

Impacto de la diversificación internacional sobre el desempeño de las multinacionales españolas*

Luis Araya-Castillo**

Xavier Mendoza

Christian Espinosa Méndez

pp. 87-116

Resumen

Con una base de datos integral con información de 197 multinacionales españolas para el periodo 2004-2012 se realiza un análisis de datos de panel. Se emplea el Método Generalizado de los Momentos (MGM) (Blundell y Bond, 1998) para la estimación de los modelos econométricos. Los resultados muestran que en las multinacionales españolas la relación DI-D adopta una forma no lineal, en concreto una curva S invertida y otra en forma de M, según la medida de DI empleada. En ambos casos, el desempeño aumenta cuando el número de países y de filiales en el extranjero es bajo. A medida que aumenta el grado de internacionalización el desempeño primero desciende para luego volver a crecer, reflejando la diferente dinámica temporal de los beneficios y costes de la internacionalización.

Palabras clave

Diversificación Internacional / Desempeño / Empresas / Multinacionales Españolas

Abstract

Using a comprehensive database with information on 197 Spanish multinationals for the period 2004-2012, a panel data analysis is performed. Econometric models are estimated by using the Generalized Method of Moments (GMM) (Blundell and Bond, 1998). Our findings show that the ID-P relationship in the case of Spanish multinationals is non-linear, specifically an inverted S curve and an M-shaped one, depending on the ID measures used. In both cases, performance increases when the number of countries and subsidiaries abroad is low. As the degree of internationalization increases, performance first decreases and then grows again, reflecting the different temporal dynamics of the benefits and costs of internationalization.

Keywords

International Diversification / Performance / Spanish / Multinational Enterprises

*Los autores de la presente investigación, considerando la misma muestra de este estudio y teniendo presente la perspectiva de contingencia, analizaron cómo la relación diversificación internacional-desempeño (DI-D) varía de acuerdo con el enfoque geográfico de internacionalización de la empresa. Dicho artículo tiene por título «When geography matters: International diversification and firm performance of Spanish multinationals» y será publicado en BRQ Business Research Quarterly (en imprenta).

** L. Araya-Castillo. PhD in Management Sciences, Esade Business School; Doctor en Ciencias de la Gestión, Universidad Ramon Llull; Doctor en Empresa, Universidad de Barcelona. Académico, Facultad de Economía y Negocios, Universidad Andrés Bello, Chile.

Correo-e: luis.araya@unab.cl

X. Mendoza. Doctor en Economía y Ciencias Empresariales, Universidad de Barcelona; Profesor Titular del Departamento de Dirección General y Estrategia, y Director del Observatorio de la Empresa Multinacional Española (OEME), Esade Business School, Universidad Ramon Llull
Correo-e: xavier.mendoza@esade.edu

C. Espinosa Méndez. Doctor en Finanzas, Universidad del CEMA. Profesor Asociado de Finanzas, Departamento de Administración, Facultad de Administración y Economía, Universidad de Santiago de Chile, Chile.

Correo-e: christian.espinosa.m@usach.cl

Introducción

La internacionalización de las empresas se considera una de las principales áreas de estudio de los negocios internacionales (p. ej., Sapienza *et al.*, 2006; Laanti *et al.*, 2007; Mendoza *et al.*, 2019). Entrar en los mercados extranjeros se ha convertido en una opción atractiva para muchas empresas, ya sean pequeñas o grandes (Lu y Beamish, 2001). Ante esto, los investigadores se interesaron en analizar por qué algunas empresas tienen un mejor desempeño que otras cuando operan en mercados extranjeros (p. ej., Hitt *et al.*, 1997; Ruigrok y Wagner, 2003; Banalieva *et al.*, 2010), estudiando la relación entre la diversificación internacional y desempeño de la empresa (p. ej., Lu y Beamish, 2004; Contractor *et al.*, 2007; Kirca *et al.*, 2012).

Pese a existir una gran cantidad de estudios empíricos, no hay consenso sobre el impacto que la estrategia de diversificación internacional tiene en el desempeño de las empresas (p. ej., Hennart, 2007, 2011; Yang y Driffield, 2012; de Jong y van Houten, 2014). Frente a la diversidad de resultados, en los últimos años se ha cambiado la perspectiva. Así, en lugar de buscar una relación *genérica* entre las variables de diversificación internacional y de desempeño, las líneas de investigación más recientes se centran en la comprensión de dicha relación en *contextos específicos*, incluyendo, entre otros, el país de origen de la empresa (p. ej., Verbeke *et al.*, 2009; Kirca *et al.*, 2012; Powell, 2014).

España constituye un interesante contexto empírico. Durante las últimas tres décadas, las empresas españolas han invertido masivamente en el extranjero, principalmente en los países de la Unión Europea (UE), pero también en otros lugares, particularmente en países latinoamericanos (p. ej., Puig, 2008; Puig y Fernández, 2009; Barrios y Benito, 2010). No obstante, aunque las empresas multinacionales constituyen un grupo estratégico clave para el presente y el futuro de la economía española y para la proyección internacional de España como país (p. ej., Guillén, 2006; Mendoza y Vives, 2010; Mendoza *et al.*, 2019), la relación entre su estrategia de diversificación internacional y su desempeño constituye un área poco investigada.

Teniendo en cuenta lo anterior, la pregunta central de investigación del presente artículo se refiere a *cómo la estrategia de diversificación internacional impacta el desempeño de las empresas multinacionales españolas*. Este estudio está en línea con los llamados para una mayor investigación de la relación diversificación internacional-desempeño (DI-D) en Europa (p. ej., Buckley y Ghauri, 2004; Oh y Rugman, 2012; Almodóvar y Rugman, 2014). La decisión de construir una muestra solo con empresas españolas se basa en los estudios que encuentran diferencias significativas en los resultados según el país de origen de las multinacionales (Contractor, 2012; Kirca *et al.*, 2012).

Revisión de la literatura

No existe un consenso claro sobre los efectos de la internacionalización en el desempeño de la empresa (p. ej., Verbeke y Brugman, 2009; Kirca *et al.*, 2011; Gaur y Delios, 2015). Considerando esta situación, Contractor *et al.* (2003) y Lu y Beamish (2004) proponen un modelo de tres etapas o una teoría general de la relación entre la diversificación internacional y el desempeño de la empresa, en un esfuerzo por integrar anteriores resultados conflictivos y divergentes. Estos autores sugieren que la relación entre la diversificación internacional y el desempeño se compone de tres etapas que forman una curva en forma de S horizontal. Dependiendo de qué parte de la curva S examinemos, podemos encontrar un segmento en forma de U o en forma de U invertida, lo que permite conciliar los resultados de estudios anteriores (Contractor, 2012).

Los autores que proponen una relación en forma de S (p. ej., Kumar y Singh, 2008; Outreville, 2010, 2012; Tsai, 2014) argumentan que los beneficios y los costos de la internacionalización cambian entre las diferentes etapas del proceso de expansión de una empresa. En este modelo, la relación entre la diversificación internacional y el desempeño es negativa a niveles de internacionalización muy bajos, y muy altos y positiva a niveles intermedios.

En la etapa 1, las empresas que inician el proceso de internacionalización enfrentan los costos de aprender sobre un nuevo mercado, así como los costos de adaptación local. Estos costos de aprendizaje se deben a la falta de conocimiento del mercado extranjero, especialmente de la cultura del país y de su entorno normativo y político (Contractor *et al.*, 2003). Por lo tanto, la desventaja de ser extranjero (*liability of foreignness* en inglés), una insuficiente experiencia internacional e, inicialmente, solo uno o unos pocos países sobre los cuales distribuir los costos de la internacionalización temprana (Oh y Contractor, 2014), explican por qué la expansión en los mercados extranjeros genera, al principio, costos mayores a los beneficios o ingresos incrementales que se derivan de la misma (Outreville, 2010).

En la etapa 2, una mayor expansión internacional comienza a generar beneficios incrementales que exceden a los costos crecientes de la empresa (Outreville, 2010). En esta etapa, las empresas desarrollan sus operaciones a una mayor escala geográfica, lo que les permite mejorar su desempeño, porque las empresas multinacionales pueden distribuir sus costos en un mayor número de países (Kogut, 1985; Porter, 1985). Además, en esta etapa, las empresas multinacionales aprenden a lidiar con las diferencias nacionales y explotarlo a su favor (Rugman, 1981). Así mismo, la diversificación geográfica puede ser una ventaja para reducir la volatilidad de los ingresos (Outreville, 2010). Por lo tanto, con una cobertura geográfica y experiencia adicionales, las empresas multinacionales están en condiciones de disfrutar de efectos netos positivos en el desempeño de una

mayor internacionalización, gracias a las economías de escala y alcance, aprendizaje y diversificación de riesgos (Oh y Contractor, 2014).

En la etapa 3, el desempeño de las empresas multinacionales disminuye porque se encuentran «sobreexpandidas», más allá del nivel óptimo, cuando la complejidad de administrar las operaciones en el extranjero aumenta substancialmente con una mayor internacionalización (Contractor *et al.*, 2003; Oh y Contractor, 2014). La multiplicidad de diferentes entornos legales, fiscales y culturales con los que la empresa tiene que lidiar, puede aumentar los costos de transacción y de gobernanza (Hitt *et al.*, 1997; Gomes y Ramaswamy, 1999). A medida que aumentan las distancias geográficas, culturales e institucionales, los costos organizacionales y la complejidad, asociados con la coordinación global, aumentarán significativamente. Por lo tanto, los costos de la internacionalización pueden superar ampliamente los beneficios asociados cuando su nivel aumenta más allá de cierto umbral (Qian, 2002; Tsai, 2014), especialmente si se produce una expansión excesiva en mercados distantes, terciarios o periféricos (Oh y Contractor, 2014). Por consiguiente:

Hipótesis 1a: La relación entre la diversificación internacional y el desempeño es no lineal y adopta la forma de una curva S horizontal, con la pendiente negativa en niveles bajos de diversificación internacional, positiva en niveles medios y negativa en niveles altos.

Aunque la propuesta que predomina actualmente en la mayoría de los estudios, tanto para las empresas multinacionales de países emergentes como desarrollados, es la existencia de una relación en forma de S entre la diversificación internacional y el desempeño (Garbe y Richter, 2009), la evidencia empírica sobre su existencia es limitada y poco concluyente. De hecho, en los últimos años, varios autores han descubierto la existencia de una curva S invertida (p. ej., Brock *et al.*, 2006; Bowen, 2007; Bae *et al.*, 2008) o una curva M (p. ej., Lee, 2010; Almodóvar, 2012; Almodóvar y Rugman, 2014). Estas dos nuevas relaciones también son no lineales y tienen en común una pendiente positiva a bajos niveles de diversificación internacional (en lugar de una negativa como se indica en la curva S).

