

Relación entre la globalización y la internacionalización financiera: el caso de las empresas vascas

The relationship between financial globalization and financial internationalization. A case study of basque firms

SARA URIONABARRENETXEA ZABALANDIKOETXEA

AMAIA BAÑALES MALLO

Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea

Recibido el 11 de julio de 2008, aceptado el 8 de octubre de 2008

Número de clasificación JEL: F3: International Finance

Resumen:

Cada vez es mayor el número de empresas que optan por acudir a mercados financieros exteriores, tanto al objeto de obtener financiación en mejores condiciones, como para realizar inversiones más atractivas que las disponibles dentro de las fronteras nacionales. La decisión de internacionalizar el área financiera de la empresa puede ser el resultado de una estrategia específica orientada al aprovechamiento de las oportunidades que ofrece el proceso de globalización financiera, que se está desarrollando de forma vertiginosa los últimos años. Este proceso está aparejado a ciertos factores que propician una asignación más eficiente de los recursos financieros, lo cual podría constituir un factor impulsor de la internacionalización del área financiera de la empresa pero, por otra parte, la actuación en el ámbito internacional puede conllevar ciertos costes que pueden llegar a mermar la eficiencia financiera. El objetivo de este trabajo es hacer un balance de esta dualidad para el caso de las empresas vascas.

Palabras clave:

Internacionalización financiera, globalización financiera, eficiencia, barreras a la actividad financiera internacional.

Abstract:

The amount of firms that chose going to external financial markets, in order to obtain better credit facilities or to make more attractive investments that the ones available inside the national frontiers, is getting higher. The decision to internationalize firm's financial area can be the result of an specific strategy that looks for the better use of the opportunities offered by the financial globalization process (which is having a vertiginous development lately). This process, on the one hand, is entailed to some factors that bring about a more efficient allowance of the financial resources, being this a driving force for the internationalization of the firm's financial area. But, on the other hand, working in an international context can lead to some costs that reduce the financial efficiency. The purpose of this paper is to make a balance of this duality in Basque Country firms.

Key words:

Financial internationalization, financial globalization, efficiency, obstacles to international financial activity

La dirección de contacto es: Sara Urionabarrenetxea Zabalandikoetxea, Universidad del País Vasco. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Financiera II, Avda. Lehendakari Aguirre, 83, 48015 BILBAO, e-mail: sara.urionabarrenetxea@ehu.es

1. INTRODUCCIÓN

Desde la década de los años ochenta del pasado siglo se ha producido un avance vertiginoso en la dimensión internacional de las finanzas empresariales. La decisión de internacionalizar el área financiera de la empresa puede ser el resultado de una estrategia específica orientada al aprovechamiento de las oportunidades que ofrecen un entorno financiero y unos mercados financieros cada vez más globales¹. Estos mercados podrían llegar a realizar asignaciones más eficientes de los fondos, lo cual se traduciría en la obtención de financiación en mejores condiciones y en el logro de mejores combinaciones de rentabilidad-riesgo de las inversiones que las disponibles dentro de las fronteras nacionales.

Ahora bien, los inversores que actúan en el ámbito internacional tienen que enfrentarse a ciertas barreras no existentes dentro de las fronteras nacionales. Algunas de estas barreras son instauradas expresamente por parte de las autoridades competentes con el objetivo de controlar los flujos transnacionales de capital, mientras que otras surgen de forma natural. El desarrollo del proceso de globalización financiera ha hecho que las primeras sean objeto de reducción e incluso de eliminación en muchos casos, lo cual ha contribuido enormemente a la eficiencia de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, las barreras que surgen sin que intervengan las autoridades y que tienen origen, fundamentalmente, en la falta de familiaridad e información en los mercados extranjeros siguen alimentando la propensión a la inversión nacional, a pesar de que, basándose en un criterio de racionalidad financiera, existieran posibilidades de inversión exterior más eficientes.

Así pues, el proceso de globalización financiera está aparejado a ciertos factores que propician una asignación más eficiente de los recursos financieros, lo cual podría constituir un factor impulsor de la internacionalización del área financiera de la empresa pero, por otra parte, la actuación en el ámbito internacional puede conllevar ciertos costes que pueden llegar a mermar la eficiencia financiera. El objetivo de este trabajo es hacer un balance de esta dualidad para el caso de las empresas vascas.

