The power of the Buckley and Casson thesis: the ability to manage institutional idiosyncrasies», *Journal of International Business Studies*, 34, pp. 173-184.
- [24] HENISZ, W.J. y DELIOS, A. (2001): «Uncertainty, imitation, and plant location: Japanese multinational corporations, 1990-1996», *Administrative Science Quarterly*, 463, pp. 443-475.
- [25] HENISZ, W.J. y DELIOS, A. (2004): «Information or Influence? The Benefits of Experience for Managing Political Uncertainty», *Strategic Organ.*, 2 (4).

- [26] HENISZ, W.J. y WILLIAMSON, O.E. (1999): «Comparative economic organization within and between countries», *Business and Politics*, 11: 261-276.
- [27] HENISZ, W.J. y ZELNER, B.A. (2001): «The institutional environment for telecommunications investment», *Journal of Economics & Management Strategy*, 10, pp. 123-147.
- [28] HENISZ, W.J. y ZELNER, B.A. (2005): «Legitimacy, interest group pressures and change in emergent institutions: the case of foreign investors and host country governments», *Academy of Management Review*, 30, pp. 361-382.
- [29] HOLBURN, G.L.F. (2001): *Regulatory institutions and firm strategy: theory and evidence from the electric power industry*. Ph. D. diss., University of California at Berkeley.
- [30] HOLBURN, G.L.F. y ZELNER, B.A. (2010): «Political capabilities, policy risk, and international investment strategy: Evidence from the global electric power generation industry», *Strategic Management Journal*, 3, pp. 1290-1315.
- [31] JIMÉNEZ PALMERO, A. (2010): «Does political risk affect the scope of the expansion abroad? Evidence from Spanish MNEs», *International Business Review*, 19 (6), pp. 619-633.
- [32] JIMÉNEZ PALMERO, A. (2011): «Political risk as a determinant of Southern European FDI in neighbouring developing countries», *Emerging Markets Finance and Trade*, 47 (4), julio-agosto 2011.
- [33] LI, J. (1995): «Foreign entry and survival: effects of strategic choices on performance in international markets», *Strategic Management Journal*, 16, pp. 333-351.
- [34] MEGGINSON, W.L. y NETTER, J.M. (2001): «From state to market: a survey of empirical studies on privatization», *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321-389.
- [35] MURTHA, T.P. (1991): «Surviving industrial targeting: state credibility and public policy contingencies in multinational subcontracting», *Journal of Law, Economics and Organization*, 7, pp. 117-143.
- [36] MURTHA, T.P. y LENWAY, S.A. (1994): «Country capabilities and the strategic state: how national political institutions affect multinational corporations' strategies», *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, 15, pp. 113-129.
- [37] ONTIVEROS, E.; CONTHE, M. y NOGUEIRA, J.M. (2004): *La percepción de los inversores de los riesgos regulatorios e institucionales en América Latina*. Documento de trabajo. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- [38] PAN, Y. y CHI, P.S.K. (1999): «Financial Performance and Survival of Multinational Corporations in China», *Strategic Management Journal*, 20 (4), pp. 359-374.
- [39] SARKAR, M.B.; CAVUSGI, S.T. y ALUAKH, P. (1999): «International expansion of telecommunications carriers: the influence of market structure, network characteristics and entry imperfections», *Journal of International Business Studies*, 30, pp. 361-382.
- [40] SERVÉN, L. (1998): «Macroeconomic uncertainty and private investment in developing countries: an empirical investigation». Policy research working paper no. 2035. The World Bank: Washington, D.C.
- [41] SHAVER, M. (1998): «Accounting for Endogeneity when Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival?», *Management Science*, 44 (4): pp. 571-585.
- [42] TSANG, E.W.K. y YIP, P.S.L. (2007): «Economic Distance and the survival of foreign direct investment», *Academy of Management Journal*, 50 (5), pp. 1156-1168.

- [43] VERGÉS, J. (1999): «Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España (1985-1999)», *Economía Industrial*, 330, pp. 121-139.
- [44] VERMEULEN, F. y BARKEMA, H. (2001): «Learning through acquisitions», *Academy of Management Journal*, 44 (3), pp. 457-476.
- [45] VERNON, R. (1971): *Sovereignty at bay: the multinational spread of U.S. enterprises*. The International Executive, 13 (4), pp. 1-3.
- [46] WOODCOCK, P.; BEAMISH, P.W. y MAKINO, S. (1994): «Ownership-based Entry Mode Strategies and International Performance», *Journal of International Business Studies*, 25 (2), pp. 253-273.