Estos resultados divergentes implican que puede haber factores, fuera del nexo examinado de internacionalización-desempeño, que afectan la naturaleza de esta relación, porque puede depender del contexto (p. ej., Garbe y Richter, 2009; Chen y Yu, 2012; Kirca *et al.*, 2012). En comparación con la mayoría de los estudios sobre la relación DI-D en el caso de las empresas españolas que se basan en empresas exportadoras, nuestra muestra en esta investigación se compone exclusivamente de empresas que tienen al menos una filial en el extranjero y, por lo tanto, están en una etapa avanzada de internacionalización. Esta característica significa que, en el punto de partida de nuestro análisis sobre la relación entre la diversificación internacional (a través de la inversión extranjera directa)

y el desempeño, la mayoría de las empresas de nuestra muestra ya tienen una experiencia internacional significativa, lo que afecta a la forma de la relación DI-D. Específicamente, planteamos la hipótesis de que, en nuestro caso, dicha relación podría adoptar la forma de S invertida o de M.

Existe una amplia evidencia empírica de que las inversiones extranjeras directas tienden a realizarse una vez que las empresas han tenido experiencias positivas previas en el país anfitrión (p. ej., Johanson y Vahlne, 1977, 1990). En este sentido, uno esperaría que los primeros países, en los que una empresa decide tener una presencia directa a través de filiales extranjeras, sean aquellos que presentan las oportunidades comerciales más atractivas, probablemente porque ya son mercados de exportación importantes en los que la empresa podría desplegar más a fondo sus ventajas competitivas. La experiencia previa y las relaciones comerciales establecidas en un país extranjero contribuirían a mitigar sensiblemente los costos derivados de las desventajas de ser extranjero y de ser una nueva empresa en ese mercado (*liability of newness* en inglés). Además, en la etapa inicial, cuando el número de países y filiales extranjeras es muy bajo, la empresa puede aprovechar su infraestructura organizativa existente, sin la necesidad de ajustes significativos, para controlar y coordinar su incipiente red de filiales extranjeras. Todo esto explicaría una relación positiva entre la diversificación internacional y el desempeño en la etapa inicial de la multinacionalidad, ya que los beneficios asociados serían superiores a los costos incurridos.

En la medida en que una empresa se vea estimulada por su éxito inicial y continúe estableciéndose en nuevos mercados extranjeros, es probable que se enfrente a mayores distancias geográficas, culturales e institucionales que afectarán negativamente a su desempeño debido a los costos adicionales derivados de la desventaja de ser extranjero, especialmente si comienza a operar en una nueva región geográfica. Además, a medida que aumenta el número de filiales extranjeras, la empresa debe enfrentar una mayor complejidad organizativa interna, acentuada por las diferencias culturales e institucionales con los países anfitriones. Esto generará un aumento en los flujos de información y en las demandas de coordinación y control que terminarán obligando a la empresa matriz a rediseñar su infraestructura organizativa inicial y desarrollar sistemas apropiados para administrar su red de filiales extranjeras (un esfuerzo que requiere mucho tiempo e inversiones). Por lo tanto, la segunda sección descendente de la curva S invertida reflejaría los costos originados por este proceso de reestructuración interna, así como los costos más altos de internacionalización (asociados a una mayor desventaja por ser extranjero) incurridos en el proceso de expansión internacional.

Sin embargo, si la internacionalización continúa progresando, el desempeño volverá a incrementarse a medida que aumenta el nivel de diversificación internacional, porque se desarrollan nuevos conocimientos y capacidades (Ruigrok y Wagner, 2003). Una vez que la

empresa ha desarrollado las capacidades organizativas para administrar una red de filiales extranjeras, estará en condiciones de apoyar el crecimiento de dicha red, especialmente si tiene lugar en países con características similares, lo que explica la tercera sección ascendente de la curva en S invertida. Por lo tanto, se formula la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1b: La relación entre la diversificación internacional y el desempeño es no lineal y adopta la forma de una curva S invertida, con una pendiente positiva en los niveles bajos de diversificación internacional, negativa en los niveles medios y positiva nuevamente en los niveles altos.

Sin embargo, no debe suponerse que, una vez que se desarrollen nuevos conocimientos y capacidades organizativas, una empresa se asegurará mayores niveles de desempeño al aumentar su diversificación internacional. A medida que la empresa se expande en mercados cada vez más diferentes y crece en mayor complejidad, los costos de las actividades internacionales aumentan rápidamente y, superado un cierto umbral, exceden a los beneficios de ingresar en nuevos mercados extranjeros, lo que explica la cuarta sección descendente de la curva en M. Por lo tanto, se formula la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1c: La relación entre la diversificación internacional y el desempeño es no lineal y adopta la forma de una curva en M, con una pendiente positiva en niveles bajos de diversificación internacional, negativa primero y positiva después en niveles medios y negativa en niveles altos.

Metodología de investigación

Datos y muestra

La muestra de empresas españolas consideradas en nuestro estudio ha sido extraída de SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Para fines operativos, definimos como multinacionales españolas aquellas empresas que cumplen con los siguientes criterios: a) tener su sede social en España; b) estar controladas por inversores españoles, excluyendo así a las filiales españolas de multinacionales extranjeras; c) tener al menos una filial en el extranjero, y d) tener diez o más empleados.

Siguiendo los criterios establecidos por la Unctad (2014), utilizamos el término *participada en el extranjero* (*foreign affiliate* en inglés) para referirnos a una empresa con sede social en otro país y de la cual una empresa matriz española posee al menos el 10 por ciento de los derechos de voto de los accionistas. Según el grado de control ejercido por la empresa matriz sobre sus participadas extranjeras, podemos distinguir entre *participadas asociadas* (en las que la empresa matriz española posee al menos el 10 por ciento, pero

sin llegar a la mitad de los derechos de voto de los accionistas) y las *filiales* (*subsidiary* en inglés), en que la empresa matriz española posee más de la mitad de los derechos de voto de los accionistas).

Con respecto a la propiedad, SABI proporciona el nombre de los principales accionistas de la empresa e indica quién es el propietario último a nivel global de las empresas con sede en España que poseen filiales en el extranjero, propietario que puede ser otra empresa o inversor español o, por el contrario, una empresa o inversor extranjero.

El número de empresas que componen nuestra muestra asciende a 197 para las cuales tenemos datos contables y de sus participadas en el extranjero para un período de nueve años, de 2004 a 2012, lo que resulta en 1.773 observaciones potenciales.

Métodos

Esta investigación analiza cómo la relación DI-D en las empresas multinacionales españolas evoluciona con el tiempo. Debido a la correlación temporal de las variables referidas a las empresas (Majocchi *et al.*, 2014), el mejor método estadístico a aplicar parece ser el modelo de datos de panel (Wooldridge, 2010).

Los datos de la muestra se obtuvieron para el período 2004-2012. Este período nos permite construir promedios de nueve años para las mediciones de las características de la empresa. Ello tiene relevancia metodológica, porque generalmente se acepta que un período de cinco años (o más) permite descartar desempeños de la empresa excepcionalmente superiores o inferiores (p. ej., Hutzschenreuter y Voll, 2008; Chao y Kumar, 2010; de Jong y van Houten, 2014). Además, con el período de tiempo considerado (2004 a 2012), se pueden controlar los posibles efectos distorsionadores de la crisis financiera de 2008. De esta forma, se pueden obtener estimaciones más adecuadas y estables que con un conjunto de datos que se refieran a solo un año (Wiggings y Ruefli, 2005; Brouthers *et al.*, 2008).

Procedimiento de modelización

La metodología seguida para la formulación de los modelos econométricos tiene un amplio respaldo en la literatura sobre negocios internacionales y es comúnmente utilizada por los investigadores para estudiar la relación DI-D (p. ej., Hitt *et al.*, 2006; Bobillo *et al.*, 2012; Gaur y Delios, 2015).

Estimamos los siguientes modelos con la metodología propuesta por Blundell y Bond (1998) para investigar la forma de la relación entre la diversificación internacional y el desempeño:

$$\text{PERFORM}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INTDIV}_{i,t} + \beta_2 \text{INTDIV}^2_{i,t} + \beta_3 \text{INTDIV}^3_{i,t} + \beta_4 \text{INTDIV}^4_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{FLI}_{i,t} + \beta_8 \text{BGAI}_{i,t} + \beta_9 \text{EMI}_{i,t} + \beta_{10} \text{FOPCI}_{i,t} + \beta_{11} \text{TP}_{i,t} + \beta_{12} \text{IND}_{i,t} + \mu_{i,t}$$

En donde:

Tabla 1

Variables de los modelos econométricos

VARIABLES	Medidas
Variable dependiente: PERFORM= Desempeño	ROA: Retorno sobre Activos ROE: Retorno sobre Fondos Propios
Variable Independiente: INTDIV= Diversificación internacional	NC: Número de Países FS: Número de Filiales en el Extranjero
VARIABLES DE CONTROL	SIZE = Número de Empleados AGE = Edad de la Empresa en Años FL = Apalancamiento Financiero BGA = Afiliación a un Grupo Empresarial EM = Modo de Entrada Predominante FOPC = Participación de Inversores Extranjeros en el Capital de la Casa Matriz TP = Período Temporal IND = Sector Industrial (Manufacturero, Servicios)
Error	μ Error

Fuente: elaboración propia.

Para observar la forma de la curva o, en otras palabras, para probar la forma como lineal, cuadrática, sigmoidea o en forma de M para la relación entre las variables independientes y dependientes, como es común en la literatura, elevamos la variable independiente al cuadrado, al cubo y a la cuarta potencia (p. ej., Lu y Beamish, 2004; Kumar y Singh, 2008; Almodóvar y Rugman, 2014).

Los coeficientes estimados [estadístico z] de las estimaciones de la ecuación se obtienen a través del Método Generalizado de Momentos (GMM) desarrollado por Blundell y Bond (1998). Además, hemos controlado los efectos temporales y sectoriales. Wald Chi2 es una prueba para la importancia conjunta de los coeficientes. El signo *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1 por ciento, ** inferior al 5 por ciento y * inferior al 10 por ciento. Los errores estándar están entre paréntesis.

Finalmente, solo se necesita una variable *dummy* para obtener los diferentes términos constantes. Dado esto, si se incluyen dos variables *dummy*, tendríamos una multicolinealidad perfecta, ya que ambas variables son una combinación lineal de la otra. Considerando esto, siempre se debe elegir una categoría como base, para comparar las estimaciones realizadas con respecto a dicha categoría. El efecto de la variable *dummy* excluida está recogido por la constante (Calatrava y Cañero, 2000; Riascos, 2005).

Endogeneidad

Podría considerarse que la adopción de una estrategia de diversificación internacional y el aumento en el desempeño de la empresa están estrechamente relacionados, de lo que se infiere una relación endógena entre ambas variables. Dada esta relación endógena, podemos esperar que tanto NC (número de países) como FS (filiales en el extranjero) estén correlacionadas con el término de error de la ecuación y, debido a esto, los coeficientes estimados β_i pueden presentar algún sesgo derivado de la presencia de problemas de selección endógenos al modelo.