Conforme al mencionado objetivo, el trabajo se estructura en cuatro secciones, además de la que nos ocupa. En primer lugar, se plantea la eficiencia de los mercados financieros internacionales como factor causal de la internacionalización de las empresas vascas. Posteriormente, se analiza la posible relación entre la globalización financiera y la eficiencia de los mercados financieros internacionales. En tercer lugar, se exponen las conclusiones más relevantes y, por último, se apunta la bibliografía empleada.

2. EFICIENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES COMO FACTOR CAUSAL DE LA INTERNACIONALIZACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS VASCAS

Al objeto de contrastar si el incremento de la eficiencia de los mercados financieros internacionales constituye un factor motivador de la internacionalización financiera de las

¹ Los procesos de internacionalización financiera también pueden formar parte de una estrategia general de internacionalización de la empresa, esto es, estar vinculados a la internacionalización de las áreas empresariales no financieras. No obstante, en este trabajo nos limitaremos al análisis de la estrategia específica orientada al aprovechamiento de las oportunidades que ofrece el proceso de globalización financiera.

empresas vascas y, en el siguiente apartado, analizar la posible vinculación de los distintos factores asociados a la globalización financiera con la eficiencia de los mercados financieros internacionales, se ha procedido a realizar una encuesta telefónica a 461 empresas localizadas en el País Vasco, entre el 16 de junio y el 13 de julio de 2005.

Tradicionalmente, el tejido empresarial vasco ha estado muy desarrollado y ha sido importante fuente de riqueza y prosperidad. Además, en época reciente un elevado número de empresas de este territorio, PYME en su gran mayoría, han participado activamente en el proceso de internacionalización empresarial. Por tanto, resulta razonable considerar que las empresas de este territorio sean un buen referente para el análisis del objetivo planteado en este trabajo.

De la base de datos inicial adquirida a *Dun & Bradstreet*, compuesta por 7.881 empresas pertenecientes al País Vasco, se han excluido cierto número de empresas por su tamaño reducido o por pertenecer a sectores nada o muy poco internacionalizados². Por tanto, en la interpretación de los resultados se han de tener en cuenta estas exclusiones. De esta forma, la población ha quedado constituida por 3.326 empresas y se ha obtenido una muestra de 461 empresas, lo cual representa un nivel de confianza del 95% y un nivel máximo de error del 4,25%.

La dimensión de la actividad financiera internacional de la empresa ha sido recogida a través de tres variables: el endeudamiento exterior, la presencia de accionistas extranjeros y las inversiones financieras exteriores³. Cada uno de estos factores ha sido recogido mediante una variable dicotómica referida a la existencia o no del factor objeto de estudio. El 6,1% de las empresas vascas encuestadas se endeuda en el exterior, el 14,1% cuenta con presencia de accionistas extranjeros y sólo un 4% mantiene inversiones de cartera en el exterior.

Para cubrir la finalidad de este apartado, a las empresas vascas encuestadas se les ha preguntado si la posible mayor eficiencia de los mercados financieros internacionales ha constituido un motivo de su internacionalización financiera. Sólo el 28% de las respuestas sostiene que no es una variable importante. Por tanto, podemos considerar que la variable planteada es significativa a la hora de explicar la internacionalización financiera de la empresa. Los directores financieros de las empresas encuestadas asocian el concepto de eficiencia de los mercados financieros a factores como la liquidez, la transparencia, la posibilidad de obtener un mayor volumen de fondos, un menor coste de capital o mejores alternativas de ingeniería financiera⁴.

² Por un lado, se han excluido las microempresas debido a la baja probabilidad existente de que desarrollen una actividad financiera internacional significativa (2003/361/CE) [Diario Oficial L 124 de 20.5.2003] y, por otro lado, se han excluido ciertos sectores como «Agricultura y pesca», «Transporte y comunicaciones», «Hostelería», «Administración pública», «Educación» o «Actividades sanitarias» que representan menos del 1% de las exportaciones realizadas desde el País Vasco y, además, en los que ninguna empresa perteneciente a ellos tenga implantación productiva o comercial exterior (Gobierno Vasco, 2003).

³ La realización de inversiones reales exteriores, a pesar de la alta implicación de la función financiera en las decisiones requeridas para su ejecución, no ha sido considerada como factor expresamente financiero, sino como reflejo de la internacionalización productiva de la empresa.