Para abordar tales problemas, estimamos la ecuación a través de la metodología de datos de panel. Esta metodología nos permite controlar la heterogeneidad no observable, dando estimadores con una alta eficiencia en comparación con otros modelos de estimación (p. ej., Alonso-Borrego y Arellano, 1999; Baltagi, 2001; Arellano, 2003). Específicamente, para abordar problemas de endogeneidad, utilizamos el sistema de estimación GMM desarrollado por Blundell y Bond (1998) y Bond (2002). El Sistema GMM (GMM-sys) es la versión aumentada de GMM descrita en Arellano y Bover (1995), y completamente desarrollada por Blundell y Bond (1998), quienes articularon con mayor precisión los supuestos necesarios para este estimador aumentado y lo probaron con simulaciones de Monte Carlo.

Además de lo mencionado anteriormente, es útil aplicar la prueba Sargan de sobre identificación. En este modelo, es apropiado que las ecuaciones estén sobre identificadas (de hecho, el estimador GMM podría interpretarse como una combinación lineal de todas las estimaciones posibles de un modelo sobre identificado). La hipótesis nula es que las ecuaciones están correctamente identificadas en exceso, de modo que un valor $p > 0.05$ indica que la especificación es correcta.

VARIABLES Y MEDIDAS

Variable dependiente (desempeño)

El desempeño de las empresas se mide por las *ratios* financieras de ROA (p. ej., Contractor *et al.*, 2003; Qian *et al.*, 2008; Tsai, 2014) y ROE (p. ej., Thomas y Eden, 2004; Contractor *et al.*, 2007; Belaounia y Nekhili, 2014). SABI calcula estas *ratios* como:

$$ROA = \frac{\text{Beneficios/Pérdidas antes de Impuestos}}{\text{Total Activos}} \quad \text{y} \quad ROE = \frac{\text{Beneficios/Pérdidas antes de Impuestos}}{\text{Fondos Propios}}$$

Los académicos de administración y negocios internacionales tienden a utilizar medidas de desempeño basadas en la contabilidad (Chen y Tan, 2012). Aunque algunos investigadores critican tal medición (Benston, 1985; Aaker y Jacobson, 1987), la mayoría de los académicos las consideran aceptables, ya que su uso facilita la comparación con estudios previos (p. ej., Wan y Hoskisson, 2003; Chang y Wang, 2007; Chen y Tan, 2012).

Para este estudio, la variable más relevante es el ROA, ya que la inversión en filiales extranjeras se refleja en los activos de una empresa y, los posibles dividendos y aumentos en el valor patrimonial, en su estado de resultados. También utilizamos ROE para evaluar la robustez de los resultados.

Variable independiente (diversificación internacional)

La diversificación internacional generalmente se ha medido en términos de la intensidad de su implicación en operaciones internacionales o en términos del alcance geográfico de las mismas (p. ej., Hsu y Boggs, 2003; Chang y Wang, 2007; Fernández-Olmos y Díez-Vial, 2015). En el presente estudio, el grado de diversificación internacional se mide por el número de países extranjeros donde la empresa matriz tiene empresas participadas (NC) y por el número de filiales con que cuenta en el extranjero (FS). Ambas variables capturan los elementos esenciales de la dinámica de costos y beneficios asociados con el nivel de diversificación internacional (o multinacionalidad en nuestro caso). El número de filiales extranjeras captura aspectos importantes, como *la escala* de las operaciones internacionales, mientras que el número de países extranjeros captura *el alcance* de las operaciones internacionales para una empresa en particular. Según Tallman y Li (1996:188), «como la mayoría de las discusiones sobre la ventaja competitiva derivada del alcance de las operaciones internacionales aborda el arbitraje fiscal, monetario, económico y político, y como las empresas estructuran sus operaciones en los países de manera diferente, el recuento de países parece abordar las cuestiones relativas al alcance mejor y menos arbitrariamente que el recuento de filiales».

El número de países (NC) se construye con la información sobre la localización de las filiales extranjeras de cada empresa (p. ej., Delios y Beamish, 1999; Andersen, 2005; Qian *et al.*, 2008). El número de filiales en el extranjero (FS) se obtiene teniendo en cuenta el grado de control de la empresa matriz sobre sus filiales extranjeras (p. ej., Qian, 1997; Lu y Beamish, 2001, 2004; Christophe y Lee, 2005). El número de filiales en el extranjero es un subconjunto del número de empresas participadas en el extranjero y es posiblemente la variable más importante cuando se miden procesos avanzados de internacionalización que comprenden inversión extranjera directa. La variable FS se construye como un logaritmo natural del número de filiales extranjeras; de esta forma buscamos resolver problemas de falta de normalidad y heterocedasticidad, y así lograr una mejor adaptación.

Variables de control

Las variables de control consideradas en nuestro estudio pueden dividirse entre variables internas y externas.

Las variables de control externas corresponden al período temporal (TP) (p. ej., Hitt *et al.*, 1997; Chang y Wang, 2007; Oh y Contractor, 2014) y al sector industrial (SI)

(p. ej., Hsu y Boggs, 2003; Contractor *et al.*, 2007; Oh y Contractor, 2012). El período temporal (TP) funciona como una variable dicotómica (0 = precrisis, hasta 2008 inclusive; 1 = postcrisis, comenzando en 2009). Utilizamos una variable *dummy* para controlar la tendencia temporal o, en otras palabras, para controlar las tendencias macroeconómicas y estacionales no observadas (Oh y Contractor, 2014). Diferentes autores (p. ej., Habib y Victor, 1991; Contractor *et al.*, 2003; Kapar y Kotabe, 2003) destacan que la relación entre diversificación internacional y desempeño puede presentar diferencias según el tipo de sector, como es el caso de las empresas industriales respecto a las de servicios. Por ello clasificamos y agrupamos la pertenencia de las empresas de la muestra a estos dos grandes sectores. Así, el sector industrial (IND) funciona como una variable *dummy* (0 = Servicios; 1 = Manufacturas) que se obtiene de los códigos de actividad principales de la empresa NACE Rev 1 y NACE Rev 2.

Entre las variables de control internas consideramos el tamaño de la empresa matriz (SIZE) que se mide como un logaritmo natural del número de empleados (p. ej., Richter, 2007; Bobillo *et al.*, 2010; Serrano *et al.*, 2015). En la presente investigación, solo las empresas que tienen 10 o más empleados han sido incluidas en la muestra. La edad de la empresa (AGE) se calcula como un logaritmo natural de los años transcurridos desde la creación de la casa matriz española (p. ej., Anderson y Reeb, 2003; Li *et al.*, 2011; Gaur y Delios, 2015). La transformación logarítmica facilita la interpretación de los resultados porque los cambios en el dominio del logaritmo representan cambios relativos en la métrica original (Contractor *et al.*, 2007).

El apalancamiento financiero (FL) se calcula por la ratio de endeudamiento (Pasivos totales / Activos totales, en porcentaje) (p. ej., Li, 2005; Lee, 2010; Gaur y Delios, 2015). La participación de inversores extranjeros en el capital de la empresa matriz española (FOPC) es una variable continua que se mide como el porcentaje de derechos de voto en manos de inversores extranjeros (Almodóvar y Rugman, 2014), porcentaje nunca superior al 50 por ciento. El modo de entrada predominante (EM) (p. ej., Zahra *et al.*, 2000; Chang y Wang, 2007; Lee, 2010) se calcula como el porcentaje promedio de derechos de voto que la empresa matriz tiene sobre sus filiales extranjeras.

Finalmente, la afiliación a un grupo empresarial (BGA) es una variable dicotómica (0 = no afiliada; 1 = afiliada) (Singla y George, 2013; Karthik *et al.*, 2015). Para construir esta variable, utilizamos el indicador de independencia BvDEP proporcionado por SABI, donde las empresas con valores de «C» y «D» cuentan con un inversor que controla directa o indirectamente el 50 por ciento o más de los derechos de voto. Salvo raras excepciones, este inversor es otra empresa, ya sea la sociedad cabecera del grupo u otra empresa del mismo grupo empresarial.

Resultados de la investigación

Análisis de resultados

La tabla 2 muestra los resultados de los diferentes modelos econométricos cuando se utiliza el ROA como medida de desempeño.

Tabla 2

Relación entre diversificación internacional y desempeño con ROA

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
ROA	0.429*** (0.0501)	0.427*** (0.0498)	0.418*** (0.0472)	0.423*** (0.0474)	0.474*** (0.0454)	0.476*** (0.0458)	0.461*** (0.0436)	0.479*** (0.0458)
NC	0.00167** (0.000788)	0.00365** (0.00149)	0.00710** (0.00323)	0.0152*** (0.00430)				
NC2		-0.000122* (7.14e-05)	-0.000616 (0.000412)	- (0.000817)				
NC3			1.60e-05 (1.30e-05)	0.000139** (5.71e-05)				
NC4				-2.60e-06** (1.28e-06)				
FS					0.00593** (0.00266)	0.0120** (0.00578)	0.0269** (0.0108)	0.0169 (0.0202)
FS2						-0.00253 (0.00210)	-0.0194** (0.00869)	0.00540 (0.0289)
FS3							0.00391** (0.00173)	-0.00959 (0.0136)
FS4								0.00208 (0.00198)
SIZE	0.0139*** (0.00277)	0.0136*** (0.00274)	0.0152*** (0.00257)	0.0153*** (0.00255)	0.0119*** (0.00256)	0.0119*** (0.00255)	0.0130*** (0.00249)	0.0118*** (0.00256)
AGE	-0.0291 (0.119)	-0.0317 (0.115)	-0.0357 (0.112)	-0.0336 (0.112)	-0.125 (0.0986)	-0.126 (0.0981)	-0.128 (0.0944)	-0.148 (0.102)
FL	-0.123*** (0.0259)	-0.118*** (0.0258)	-0.113*** (0.0249)	-0.114*** (0.0248)	-0.112*** (0.0289)	-0.112*** (0.0285)	-0.107*** (0.0271)	-0.116*** (0.0284)
BGA	-0.0140** (0.00616)	-0.0145** (0.00616)	-0.0148** (0.00600)	-0.0140** (0.00595)	-0.00876 (0.00640)	-0.00892 (0.00641)	-0.00750 (0.00630)	-0.00866 (0.00642)
EM	-0.00178 (0.00812)	-0.00114 (0.00805)	-0.00199 (0.00796)	-0.000639 (0.00804)	-0.0346** (0.0139)	-0.0345** (0.0138)	-0.0420** (0.0128)	-0.0336** (0.0137)
FOPC	0.111* (0.0653)	0.108* (0.0639)	0.107* (0.0627)	0.0901* (0.0621)	0.0815 (0.0615)	0.0761 (0.0610)	0.0904 (0.0601)	0.0719 (0.0609)
TP	-0.0168*** (0.00434)	-0.0164*** (0.00438)	-0.0193*** (0.00452)	-0.0199*** (0.00441)	-0.0133*** (0.00443)	-0.0131*** (0.00443)	-0.0143*** (0.00446)	-0.0136*** (0.00453)
IND	-0.104*** (0.0392)	-0.102*** (0.0391)	-0.102*** (0.0389)	-0.104*** (0.0386)	-0.0647* (0.0361)	-0.0640* (0.0360)	-0.0602* (0.0343)	-0.0599 (0.0366)
Constante	0.173 (0.174)	0.169 (0.170)	0.165 (0.165)	0.154 (0.166)	0.321** (0.150)	0.320** (0.149)	0.322** (0.143)	0.352** (0.153)
Observaciones	1,569	1,569	1,569	1,569	1,412	1,412	1,412	1,412
N° de empresas	197	197	197	197	195	195	195	195
Wald Chi2	240.75	237.76	274.00	282.00	271.35	277.84	327.10	299.73
Wald Chi2p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Sargan	31.51821	30.51664	34.28128	34.3243	27.25186	27.57168	33.08755	27.33237
Sarganp	0.1394	0.1682	0.1918	0.1904	0.2929	0.2785	0.2325	0.2892
Ar1	-5.8221	-5.8066	-5.8269	-5.9098	-5.3066	-5.338	-5.3409	-5.4367
Ar1p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Ar2	1.7874	1.7821	1.7763	1.8165	1.6304	1.6552	1.7171	1.7536
Ar2p	0.0739	0.0747	0.0757	0.0693	0.1030	0.0979	0.0860	0.0795

Fuente: elaboración propia

En los modelos (1) a (4), la relación entre el número de países (NC) y el ROA se evalúa bajo diferentes supuestos de la forma que la relación DI-D puede adoptar. Los resultados indican que los modelos (1), (2) y (4) tienen validez estadística y, por lo tanto, que en las empresas de la muestra la relación NC-ROA adopta una forma lineal positiva, así como una forma no lineal, en concreto, una U invertida y una M, respectivamente.

En los modelos (5) a (8) se evalúa la relación entre el número de filiales extranjeras (FS) y el ROA. Los resultados indican que los modelos (5) y (7) tienen validez estadística y, por lo tanto, que en las empresas de la muestra la relación FS-ROA adopta, respectivamente, una forma lineal positiva y una forma de S invertida, en la cual: la primera sección muestra un desempeño creciente, la sección central muestra un desempeño decreciente al aumentar el número de filiales en el extranjero y, en la sección final, el desempeño vuelve a ser creciente.

En la tabla 3 (página siguiente) se obtienen resultados similares cuando se usa el ROE como medida de desempeño. En los modelos (1) a (4) se evalúa la relación entre el número de países (NC) y el ROE, validando los modelos (1) y (4), que indican que la relación NC-ROE adopta una forma positiva lineal y una curva en forma de M, respectivamente. Al mismo tiempo, en los modelos (5) a (8) se evalúa la relación entre el número de filiales en el extranjero (FS) y el ROE, validando los modelos (5) y (7) en los que se concluye que la relación FS-ROE adopta una forma lineal positiva y una curva en forma de S invertida, respectivamente.

Los cinco modelos que se validan con la medida ROA y los cuatro que se validan con la medida ROE son estadísticamente significativos. Al final de las tablas 2 y 3 se encuentran los ajustes estadísticos del modelo, Chi-cuadrado (prueba de significación conjunta de los coeficientes), cuyos valores de p son significativos al 1 por ciento. Aparte de esto, la validación de la consistencia de los estimadores depende de manera crítica de la validez del instrumento y de la ausencia de autocorrelación o correlación serial de segundo orden de los residuos. Así, presentamos los valores de p de las autocorrelaciones de primer y segundo orden Arellano-Bond 1 y Arellano-Bond 2, respectivamente, donde la prueba para Arellano-Bond 1 se rechaza al nivel del 5 por ciento, y la prueba para Arellano-Bond 2 es satisfactoria en este caso con valores p altos. En relación con las restricciones de identificación excesiva, la prueba de Sargan muestra valores p satisfactorios al nivel del 5 por ciento.

Aunque los resultados de la forma de la relación entre la diversificación internacional y el desempeño varían de acuerdo con las medidas de desempeño (ROA y ROE) y de diversificación internacional (NC y FS) utilizadas, aun así se observa un patrón claro en los resultados.

Tabla 3

Relación entre diversificación internacional y desempeño con ROE

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
ROE	0.443*** (0.0356)	0.428*** (0.0298)	0.426*** (0.0296)	0.431*** (0.0294)	0.409*** (0.0337)	0.408*** (0.0336)	0.409*** (0.0341)	0.408*** (0.0345)
NC	0.00471* (0.00250)	0.00835* (0.00426)	0.0212** (0.00900)	0.0485*** (0.0140)				
NC2		-0.000211 (0.000235)	-0.00198* (0.00113)	-0.00784*** (0.00263)				
NC3			5.62e-05 (3.51e-05)	0.000467*** (0.000173)				
NC4				-8.70e-06** (3.61e-06)				
FS					0.0138* (0.00735)	0.0276 (0.0191)	0.0818** (0.0369)	0.0717 (0.0588)
FS2						-0.00542 (0.00689)	-0.0568** (0.0290)	-0.0390 (0.0824)
FS3							0.0113* (0.00580)	0.00223 (0.0390)
FS4								0.00140 (0.00578)
SIZE	0.0315*** (0.00737)	0.0414*** (0.00665)	0.0414*** (0.00655)	0.0415*** (0.00656)	0.0327*** (0.00848)	0.0327*** (0.00848)	0.0329*** (0.00851)	0.0328*** (0.00845)
AGE	-0.0877 (0.412)	-0.260 (0.372)	-0.235 (0.368)	-0.230 (0.357)	-0.439 (0.279)	-0.454 (0.277)	-0.464 (0.281)	-0.469 (0.286)
FL	-0.136 (0.127)	-0.122 (0.107)	-0.131 (0.107)	-0.144 (0.105)	-0.0438 (0.134)	-0.0492 (0.135)	-0.0663 (0.136)	-0.0688 (0.136)
BGA	-0.0147 (0.0201)	-0.0119 (0.0189)	-0.0144 (0.0190)	-0.0127 (0.0186)	-0.0151 (0.0218)	-0.0155 (0.0218)	-0.0158 (0.0216)	-0.0172 (0.0219)
EM	0.00236 (0.0257)	0.00449 (0.0236)	0.00658 (0.0237)	0.0126 (0.0237)	-0.0803 (0.0545)	-0.0781 (0.0548)	-0.0735 (0.0547)	-0.0742 (0.0547)
FOPC	0.405** (0.197)	0.290* (0.159)	0.283* (0.157)	0.233* (0.156)	0.372* (0.202)	0.359* (0.204)	0.370* (0.202)	0.373* (0.202)
TP	-0.0421*** (0.0107)	-0.0509*** (0.00953)	-0.0539*** (0.00962)	-0.0576*** (0.00937)	-0.0365*** (0.0112)	-0.0365*** (0.0113)	-0.0389*** (0.0114)	-0.0392*** (0.0115)
IND	0.0442 (0.0579)	0.0861 (0.0714)	0.0827 (0.0703)	0.0781 (0.0723)	0.0772 (0.115)	0.0733 (0.116)	0.0766 (0.118)	0.0720 (0.118)
Constante	0.191 (0.664)	0.397 (0.599)	0.348 (0.591)	0.315 (0.569)	0.737 (0.450)	0.761* (0.448)	0.776* (0.453)	0.789* (0.459)
Observaciones	1,569	1,569	1,569	1,569	1,412	1,412	1,412	1,412
N° de empresas	197	197	197	197	195	195	195	195
Wald Chi2	263.28	411.69	440.27	453.11	281.32	281.79	281.69	281.05
Wald Chi2p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Sargan	40.41977	42.10172	40.90125	20.42538	22.04779	20.42336	20.26738	20.23003
Sarganp	0.2078	0.1331	0.1623	0.6723	0.5764	0.6725	0.6815	0.6836
Ar1	-3.7115	-3.6758	-3.6721	-3.6713	-3.2658	-3.2586	-3.2387	-3.237
Ar1p	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0011	0.0011	0.0012	0.0012
Ar2	1.3417	1.3333	1.3157	1.3191	1.5583	1.5587	1.57	1.5726
Ar2p	0.1797	0.1824	0.1883	0.1871	0.1192	0.1191	0.1164	0.1158

Fuente: elaboración propia

La tabla 4 nos muestra el resumen de los modelos estadísticamente significativos, con los valores de p de la prueba de Sargan indicados entre paréntesis.

Tabla 4

Resumen de los modelos validados de Diversificación Internacional - Desempeño

	ROA	ROE
Numero de países (NC)	<ul style="list-style-type: none"> •Modelo 1 – Lineal positivo (Sargan p-value=0.1394) •Modelo 2 – Curva U Invertida (Sargan p-value= 0.1682) •Modelo 4 – Curva M (Sargan p-value= 0.1904) 	<ul style="list-style-type: none"> •Modelo 1 – Lineal positivo (Sargan p-value=0.2078) •Modelo 4 – Curva M (Sargan p-value= 0.6723)
Filiales extranjeras (FS)	<ul style="list-style-type: none"> •Modelo 5 – Lineal positivo (Sargan p-value=0.2929) •Model 7 – Curva S Invertida (Sargan p-value= 0.2325) 	<ul style="list-style-type: none"> • Model 5 – Lineal positivo (Sargan p-value= 0.5764) • Modelo 7 – Curva S Invertida (Sargan p-value= 0.6815)

Fuente: elaboración propia

Cuando se utiliza el número de países (NC) como una medida de diversificación internacional, se concluye que el impacto que la estrategia de diversificación internacional tiene en el desempeño de las empresas de nuestra muestra (medido por ROA y ROE) puede representarse a través de una relación positiva lineal y de relaciones no lineales; en concreto, en forma de U invertida y en forma de M. Un aspecto importante a destacar es que los dos modelos (NC-ROA y NC-ROE) que prueban una relación en forma de M son aquellos que tienen el mayor nivel de significación estadística. Es decir, el valor p de la prueba de Sargan de los modelos en forma de M es mayor que los obtenidos para los modelos que representan una relación lineal positiva para NC-ROA y NC-ROE, así como aquellos que representan una relación de U invertida para NC-ROA (además, este modelo solo se valida con una significación del 90 por ciento en la segunda sección de la curva). En resumen, cuando se utiliza el número de países (NC) como medida de diversificación internacional, se puede concluir que la representación más estadísticamente significativa de la relación entre la diversificación internacional y el desempeño adopta una forma no lineal, específicamente una forma de M, que confirma la Hipótesis 1c para ambos modelos (NC-ROA y NC-ROE).