⁴ No obstante, el motivo más aludido por las empresas encuestadas no está relacionado con la eficiencia, sino con la cobertura del riesgo de cambio. La mayoría de las empresas con internacionalización financiera, también se encuentran internacionalizadas comercialmente y tienen derechos de cobro en divisas; el endeudamiento exterior se

Habida cuenta de la relación entre la eficiencia de los mercados financieros y la internacionalización financiera en las empresas vascas, en el próximo apartado se pretende analizar si las distintas dimensiones asociadas a la globalización financiera han podido ser las causantes de este incremento de eficiencia. De esta forma, estableceríamos la vinculación entre el proceso de globalización y la internacionalización financiera.

3. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y EFICIENCIA FINANCIERA: PLANTEAMIENTO GENERAL

La globalización financiera se refiere al incremento de las relaciones globales a través de los flujos financieros transnacionales (Prasad *et al.*, 2003). Este proceso se está desarrollando a través de un número creciente de vinculaciones de países o conjuntos de países a los mercados financieros internacionales, que recoge el concepto de integración financiera. El grado de integración depende de la medida en que se expone a las influencias externas (Beckers *et al.*, 1996). Así, la integración de todos los países conduciría a la globalización, por lo que sería correcto utilizar indistintamente los términos de integración financiera internacional y globalización financiera; esta última es una integración financiera total, en su grado máximo, a escala mundial.

El acometimiento de los procesos de liberalización financiera que permitan la libre circulación internacional de los capitales financieros es un requisito imprescindible pero no suficiente para la precipitación del proceso de globalización financiera. La globalización exige, además del movimiento de flujos de capital transnacionales, la interconexión entre los mercados financieros de los países implicados, es decir, además de la movilidad internacional de activos, se requiere la sustitutividad, lo cual no se deriva de las liberalizaciones financieras (Lane y Milesi-Ferretti, 2003).

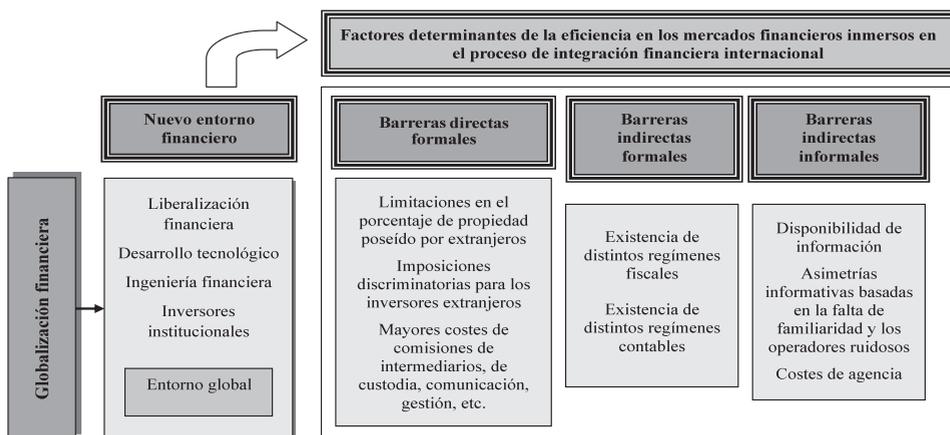
Un proceso de integración financiera internacional exige, además de la pertinente liberalización, la concurrencia de, al menos, otros tres factores: en primer lugar, debido a que las liberalizaciones financieras no serían suficientes si no fuera posible un traslado rápido y sin excesivos costes adicionales, el avance en las tecnologías de la información y la comunicación ha contribuido decisivamente al desarrollo del proceso de globalización financiera. En segundo lugar, se ha avanzado, mediante la ingeniería financiera, en la creación y mejora de nuevos instrumentos financieros que permiten, por una parte, una mayor cobertura de los potenciales riesgos adicionales a los que el inversor pueda exponerse en su actividad internacional y, por otra, un incremento de las operaciones de arbitraje y de especulación en el ámbito mundial, lo cual, en principio, debería tender a mejorar la eficiencia de los mercados financieros internacionales. Por último, el incremento, tanto en número como en patrimonio gestionado, de los inversores institucionales ha resultado de vital importancia puesto que cuentan con mejores recursos, tanto financieros como informacionales, para actuar en un entorno global. En caso de que los procesos de liberalización de distintos mercados financieros no fueran acompañados por los factores apuntados, éstos no conducirían a su integración.

presenta como una vía de cobertura del riesgo de cambio al que se exponen estas empresas.