Cuando se utiliza el número de filiales extranjeras (FS) como medida de diversificación internacional, se obtienen resultados similares, aunque con ciertas diferencias. En

este caso, el impacto que la estrategia de diversificación internacional tiene en el desempeño de las empresas de la muestra (medido tanto en ROA como en ROE) puede representarse a través de una relación lineal positiva y una curva en forma de S invertida en ambos casos. Cuando la variable de desempeño es ROA, el modelo estadísticamente más significativo es el de una relación lineal positiva, mientras que si la variable de desempeño es ROE, el modelo más significativo es el de una relación en forma de S invertida. En resumen, cuando se utiliza el número de filiales extranjeras (FS) como medida para la diversificación internacional, solo la hipótesis 1b puede confirmarse en el caso de la relación FS-ROE, dado que la relación estadísticamente más significativa adopta una relación no lineal en forma de S invertida.

En las tablas 2 y 3 también se puede ver el comportamiento de las variables de control. Si se consideran los modelos que son estadísticamente significativos en ambas tablas (en otras palabras, con ROA y ROE como variable de desempeño), las empresas más grandes (SIZE) obtienen un mejor desempeño con la adopción de una estrategia de diversificación internacional. Tal como indica la literatura, las empresas más grandes se encuentran en mejores condiciones para enfrentar los desafíos de la expansión internacional porque tienen los recursos y las capacidades organizativas que se requieren para comprometerse con niveles crecientes de internacionalización.

Además, de acuerdo con lo esperado, las empresas de la muestra obtienen niveles de desempeño más altos en el período anterior a la crisis económica (TP), con una variable de coeficiente negativo para los años posteriores a 2008. Esto se explica por la recesión económica experimentada por España y otros muchos países europeos a partir de 2009, lo que tuvo un impacto significativo en las empresas de la muestra debido a una dependencia relativamente alta del mercado español, dado el grado limitado de diversificación internacional de muchas de ellas, y debido a que algunas de sus filiales están en Europa.

Además, en algunos modelos de la tabla 2 (aquellos con NC como variable de diversificación internacional) y en todos los modelos de la tabla 3, las empresas con una mayor participación de inversión extranjera en su capital (FOPC) obtienen un mayor desempeño con la adopción de una estrategia de diversificación internacional. Este resultado sugiere que dichas empresas podrían enfrentar las barreras y los costos del proceso de expansión internacional de manera más efectiva, ya que podrían beneficiarse del conocimiento y de las redes de relaciones de estos inversores en ciertos mercados extranjeros.

Asimismo, en la tabla 2 (con ROA como variable de desempeño), las empresas con menos apalancamiento financiero (FL) obtienen un mejor desempeño con la adopción de una estrategia de diversificación internacional. Las empresas que tienen niveles más bajos de deuda financiera están en condiciones de asumir mayores niveles de riesgo y acceder con mayor facilidad a las fuentes de financiamiento y, por lo tanto, enfrentar las inversiones del proceso de expansión internacional. Por su parte, las empresas del sector de servicios

(IND) obtienen un mejor desempeño financiero en comparación con las empresas manufactureras cuando se utiliza la variable dependiente ROA, siendo el coeficiente estadísticamente significativo. Nosotros atribuimos este resultado al hecho de que, en general, las empresas del sector servicios tienen niveles más bajos de inversión al establecer filiales en el extranjero (Erramilli y Rao, 2003; Pla-Barber *et al.*, 2010). Cuando la variable dependiente es ROE ocurre la situación inversa, sin embargo los coeficientes no son estadísticamente significativos (ver tabla 3).

Por otro lado, cuando en la tabla 2 el número de países (NC) se considera una variable de diversificación internacional, las empresas de la muestra que son independientes, es decir no afiliadas a un grupo empresarial (BGA), obtienen un mejor desempeño con una estrategia de diversificación internacional. Este resultado indicaría que, en el caso de empresas no afiliadas, los beneficios derivados de la autonomía en la toma de decisiones (p. ej., más agilidad y flexibilidad para adecuar sus procesos y modelos de negocio a las condiciones particulares de los mercados de destino) serían más importante que los beneficios netos de pertenecer a un grupo empresarial. Por lo tanto, los beneficios derivados del acceso a los recursos adicionales que podrían proporcionar la pertenencia a un grupo empresarial, como información y capital, lograrían compensarse con las restricciones de autonomía en la toma de decisiones de las firmas miembro y con los costos de coordinación y control asociados con dichos recursos.

Finalmente, cuando en la tabla 2 el número de filiales extranjeras (FS) se considera una variable de diversificación internacional, las empresas de la muestra que tienen un menor grado de control sobre sus filiales (EM) obtienen un mejor desempeño con una estrategia de diversificación internacional. Este resultado indicaría que las empresas de la muestra en que se produce la participación de terceros en el capital de sus filiales extranjeras, posiblemente socios locales, contarían con una mayor capacidad para acomodar sus acciones estratégicas y modelos de negocio a las condiciones particulares de los mercados de destino. Si se considera que los niveles de diversificación internacional y la experiencia internacional de las empresas de la muestra no son, en promedio, muy altas, la asociación con empresas locales contribuiría a un mayor grado de adaptación local que se traduciría en niveles de desempeño más altos.

Discusión de los resultados

Los resultados de esta investigación están en línea con una gran parte de la literatura sobre el impacto que la estrategia de diversificación internacional tiene en el desempeño de las empresas y nos permite confirmar las hipótesis 1b y 1c, lo que demuestra que la relación entre ambas variables adopta un carácter no lineal que varía de acuerdo con los diferentes indicadores utilizados como medida de la diversificación internacional (relación con forma de M para NC y con forma de S invertida para FS).

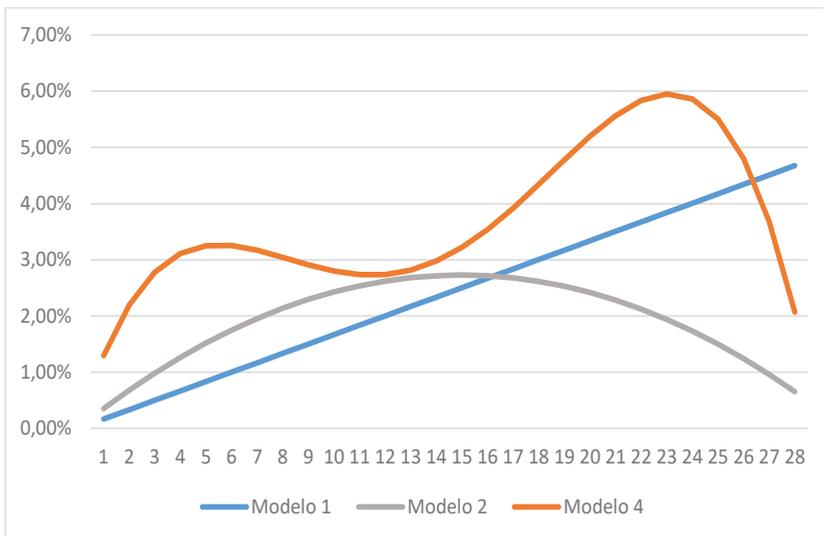
Cuando consideramos el número de países en los que una empresa tiene filiales extranjeras (NC) estamos midiendo el alcance o ámbito geográfico de su diversificación internacional. Los resultados obtenidos muestran que la relación estadísticamente más significativa entre NC y desempeño (modelos NC-ROA y NC-ROE) adopta una curva en forma de M, en línea con los resultados de estudios recientes (Almodóvar, 2012, Almodóvar y Rugman, 2014), incluso si los modelos basados en una relación lineal y con forma de U invertida también tienen validez estadística, aunque con menor nivel de significación.

Una adecuada interpretación de estos resultados requiere tener en cuenta, en primer lugar, las características de las empresas de nuestra muestra. A diferencia de los estudios basados en muestras de empresas exportadoras, donde la variable de diversificación internacional tiende a referirse a la proporción que las exportaciones representan sobre las ventas totales, nuestro caso trata de empresas que están en una fase más avanzada de internacionalización, donde la variable de diversificación internacional se mide por el número de países en los que la empresa ha realizado inversiones directas. En otras palabras, en el primer caso, los estudios se han centrado en la relación entre la *diversificación internacional de las ventas* y el desempeño, mientras que nuestro estudio se centró en la relación entre la *diversificación internacional basada en inversiones directas* y el desempeño.

Los gráficos 1 y 2 muestran la forma de las curvas para los modelos NC-ROA y NC-ROE que se han validado estadísticamente.

Gráfico 1

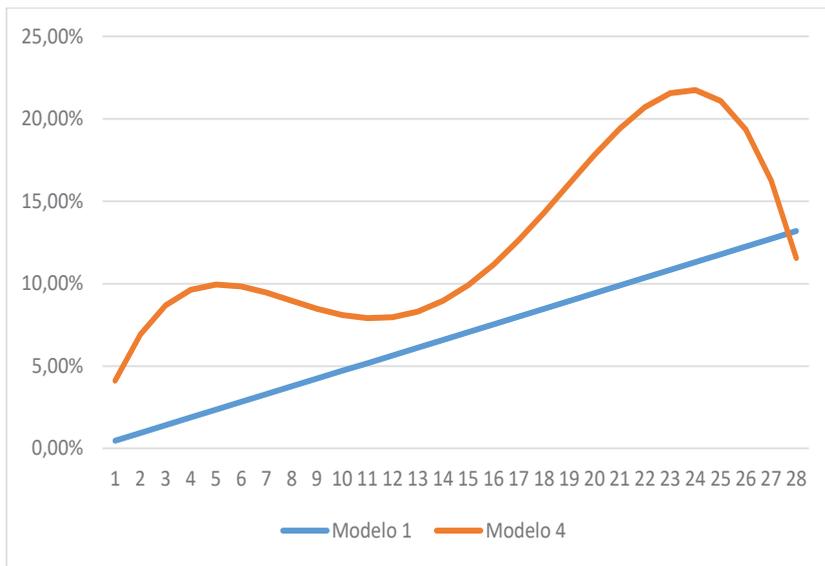
Relación NC-ROA



Fuente: elaboración propia

Gráfico 2

Relación NC-ROE



Fuente: elaboración propia

Los gráficos nos ayudan a percibir la compatibilidad entre los diferentes modelos validados, especialmente el de una relación lineal positiva y el de una curva en forma de M, ya que en este último modelo la segunda parte de la curva tiene una pendiente negativa muy leve. Además, el hecho de que dos modelos para NC-ROA presenten una relación no lineal, con forma de M o de U invertida, indica que sus predicciones coinciden tanto en los niveles bajos como en los altos de diversificación internacional, y difieren en los niveles intermedios.