El conjunto de todos estos aspectos asociados al desarrollo de la globalización financiera, recogidos en la figura 1, repercute sobre el nivel de eficiencia financiera a través de la eliminación, reducción, transformación e incluso nueva aparición de ciertas barreras a las que los inversores se exponen en el desarrollo de la actividad financiera internacional (Bekaert *et al.*, 2007)⁵.

Figura 1

Efecto de globalización financiera sobre la eficiencia financiera



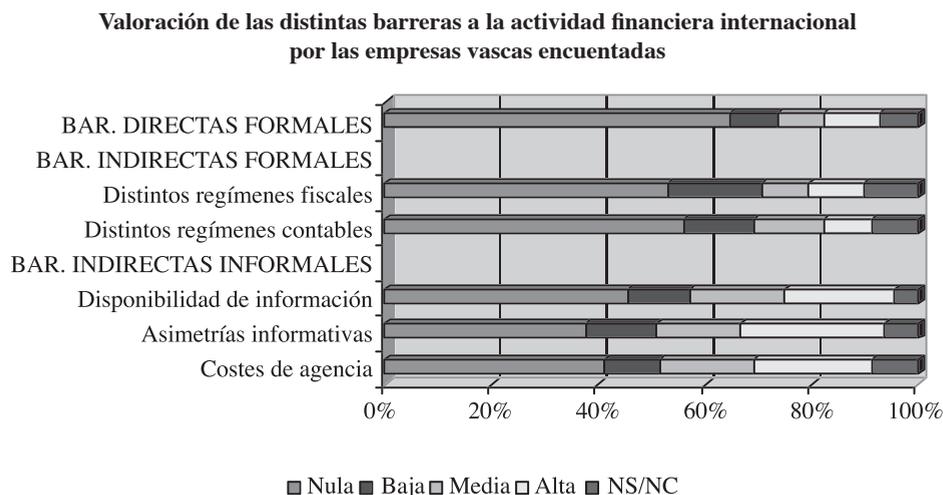
Fuente: elaboración propia

Un primer criterio para clasificar las mencionadas barreras se basa en la naturaleza directa o indirecta de las mismas, entendiendo como directas aquellas creadas expresamente para influir en la actividad financiera internacional, e indirectas, como aquellos factores que pueden frenar la actividad internacional pero no han sido creados para tal finalidad. A este primer criterio cabe añadir otro consistente en la naturaleza formal o informal de las barreras tanto directas como indirectas. Las barreras formales son las que pueden ser eliminadas por la iniciativa de la autoridad competente de un país o por la de varios países conjuntamente, mientras que las informales quedan fuera del control de cualquier autoridad. Así, se observa que las barreras directas son todas formales y, por tanto, susceptibles de ser eliminadas por parte de las autoridades, mientras que las indirectas pueden adquirir tanto una naturaleza formal como informal. Las barreras indirectas informales son las que están directamente relacionadas con la disposición de la información, aspecto clave en el grado de eficiencia financiera (Choe *et al.*, 2000; Dvorák, 2001).

⁵ Se entiende que en un mercado eficiente los precios «reflejan toda la información disponible» (Fama, 1970), lo cual implica que el mercado procesa la información racionalmente, en el sentido de que la información relevante no es ignorada y no se cometen errores sistemáticos. Un mercado eficiente canalizará los fondos que estén colocados en ciertas inversiones hacia otras, si éstas últimas ofrecen oportunidad de alcanzar mayor rendimiento.

Las barreras que en mayor medida frenan la actividad financiera internacional, según los directores financieros de las empresas vascas, son las de tercer tipo; en segundo lugar, encontramos las de segundo tipo, siendo las de primer tipo las menos importantes. Ahora bien, en general, todas ellas son valoradas de forma bastante baja; de hecho, ninguna de ellas es considerada como grave obstáculo para el desarrollo de la dimensión financiera internacional de la empresa (véase la figura 2).

Figura 2



3.1. Exposición de las empresas vascas a las barreras directas a la internacionalización financiera

En un mercado eficiente se transfieren capitales desde inversiones que ofrecen menor rentabilidad hacia inversiones que ofrecen una rentabilidad más elevada. Este proceso de recanalización de los recursos exige la venta de unos activos y, acto seguido, la compra de otros con las consiguientes comisiones y gastos que ello supone. Los costes operacionales que implica la desviación de fondos de una inversión a otra más rentable, pueden provocar la eliminación del diferencial de rendimiento entre la primera y la segunda inversión. De esta forma, los fondos permanecerían en la primera inversión aunque no fuera la asignación más eficiente. Por tanto, para la constitución de unos mercados financieros eficientes, es necesario que los costes derivados de la realización de la operación se reduzcan al mínimo nivel posible⁶.