Por lo tanto, el hecho de que cuando los niveles de diversificación internacional son bajos, la relación entre la diversificación internacional y el desempeño es positiva, se explicaría por la naturaleza del indicador NC y de las empresas de la muestra. Existe una amplia evidencia empírica que confirma que las inversiones extranjeras directas tienden a realizarse una vez que las empresas han tenido experiencias positivas previas en el país anfitrión (Johanson y Vahlne, 1977, 1990). En este sentido, nuestros resultados indicarían que los primeros países en los que las empresas deciden multinacionalizarse, es decir tener una presencia directa a través de filiales en el extranjero, serían aquellos que presentan las oportunidades comerciales más atractivas, probablemente porque la mayoría de ellos ya eran mercados de exportación importantes en los que la empresa podría usar sus ventajas competitivas y la infraestructura administrativa existente. La inversión en una filial extranjera

buscaría consolidar su presencia y reforzar su posición competitiva allí. La experiencia previa en países extranjeros contribuiría a mitigar sensiblemente los costos derivados de las desventajas de ser extranjero y una nueva empresa en los mercados locales. Mientras tanto, las empresas que cuentan con filiales extranjeras en un número limitado de países enfrentan un menor grado de complejidad organizativa, especialmente si dichos países están en la misma región geográfica (y probablemente tengan ciertas similitudes entre ellos). Todo esto explicaría una relación positiva entre la diversificación internacional y el desempeño en estos casos, ya que los beneficios de contar con una mayor presencia internacional a través de filiales extranjeras serían superiores a los costos de dicha diversificación.

Cuando los niveles de diversificación internacional son muy altos, la relación entre diversificación internacional y desempeño es negativa. Esto se explicaría tanto por la creciente dificultad de desarrollar operaciones internacionales en países que son cada vez más distantes geográfica, institucional y culturalmente, como por la creciente complejidad organizativa y los mayores costos de información, coordinación y control derivados de ello.

El aspecto más interesante de nuestros resultados es que la forma de la relación estadísticamente más significativa, tanto para NC-ROA como para NC-ROE, es una curva en forma de M. Es muy probable que esta forma refleje en gran medida el patrón biregional de localización de las inversiones directas de las multinacionales españolas, con un fuerte peso en la Unión Europea y América Latina, que se consideran «mercados naturales», junto con el hecho de que el proceso de expansión internacional de estas empresas es relativamente reciente, no más de dos décadas excepto en unos pocos casos que lo iniciaron más tempranamente.

Por lo tanto, en la primera sección de la M donde la relación entre la diversificación internacional y el desempeño es positiva, tal como hemos comentado, la empresa establecería filiales extranjeras en aquellos países extranjeros con los que está más familiarizada, probablemente tanto geográfica como culturalmente, y en los cuales podría explotar sus ventajas competitivas desarrolladas en su país de origen y durante su experiencia previa de internacionalización. Sin embargo, en la medida en que la empresa intente establecerse en nuevos mercados extranjeros, la distancia geográfica, cultural e institucional será mayor, lo que afectará negativamente a su desempeño debido a los costos adicionales derivados de una mayor desventaja por ser extranjero, que pueden verse acentuados al comenzar las operaciones en una nueva región geográfica, lo que explicaría la segunda sección descendente de la M.

Si el desarrollo de nuevas capacidades y ventajas competitivas para exceder dichos costos requiere importantes inversiones y tiempo, también es cierto que la presencia directa de filiales extranjeras permite una aceleración del proceso de aprendizaje y el desarrollo de nuevas capacidades organizativas para responder a las características específicas de los distintos países anfitriones. Una vez que se desarrollan dichas capacidades, la empresa

puede utilizarlas en aquellos países que tienen características similares, probablemente en la misma región, lo que explicaría la tercera sección ascendente de la M.

Finalmente, las empresas que, estimuladas por el éxito, han continuado aumentando su diversificación internacional, probablemente lo han hecho en países ubicados en nuevas regiones geográficas, o que presentan un grado mayor de desventaja por ser extranjero, dada su mayor distancia geográfica, institucional y cultural, lo que, junto con los mayores costos de información, coordinación y control derivados de una creciente complejidad organizativa, afectaría negativamente su desempeño y explicaría la cuarta sección descendente de la M.

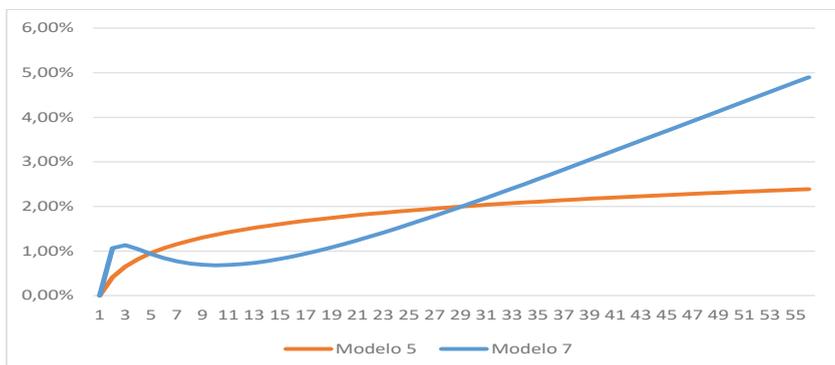
Al utilizar el número de filiales extranjeras (FS) que posee una empresa, estamos midiendo, de manera indirecta, la profundidad de la diversificación internacional en su dimensión organizativa, ya que poseer filiales extranjeras significa no solo tener una parte de los activos y empleados de la empresa en otros países, sino también generar parte de las ventas de la empresa en el extranjero. Estos son los tres indicadores típicamente utilizados para medir la profundidad de la diversificación internacional de una empresa en su vertiente de multinacionalidad.

Los resultados obtenidos muestran que la relación estadísticamente más significativa entre FS y desempeño, medido por ROA y por ROE, adopta en ambos casos una forma lineal así como una forma de S invertida, aunque la relación lineal es más significativa para el modelo FS-ROA y la relación de S invertida es más significativa para el modelo FS-ROE.

Los gráficos 3 y 4 muestran las formas de las curvas para los modelos FS-ROA y FS-ROE que se han validado estadísticamente.

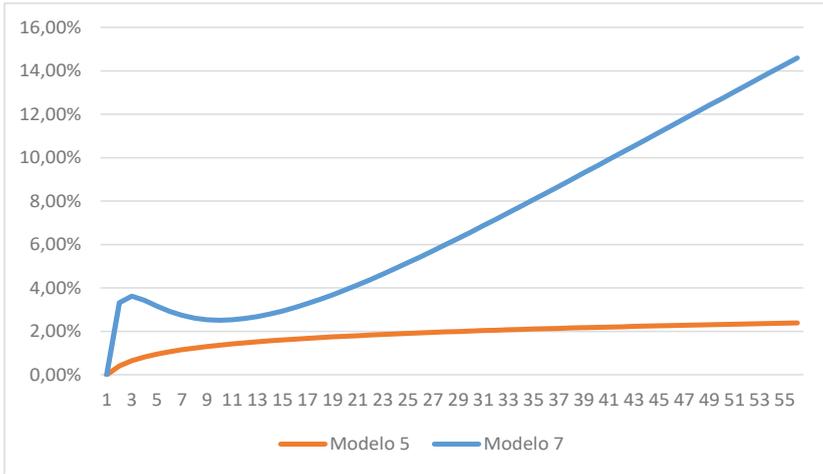
Gráfico 3

Relación FS-ROA



Fuente: elaboración propia

Gráfico 4

Relación FS-ROE

Funete: elaboración propia

Los gráficos nos ayudan a percibir la compatibilidad entre los dos modelos validados, el lineal positivo y la curva de forma de S invertida, ya que en el segundo, las dos primeras secciones de la curva, la pendiente positiva y la pendiente negativa, tienen lugar cuando el número de las filiales está por debajo de 10. Este resultado está de acuerdo con la literatura sobre gestión internacional que muestra cómo el modelo organizativo de la empresa debe adaptarse a la creciente complejidad causada por la expansión internacional (Mendoza y Vives, 2008). Por lo tanto, en la primera sección de la S invertida, cuando el número de filiales extranjeras es muy bajo y, en consecuencia, también el número de países, la empresa aprovecharía su infraestructura organizativa existente, sin la necesidad de ajustes significativos, para controlar y coordinar su incipiente red de filiales extranjeras. Esto, además de ser muy probable que los primeros países en los que una empresa decidiera tener presencia directa a través de filiales extranjeras fueran aquellos que presentaran las oportunidades comerciales más atractivas, explicaría por qué la relación entre la diversificación internacional y el desempeño sería positiva en esta primera sección. Sin embargo, a medida que aumenta el número de filiales extranjeras, la empresa debe enfrentar una mayor complejidad organizativa interna, acentuada por las diferencias culturales e institucionales con los países anfitriones. Esto obligaría a la empresa a repensar no solo la forma en que está estructurada, sino también a crear los sistemas de gestión necesarios para coordinar

y controlar su red de filiales extranjeras. En términos de desarrollo organizacional, el foco de atención pasaría de las filiales a la empresa matriz. Así, en la etapa de establecimiento de las primeras filiales extranjeras, las mayores dificultades, desde una perspectiva organizativa, son las relativas a la disponibilidad de empleados para ser expatriados, a la disponibilidad de empleados cualificados en el país de destino y a la capacidad para transferir el conocimiento y las habilidades sobre las que se basa su ventaja competitiva (Mendoza y Vives, 2008). Por el contrario, el aumento en el número de filiales extranjeras comporta un aumento en los flujos de información y en las demandas de coordinación y control que terminan obligando a la empresa matriz a rediseñar su infraestructura organizativa inicial y a desarrollar funciones corporativas que antes no existían. La segunda sección descendente de la curva S invertida reflejaría este proceso de reestructuración interna y de cambio organizativo que afectaría negativamente el desempeño.

Una vez que la empresa ha desarrollado las capacidades organizativas necesarias para administrar una red de filiales extranjeras está en condiciones de apoyar el crecimiento de dicha red, explicándose así la tercera sección ascendente de la S invertida. Sin embargo, no se debe suponer que, una vez que se desarrolle esta capacidad organizativa, las empresas obtendrían mayores niveles de desempeño al aumentar su diversificación internacional. Como se mencionó anteriormente, la expansión internacional más allá de los países y regiones que son familiares para una empresa, geográfica, cultural e institucionalmente, da como resultado mayores costos producidos por la desventaja de ser extranjero, lo que adicionalmente a los costos derivados de una creciente complejidad organizativa, afectaría negativamente el desempeño. El hecho de que el número máximo de filiales extranjeras de las empresas de la muestra no sea muy alto, no superior a 56, explicaría el modelo en forma de M, con una cuarta sección descendente que no está validada. En este sentido, se podría argumentar que la curva en forma de S invertida representa las tres primeras etapas del modelo en forma de M.

Conclusiones y limitaciones

Esta investigación obtiene resultados estadísticamente significativos sobre la relación entre la diversificación internacional basada en inversiones directas (o multinacionalidad) y el desempeño en el caso de las empresas multinacionales españolas. Basados en una robusta base de datos longitudinal para el período 2004-2012 y utilizando el análisis de datos de panel, los autores encuentran empíricamente que la relación entre el grado de diversificación internacional, cuando se mide por el número de países donde las empresas tienen filiales extranjeras, y el desempeño de la empresa, tiene forma de M. Este hallazgo es válido para diversas medidas de desempeño (ROA y ROE). Además, los autores destacan la importancia de distinguir, desde la perspectiva de desarrollo de la teoría, entre la diversificación

internacional de las ventas y la diversificación internacional basada en inversiones directas.

Sin embargo, esta investigación presenta ciertas limitaciones que a su vez constituyen oportunidades para futuras investigaciones. En primer lugar, la estimación del modelo podría mejorarse aumentando el tamaño de la muestra. Aunque la base de datos de SABI es la más completa para España, es difícil encontrar información detallada y completa sobre las empresas multinacionales españolas, especialmente en referencia a la disponibilidad de datos sobre sus filiales extranjeras con carácter longitudinal.

En segundo lugar, la estimación del modelo podría mejorarse agregando otras medidas de desempeño. En esta investigación trabajamos con dos variables de desempeño contable, ROA y ROE. Los modelos se estimaron con ambas variables para aumentar la solidez de los resultados. Sin embargo, los resultados podrían alcanzar niveles más altos de validez práctica, si se hubieran podido incluir variables de otras clasificaciones de desempeño, ya sean medidas del mercado de valores (como la q de Tobin), medidas operativas y de eficiencia. En otras palabras, se podría obtener un mayor nivel de exhaustividad estadística si en la estimación de los modelos econométricos se emplearan otras medidas de desempeño. Sin embargo, en esta investigación esto no fue posible debido a las limitaciones de los datos disponibles.

En relación con lo anterior, la tercera limitación se refiere al uso de las variables de diversificación internacional NC y FS. Dichas variables no captan la distancia geográfica, económica, cultural e institucional existente entre el país de origen de la empresa multinacional y los países en los que operan sus filiales internacionales. Estudios recientes apuntan a que la forma de la curva DI-D puede variar con el país de origen de la empresa y los países de destino (Chang, 2007; Chao y Kumar, 2010) por lo que no solo importa el número de mercados extranjeros. Futuros estudios pueden aproximarse a esta cuestión analizando el efecto sobre el desempeño si la empresa expande sus operaciones dentro de una misma región geográfica y países relativamente homogéneos (diversificación intra-regional), o bien lo hace en distintas regiones geográficas y por tanto en países más heterogéneos (diversificación inter-regional) (Qian *et al.*, 2008).

La cuarta limitación también está relacionada con el uso de FS como medida indirecta para estimar la intensidad o profundidad de la diversificación internacional de una empresa multinacional. Esta medida podría mejorarse si pudiera estar disponible información relacionada con la importancia o el peso relativo que las operaciones internacionales tienen sobre las operaciones totales (p. ej., ventas internacionales sobre ventas totales, empleados en el extranjero sobre total empleados, activos en el extranjero sobre total activos).

Finalmente, la estimación de los modelos podría beneficiarse en la medida en que la información sobre otras variables de control hubiera estado disponible en la base de datos SABI. Si bien la presente investigación utilizó variables de control ampliamente respaldadas

por la literatura, y el número de variables excedió lo que comúnmente se observa en otros estudios de este tipo, también es cierto que en los últimos años se han incorporado otras variables que merecen mayor atención. Estas variables se refieren principalmente a: 1) las capacidades y competencias de las empresas, como la intensidad de I + D o la intensidad publicitaria; 2) la experiencia internacional medida como el número de años desde que la empresa realizó su primera inversión directa en el extranjero, y 3) una mayor desagregación de la clasificación de los sectores industriales a los cuales pertenecen las empresas, por ejemplo, teniendo presente su intensidad de capital o su intensidad tecnológica.

Referencias bibliográficas

- Aaker, David A. y Robert Jacobson** (1987). «The role of risk explaining differences in probability». *Academy of Management Journal*, 30, pp. 277-296.
- Almodóvar, Paloma** (2012). «The international performance of standardizing and customizing Spanish firms: the M curve relationships». *Multinational Business Review*, 20, pp. 306-330.
- Almodóvar, Paloma y Alan M. Rugman** (2014). «The M curve and the performance of Spanish international new ventures». *British Journal of Management*, 25, pp. S6-S23.
- Alonso-Borrego, César y Manuel Arellano** (1999). «Symmetrically normalized instrumental-variable estimation using panel data». *Journal of Business & Economic Statistics*, 17(1), pp. 36-49.
- Andersen, Torben Juul** (2005). «Risk management, capital structure, and performance: a real options perspective», en Demetri Kantarelis, ed., *Global Business and Economics Anthology*. Business & Economics Society International, Worcester, pp. 187-199
- Anderson, Ronald C. y David M. Reeb** (2003). «Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500». *The journal of finance*, 58(3), pp. 1301-1328.
- Arellano, Manuel** (2003). *Panel Data Econometrics*. Oxford, Oxford University Press.
- Arellano, Manuel y Olympia Bover** (1995). «Another look at the instrumental variable estimation of error components models». *Journal of econometrics*, 68(1), pp. 29-51.
- Bae, Sung C., Bell J. C. Park y Xiaohong Wang** (2008). «Multinationality, R&D intensity, and firm performance: evidence from U.S. manufacturing firms». *Multinational Business Review*, 16, pp. 53-78.
- Baltagi, Badi H.** (2001). *Econometrics Analysis of Panel Data*. Chichester, John Wiley & Sons.
- Banalieva, Elitsa R., Gary Gregg y Ravi Sarathy** (2010). «The impact of regional trade agreements on the global orientation of emerging market multinationals». *Management International Review*, 50(6), pp. 797-826.
- Barrios, Salvador y Juan Miguel Benito** (2010). «The location decisions of Multinationals and the cultural link: Evidence from Spanish Direct Investment abroad». *Economic Papers*, 29(2), pp. 181-196.
- Belaounia, Samia y Mehdi Nekhili** (2014). «Dimensions of the Internationalization-Performance Relationship: Applied to Euronext 100 Multinationals». *Management*, 2(1), pp. 10-20.
- Benston, George J.** (1985). «The validity of profits-structure studies with particular reference to the FTC's line-of-business data». *American Economic Review*, 75, pp. 37-67.

- Blundell, Richard y Stephen Bond** (1998). «Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models». *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115-143.
- Bobillo, Alfredo M., Felix López-Iturriaga y Fernando Tejerina-Gaite** (2010). «Firm performance and international diversification: The internal and external competitive advantage». *International Business Review*, 19, pp. 607-618.
- Bobillo, Alfredo M., Felix López-Iturriaga y Fernando Tejerina-Gaite** (2012). «The effects of international Diversification on firm performance: An empirical study across twelve European countries». *International Journal of Management*, 29(4), pp. 531-542.
- Bond, Stephen R.** (2002). «Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice». *Portuguese economic journal*, 1(2), pp. 141-162.
- Bowen, Harry P.** (2007). The empirics of the multinationality performance relationship, in A. M. Rugman, ed., *Regional Aspects of Multinationality and Performance*, 113-142. Amsterdam, Elsevier.
- Brock, David M., Tal Yaffe y Mark Dembovsky** (2006). «International diversification and performance: a study of global law firms». *Journal of International Management*, 12, pp. 473-489.
- Brouthers, Keith D., Lance Eliot Brouthers y Steve Werner** (2008). «Real options, international entry mode choice and performance». *Journal of Management Studies*, 45, pp. 936-960.
- Buckley, Peter J. y Pervez N. Ghauri** (2004). «Globalisation, economic geography and the strategy of multinational enterprises». *Journal of International Business Studies*, 35(2), pp. 81-98.
- Calatrava, Javier y Rafael Cañero** (2000). «Valoración de fincas olivícolas de secano mediante métodos econométricos». *Investigación Agraria: Producción y Protección Vegetal*, 15(1-2), pp. 91-103.
- Capar, Nejat y Masaaki Kotabe** (2003). «The Relationship between International Diversification and Performance in Service Firms». *Journal of International Business Studies*, 34, pp. 345-355.
- Chang, Juichuan** (2007). «International expansion path, speed, product diversification and performance among emerging-market MNEs: evidence from Asia-Pacific multinational companies». *Asian Business Management*, 6, pp. 331-353.
- Chang, Shao-Chi y Chi-Feng Wang** (2007). «The effect of product diversification strategies on the relationship between international diversification and firm performance». *Journal of World Business*, 42(1), pp. 61-79.
- Chao, Mike Chen-Ho y Vikas Kumar** (2010). «The impact of institutional distance on the international diversity-performance relationship». *Journal of World Business*, 45(1), pp. 93-103.
- Chen, Chiung-Jung y Chwo-Ming Joseph Yu** (2012). «Managerial ownership, diversification, and firm performance: evidence from an emerging market». *International Business Review*, 21(3), pp. 518-534.
- Chen, Stephen y Hao Tan** (2012). «Region effects in the internationalization performance relationship in Chinese firms». *Journal of World Business*, 47(1), pp. 73-80.
- Christophe, Stephen E. y Hun Lee** (2005). «What matters about internationalization: A market-based assessment». *Journal of Business Research*, 58(5), pp. 636-643.
- Contractor, Farok J.** (2012). «Why do multinational firms exist? A theory note about the effect of multinational expansion on performance and recent methodological critiques». *Global Strategy Journal*, 2(4), pp. 318-331.
- Contractor, Farok J., Vikas Kumar y Sumit K. Kundu** (2007). «Nature of the relationship between international expansion and performance: The case of emerging market firms». *Journal of World Business*, 42, pp. 401-417.