⁶ Los mercados perfectos exigen la no existencia de costes de este tipo en la compraventa de títulos, pero este requerimiento resulta totalmente utópico en la práctica real de los mercados financieros. Por ello, para la eficiencia tan solo se exige que éstos sean competitivos, es decir, que sean relativamente moderados con relación a los beneficios de la negociación (Soldevilla, 1990: 331).

En el desarrollo de la actividad financiera en el ámbito internacional este tipo de costes tradicionalmente ha sido superior a los que se producen dentro de las fronteras nacionales. Durante muchos años se han mantenido controles a las entradas y salidas de capital de las fronteras nacionales, limitaciones en el porcentaje de propiedad de las empresas locales poseído por extranjeros, imposiciones discriminatorias para los inversores extranjeros, mayores costes de comisiones de intermediarios, de custodia, comunicación, gestión, etc. que han encarecido las operaciones transnacionales.

Este tipo de barreras ha sido el que ha obtenido valoraciones más bajas por parte de las empresas vascas encuestadas entre todas las barreras contempladas. La frecuencia de la valoración «nula» a estas barreras ha sido muy alta (de un 64,7%) en comparación con cualquier otra; el 8,8% de las empresas la valoran como de importancia baja; otro 8,8% como de importancia media y el 10,3% la consideran de importancia alta. Además, las dispersiones en las respuestas obtenidas también son las más bajas de entre todas las cuestiones; por tanto, podemos concluir que es en este tipo de barrera donde más consenso se produce entre las empresas respecto de su baja repercusión en la gestión financiera internacional.

La baja valoración de estas restricciones posiblemente sea debida al proceso de liberalización financiera generalizada que se ha impulsado por parte de las autoridades de los distintos países en las últimas décadas (Stulz, 2005; Kose *et al.*, 2006); las empresas del País Vasco no han quedado excluidas de tal proceso que se ha vivido en todos los países avanzados y, con cierto diferimiento en el tiempo, también en los países emergentes. De hecho, el 52,6% de las empresas encuestadas consideran que este tipo de barreras ha sufrido una reducción significativa en las dos últimas décadas.

3.2. Exposición de las empresas vascas a las barreras indirectas formales a la internacionalización financiera

El mayor problema de las barreras indirectas formales se basa en que las autoridades gubernamentales son incapaces de regular por sí mismas el conjunto de la actividad financiera internacional, puesto que estas autoridades son de carácter nacional cuando la operativa financiera traspasa las fronteras nacionales. Es innegable que el mercado necesita un marco de ordenación para que funcione en beneficio de todos pero, por el momento, no existe ninguna institución que disponga de las competencias y el poder necesarios para crear un marco de ordenación que abarque el mercado global. Los países industrializados se reúnen en cumbres económicas mundiales y la globalización financiera ha obligado a las autoridades de cada país a cooperar en distintas decisiones y a coordinar sus políticas. A pesar de ello, siguen existiendo distintos regímenes contables y fiscales en el ámbito internacional.

Respecto de la existencia de distintos regímenes fiscales en el ámbito internacional, el 51,7% de las empresas vascas no le concede ninguna importancia a esta barrera; el 15,5% considera que tiene una baja incidencia en las decisiones de internacionalización; el 14,3% valora como media su importancia y el 11,7% como alta.

Las diferencias fiscales constituyen una barrera indirecta que obstaculiza la actividad financiera internacional por dos motivos principales: el primero derivado de la incertidum-

bre jurídica o desconocimiento de la fiscalidad extranjera y, el segundo, por los mayores costes que el diferente régimen fiscal de los países pueda suponer.

Respecto del primer motivo, hay que reseñar que la tributación de rentas en un contexto internacional no viene regulada exclusivamente por normativas nacionales, ni por Convenios de Doble Imposición, ni tampoco por normativas comunitarias, en caso de que se pertenezca a alguna. Se trata de una realidad plural sometida a ordenamientos jurídicos dispares que pueden contar con diferentes definiciones de conceptos fiscales tales como la base imponible, la noción de beneficio o las normas sobre deducciones. La inversión internacional requiere de un conocimiento de las normativas fiscales vigentes en aquellos países en los que se desea invertir.

El segundo motivo se basa en que las diferencias entre los regímenes fiscales nacionales y extranjeros pueden provocar importantes diferencias de rentabilidad entre las inversiones domésticas y las externas.

La no uniformidad de la legislación fiscal y las posibilidades de doble imposición provocan ineficiencias en la asignación de los recursos: si el tipo impositivo efectivo en un país concreto es mayor, en equilibrio, que en otro país, la productividad del primer país deberá ser mayor que la del segundo para compensar las diferencias fiscales. Una asignación eficiente del capital habría llevado a trasladar el capital desde el país con productividad baja, donde la fiscalidad es más favorable, al país donde la productividad es mayor, obteniendo de esta forma una producción global superior. Sin embargo, los inversores no realizarían este traslado de capital porque valoran la rentabilidad después de impuestos y las diferencias de impuestos compensan las diferencias de productividad. En pocas palabras, las diferencias fiscales pueden provocar el no cumplimiento del concepto conocido como «neutralidad fiscal» que se produce cuando las tasas de rendimiento relativas después de impuestos se corresponden con las tasas de rendimiento relativas antes de impuestos. En este caso es posible que los recursos no sean asignados a sus usos más productivos, de modo que esta asignación no sea la respuesta a diferencias reales en los costes y tasas de rendimiento, sino la respuesta a diferencias en la fiscalidad.

Ante esta situación, el 65% de las empresas vascas consideran que las diferencias en los distintos regímenes fiscales no se han reducido de forma significativa con el transcurso del tiempo. La armonización de las diferencias fiscales se está produciendo de forma bastante tardía; en los últimos años se han firmado innumerables Tratados de Doble Imposición, pero aún no resulta viable un acuerdo fiscal multilateral.

En cuanto a la existencia de distintos regímenes contables en el ámbito internacional, el 55,9% de las empresas vascas encuestadas no percibe que suponga obstáculo alguno; el 13,2% le concede una importancia baja; otro 13,2% valora esta barrera como de importancia media y el 8,8% considera que su incidencia es alta.

Entre los distintos países se producen divergencias contables derivadas de la existencia de numerosas alternativas contables o, siendo más o menos diversas las posibles alternativas, de un bajo nivel de acuerdo entre los distintos países sobre los criterios más adecuados a aplicar para la resolución de cada problema concreto. Además de las diferencias en los sistemas contables, existen diferencias entre los distintos países en las exigencias de emisión de información y en cuanto a las características básicas requeridas a tal información (contenido de los estados contables, nivel de exigibilidad, formato, flexibilidad en la presentación de los mismos, etc.).

Desde la óptica de la financiación e inversión internacionales, el mayor problema reside en la dificultad en la comprensión y el análisis de los estados financieros derivado de la diversidad de principios contables vigentes en el ámbito internacional. Si los inversores no están familiarizados con los principios contables de países extranjeros, tanto si se quiere obtener financiación como si se quiere invertir, se pueden producir dos situaciones con repercusiones negativas: por una parte, es posible que la comparación de informaciones de distintos países elaboradas según principios y prácticas contables distintos, conduzcan al inversor a conclusiones erróneas o, por otra, también es posible que le resulte sumamente difícil analizar e interpretar la información financiera extranjera y opte por restringir sus operaciones financieras al ámbito doméstico.

Incluso en el caso de que los principales organismos reguladores llegaran a un acuerdo sobre una normativa contable común, su aplicación no resultaría nada sencilla, puesto que la homogeneización de criterios contables no siempre es la mejor solución para mejorar la comparabilidad de la información, debido a que las diferencias en el entorno legal, económico, cultural, etc., pueden provocar que la aplicación de unos mismos tratamientos contables impidan al inversor tomar conciencia de la verdadera realidad que hay detrás de los estados contables que se han gestado en entornos muy diferentes. Por tanto, los esfuerzos tienen que ir dirigidos hacia la armonización, y no tanto hacia la normalización⁷.