- Contractor, Farok J., Sumit K. Kundu y Chin-Chun Hsu** (2003). «A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance in the service sector». *Journal of International Business Studies*, 34(1), pp. 5-18.
- De Jong, Gjalt y Jerry van Houten** (2014). «The impact of MNE cultural diversity on the internationalization performance relationship Theory and evidence from European multinational enterprises». *International Business Review*, 23, pp. 313-326.
- Delios, Andrew y Paul W. Beamish** (1999). «Geographic scope, product diversification, and the corporate performance of Japanese firms». *Strategic Management Journal*, 20(8), pp. 711-727.
- Erramilli, M. Krishna y Chatrathi P. Rao** (1993). «Service firms' international entry-mode choice: A modified transaction-cost analysis approach». *The Journal of Marketing*, 57(3), pp. 19-38.
- Fernández-Olmos, Marta e Isabel Díez-Vial** (2015). «Internationalization path-ways and the performance of SMEs». *Eur. J. Market*, 49(3/4), pp. 420-443.
- Garbe, Jan-Nicolas y Nicole Franziska Richter** (2009). «Causal Analysis of the Internationalization and Performance Relationship Based on Neural Networks - Advocating the Transnational Structure». *Journal of International Management*, 15(4), pp. 413-431.
- Gaur, Ajai y Andrew Delios** (2015). «International diversification of emerging market firms: The role of ownership structure and group affiliation». *Management International Review*, 55(2), pp. 235-253.
- Gomes, Lenn y Kannan Ramaswamy** (1999). «An empirical examination of the form of the relationship between internationalization and performance». *Journal of International Business Studies*, 30(1), pp. 173-188.
- Guillén, Mauro F.** (2006). *El auge de la empresa multinacional española*. Madrid, Ediciones Marcial Pons / Fundación Rafael del Pino.
- Habib, Mohammed M. y Bart Victor** (1991). «Strategy, structure, and performance of US manufacturing and service MNCs: a comparative analysis». *Strategic Management Journal*, 12(8), pp. 589-606.
- Hennart, Jean-François** (2007). «The theoretical rationale for a multinationality–performance relationship». *Management International Review*, 47, pp. 423-452.
- Hennart, Jean-François** (2011). «A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance». *Global Strategy Journal*, 1(1/2), pp. 135-151.
- Hitt, Michael A., Robert E. Hoskisson y Hicheon Kim** (1997). «International diversification: effects on innovation and firm performance in product-diversified firms». *Academy of Management Journal*, 40(4), pp. 767-798.
- Hitt, Michael A., Laszlo Tihanyi, Toyah Miller y Brian Connelly** (2006). «International diversification: Antecedents, outcomes, and moderators». *Journal of Management*, 32(6), pp. 831-867.
- Hsu, Chin-Chun y David J. Boggs** (2003). «Internationalization and Performance: Traditional Measures and their Decomposition». *Multinational Business Review*, 11, pp. 23-49.
- Hutzschenreuter, Thomas y Johannes C. Voll** (2008). «Performance effects of 'added cultural distance' in the path of international expansion: The case of German multinational enterprises». *Journal of International Business Studies*, 39(1), pp. 53-70.
- Johanson, Jan y Jan-Erik Vahlne** (1977). «The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments». *Journal of International Business Studies*, 8(1), pp. 23-32.
- Johanson, Jan y Jan-Erik Vahlne** (1990). «The mechanism of internationalization». *International Market Review*, 7(4), pp. 11-24.

- Karthik, Dhandapani, Rajesh Upadhyayula y Rakesh Basant** (2015). «Strategic paths and performance of born globals: a study of Indian IT firms». Indian Institute of Management, Ahmedabad, India. *Research and Publications*, W.P. n° 2015-03-36.
- Kirca, Ahmet H., G. Tomas M. Hult, Kendall Roth, S. Tamer Cavusgil, Morys Z. Perry, Billure Akdeniz, Seyda Z. Deligonul, Jeannette A. Mena, Wesley A. Pollitte, Jessica J. Hoppner, Joseph C. Miller y Ryan C. White** (2011). «Firm specific assets, multinationality and financial performance: a meta-analytic review and theoretical Integration». *Academy of Management Journal*, 51(1), pp. 47-72.
- Kirca, Ahmet H., G. Tomas M. Hult, Seyda Z. Deligonul, Morys Z. Perry y S. Tamer Cavusgil** (2012). «A multi-level examination of the drivers of firm multinationality: A meta-analysis». *Journal of Management*, 38(2), pp. 502-530.
- Kogut, Bruce** (1985). «Designing global strategies: Profiting from operational flexibility». *Sloan Management Review*, 26, pp. 27-38.
- Kumar, Vikas y Nitish Singh** (2008). «Internationalization and performance of Indian pharmaceutical firms». *Thunderbird International Business Review*, 50(5), pp. 321-330.
- Laanti, Riku, Mika Gabrielsson y Peter Gabrielsson** (2007). «The Globalization Strategies of Business-to-business, Born Global Firms in the Wireless Technology Industry». *Industrial Marketing Management*, 36(8), pp. 1104-1117.
- Lee, In Hyeock** (2010). «The M curve: the performance of born regional firms from Korea». *Multinational Business Review*, 18, pp. 1-22.
- Li, Lei** (2005). «Is regional strategy more effective than global strategy in the US service industries?». *Management International Review*, 45, pp. 37-57.
- Li, Lei, Dan Li y Weilei Stone Shi** (2011). «Internationalization, internalization and the performance of US biopharmaceutical SMEs». *The Multinational Business Review*, 1, pp. 65-93.
- Lu, Jane W. y Paul W. Beamish** (2001). «The internationalization and performance of SMEs». *Strategic Management Journal*, 22, pp. 565-586.
- Lu, Jane W. y Paul W. Beamish** (2004). «International diversification and firm performance: the S-curve hypothesis». *Academy of Management Journal*, 47, pp. 598-609.
- Majocchi, Antonio, Luciana Dalla Valle y Alfredo D'Angelo** (2014). «Internationalisation, cultural distance and country characteristics: a Bayesian analysis of SMEs financial performance». *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), pp. 307-324.
- Mendoza, Xavier, Christian Espinosa y Luis Araya-Castillo** (2019). «When geography matters: International diversification and firm performance of Spanish multinationals». BRQ Business Research Quarterly. In Press.
- Mendoza, Xavier y Luis Vives** (2008). De la internacionalización a la multinacionalización de la empresa: Marcos teóricos para su análisis estratégico, en Pere Puig, ed., *La Expansión de la Multinacional Española: Estrategias y cambios organizativos*. Primer informe anual del OEME, 77-105. Barcelona, Esade-ICEX.
- Mendoza, Xavier y Luis Vives** (2010). Las empresas Españolas internacionalizadas: Una Aproximación Cuantitativa, en Pere Puig, ed., *La Multinacional Española ante un Nuevo Escenario Internacional*. Segundo Informe Anual del OEME, 87-121. Barcelona: Esade-ICEX.
- Oh, Chang Hoon y Farok J. Contractor** (2012). «The role of territorial coverage and product diversification in the multinationality-performance relationship». *Global Strategy Journal*, 2(2), pp. 122-136.

Oh, Chang Hoon y Farok J. Contractor (2014). «A regional perspective on multinational expansion strategies: Reconsidering the three-stage paradigm». *British Journal of Management*, 25, pp. S42-S59.

Oh, Chang Hoon y Alan M. Rugman (2012). «Regional integration and the international strategies of large European firms». *International Business Review*, 21, pp. 493-507.

Outreville, J. François (2010). «Internationalization, performance and volatility: the world largest financial groups». *Journal of Financial Services Research*, 38(2-3), pp. 115-134.

Outreville, J. François (2012). «A note on geographical diversification and performance of the world's largest reinsurance groups». *Multinational Business Review*, 20(4), pp. 376-391.

Pla-Barber, José, Esther Sanchez-Peinado y Anoop Madhok (2010). «Investment and control decisions in foreign markets: Evidence from service industries». *British Journal of Management*, 21(3), pp. 736-753.

Porter, Michael E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York, The Free Press.

Powell, K. Skylar (2014). «Form M-P to MA-P: Multinationality alignment and performance». *Journal of International Business Studies*, 45(2), pp. 211-226.

Puig, Nuria y Paloma Fernández (2009). «A silent revolution: The internationalisation of large Spanish family». *Business History*, 51(3), pp. 462-483.

Puig, Pere (2008). Tendencias y factores de localización de la IED empresarial española en 1993-2007, en Pere Puig, ed., *La expansión de la Multinacional Española: Estrategias y Cambios Organizativos*. Primer Informe anual del OEME, 27-75. Barcelona: Esade-ICEX.

Qian, Gongming (1997). «Assessing product-market diversification of US firms». *Management International Review*, 37(2), pp. 127-149.

Qian, Gongming (2002). «Multinationality, product diversification, and profitability of emerging US small- and medium-sized enterprises». *Journal of business Venturing*, 17(6), pp. 611-633.

Qian, Gongming, Lee Li, Ji Li y Zhengming Qian (2008). «Regional diversification and firm performance». *Journal of International Business Studies*, 39(2), pp. 197-214.

Riascos, Julio César (2005). «Modelización estadística de variables cualitativas: una introducción aplicada». *Tendencias*, 6(1-2), pp. 97-108.

Richter, Nicole Franziska (2007). Intra-regional sales and the internationalization and performance relationship, in A. M. Rugman, ed., *Regional Aspects of Multinationality and Performance*. Oxford, Emerald.

Rugman, Alan M. (1981). *Inside the multinational: The economics of international markets*. London, Croom Helm.

Ruigrok, Winfried y Hardy Wagner (2003). «Internationalization and performance: an organizational learning perspective». *Management International Review*, pp. 63-83.

Sapienza, Harry J., Erkkö Autio, Gerard George y Shaker A. Zahra (2006). «A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth». *Academy of Management Review*, 31(4), pp. 914-933.

Serrano, Raúl, Marta Fernández-Olmos y Vicente Pinilla (2015). «International diversification and performance in agri-food firms». Documentos de Trabajo, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Zaragoza.

Singla, Chitra y Rejie George (2013). «Internationalization and performance: A contextual analysis of Indian firms». *Journal of Business Research*, 66(12), pp. 2.500-2.506.

Tallman, Stephen y Jiatao Li (1996). «Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms». *Academy of Management Journal*, 39(1), pp. 179-196.

Thomas, Douglas E. y Lorraine Eden (2004). «What is the shape of the multinationality-performance relationship?». *Multinational Business Review*, 12(1), pp. 89-110.

Tsai, Hwei-Ting (2014). «Moderators on international diversification of advanced emerging market firms». *Journal of Business Research*, 67, pp. 1243-1248.

Unctad (2014). *World Investment Report 2014: Investing in the SDG's: An Action Plan*. New York, United Nations Conference for Trade and Development.

Verbeke, Alain y Paul Brugman (2009). «Triple testing the quality of multinationality-performance research: An internalization theory perspective». *International Business Review*, 18(3), pp. 265-274.

Verbeke, Alain, Lei Li y Anthony Goerzen (2009). «Toward more effective research on the multinationality-performance relationship». *Management International Review*, 49(2), pp. 149-162.

Wan, William P. y Robert E. Hoskisson (2003). «Home country environments, corporate diversification strategies, and firm performance». *Academy of Management Journal*, 46(1), pp. 27-45.

Wiggins, Robert R. y Timothy W. Ruefli (2005). «Schumpeter's ghost: Is hypercompetition making the best of times shorter?». *Strategic Management Journal*, 26(10), pp. 887-911.

Wooldridge, Jeffrey M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Second Edition). Cambridge MA, MIT Press.

Yang, Yong y Nigel Driffield (2012). «Multinationality-performance relationship: A meta-analysis». *Management International Review*, 52(1), pp. 23-47.

Zahra, Shaker A., R. Duane Ireland y Michael A. Hitt (2000). «International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technological learning, and performance». *Academy of Management Journal*, 43(5), pp. 925-950.