Los distintos organismos internacionales, presionados por las empresas multinacionales y por los mercados financieros que no quieren perder el acceso de potenciales inversores ni su nivel de competitividad, han llevado a cabo grandes esfuerzos de armonización contable internacional. Los intentos de armonización contable en el ámbito internacional provienen desde tiempo atrás y se han logrado grandes avances gracias a los esfuerzos realizados por organismos como el IASB (International Accounting Standards Board), la Comisión Europea y el FASB (Financial Accounting Standards Board), pero siguen persistiendo diferencias en las formas y en la terminología empleada. A pesar de ello, el 63% de las empresas vascas considera que las diferencias entre los distintos regímenes contables no se han reducido significativamente durante los últimos años.

3.3. Exposición de las empresas vascas a las barreras indirectas informales a la internacionalización financiera

Las barreras indirectas informales están relacionadas con la obtención y gestión de la información necesaria –principal componente de la eficiencia– para actuar en los mercados financieros internacionales. Por tanto, son las más difíciles de evaluar y más aún de eliminar.

La actuación en el ámbito internacional puede verse dificultada debido a ciertos factores, propios de la actividad fuera de las fronteras nacionales, que pueden llegar a limitar el grado de eficiencia de los mercados financieros (Stulz, 2005). El efecto de este tipo de

⁷ La normalización supone uniformidad en los criterios contables en todos los países que participan en el esfuerzo, mientras que la armonización implica la reconciliación de los distintos puntos de vista y permite requerimientos distintos, siempre que no entren en conflicto.

barreras ha resultado más significativo en las decisiones de financiación e inversión internacionales que las barreras instauradas por las autoridades competentes, según la opinión de las empresas vascas. Ahora bien, el espectacular desarrollo del proceso de globalización financiera que ha tenido lugar durante las dos últimas décadas y media ha impulsado, a su vez, otros aspectos que ejercen la influencia opuesta, es decir, propician la eficiencia asignativa de los recursos financieros. A continuación, se analiza esta dualidad que se está produciendo en las operaciones de ámbito internacional.

A. Factores que aumentan las asimetrías de información en el ámbito internacional

El 45,5% de las empresas vascas encuestadas considera que la menor disponibilidad de la información en el ámbito internacional no es un factor significativo a la hora de desarrollar una actividad financiera internacional; el 11,7% concede una importancia baja a esta cuestión; el 17,7% media y el 20,6% cree que tiene una alta repercusión. Lo que sí parece más destacable para las empresas vascas es la gestión de esta información que puede llegar a ser altamente heterogénea, dificultada por la falta de familiaridad con los mercados exteriores y la actuación de los operadores ruidosos. Ello hace que el 27,1% de las empresas consideren que se trata de una barrera con una importancia alta; el 15,6% le concede una importancia media; el 13,4% baja y el 37,6% nula.

Respecto de la disponibilidad de la información, hoy en día, gracias al avance en las tecnologías de la comunicación y la información, los problemas de la falta de información se han visto aminorados, y se espera que el desarrollo de las bases de datos –que proporcionen información sobre la máxima cantidad posible de empresas, cubriendo una amplia área geográfica, publicada en distintos idiomas y actualizada frecuentemente– a los que el inversor pueda acceder sin dificultad, se intensifique.

A pesar de ello, las empresas vascas perciben que las asimetrías informativas, con origen en dos factores principales, continúan existiendo en el ámbito internacional: por un lado, la falta de «familiaridad con los mercados extranjeros» (Solnik y McLeavey, 2003) es una barrera que recoge la distinta forma de llevar a cabo los procedimientos, la distinta forma de presentación de informes, diferentes idiomas, diferentes zonas horarias... en los mercados exteriores, que pueden inhibir la actuación del inversor. Existe una mayor percepción de riesgo solamente por no estar familiarizado o enfrentarse a lo desconocido, aunque esta percepción no sea financieramente racional.

Por otro lado, en el ámbito internacional se produce una generalización de la información basada en «ruido» y no en criterios racionales; los denominados operadores ruidosos (*noise traders*) (Black, 1986) actúan basándose más en motivos psicológicos que en variables fundamentales. Quienes se basan más en ruido que en señales para la toma de decisiones financieras, constituyen un desafío para los inversores racionales que intentan basar sus decisiones en señales firmes del mercado y pueden alterar el funcionamiento eficiente de los mercados financieros. En teoría, los inversores racionales practicarían el arbitraje hasta restablecer la eficiencia de mercado, anulando el efecto de las actuaciones de los operadores ruidosos. Sin embargo, el arbitraje puede estar limitado por la propia irracionalidad introducida por tales operadores ruidosos: puesto que los inversores racionales no conocen con exactitud el tiempo que transcurrirá hasta que los precios se aproximen al

valor determinado por las variables fundamentales, su aversión al riesgo puede llevarlos a seguir la trayectoria de los precios irracionales para evitar pérdidas (Bebczuk, 2000). Cuanto mayor alcance tengan los operadores ruidosos, mayor será la variación del precio del activo no relacionado con las variables fundamentales, y menos eficiente será el proceso de asignación del capital.

Algo más de la mitad de las empresas vascas encuestadas consideran que las mayores asimetrías informativas existentes en el ámbito internacional conducen, en mayor o menor medida, a unos mayores costes de agencia entre las partes contratantes (el 22,1% le concede una importancia alta a estos costes, el 17,7% media, el 10,3% baja y el 41,2% nula). En la actividad financiera la asimetría surge de la insuficiente información con la que cuenta el ahorrador de los fondos sobre el uso que dará el poseedor a los mismos, lo cual le lleva a perder la posibilidad de ejercer el control adecuado. Cuanto mayor sea la asimetría informativa existente, mayor será la desventaja a la que se enfrentarán los ahorradores. De esta forma, surgen los problemas de selección adversa⁸ y *moral hazard* o riesgo moral⁹ cuando se trata de financiación ajena y los costes de control¹⁰ en el caso de los recursos propios.

B. Factores asociados a la globalización financiera que disminuyen las asimetrías de información en el ámbito internacional

En un ámbito de actuación global los problemas de asimetrías de información y costes de agencia pueden resultar más intensos que en el ámbito doméstico, como se ha visto en el punto anterior. No obstante, el desarrollo del proceso de globalización financiera propicia ciertos factores que pueden contribuir a la reducción de estas barreras.

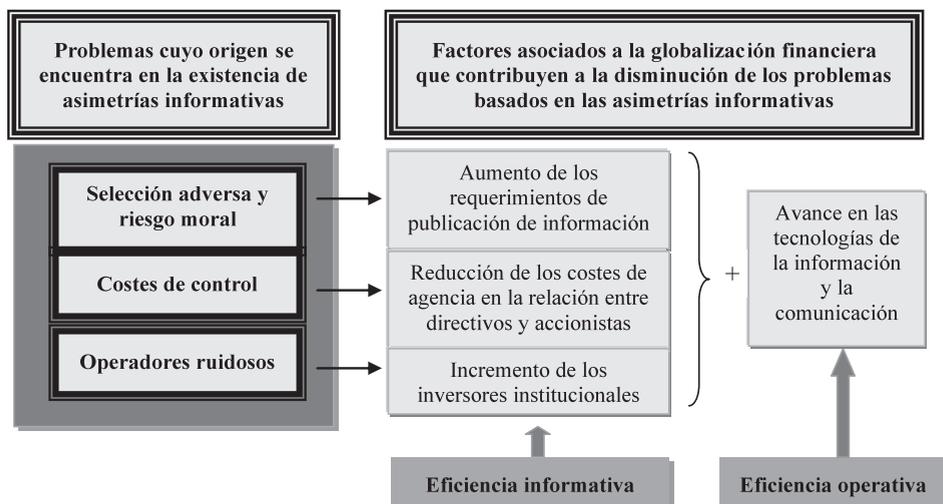
⁸ La selección adversa implica que el acreedor no es capaz de distinguir entre proyectos de inversión con diferentes niveles de riesgo a la hora de decidir a cuál de ellos asignar sus fondos. Si los fondos a transferir son de carácter ajeno, bajo un mismo valor esperado medio, el acreedor preferirá los proyectos más seguros mientras que el deudor preferirá los más arriesgados. Este último intentará reforzar la percepción de seguridad en el acreedor, aunque el proyecto cuente con un nivel de riesgo considerable, explotando la desinformación a la que éste se expone.

⁹ El *moral hazard* implica que, tras la obtención de los fondos, los prestatarios pueden tener incentivos para hacer un uso distinto al acordado con el acreedor, tomando posiciones arriesgadas o utilizando los fondos de forma que no sea beneficiosa para el prestamista, amparados en la insuficiente información y control con que cuenta este último. La selección adversa se produce antes de que el acreedor desembolse el crédito, mientras que el riesgo moral tiene lugar tras la concesión de la financiación. En la selección adversa se supone que los deudores han seleccionado el proyecto de inversión antes de obtener la financiación, mientras que en el riesgo moral tienen opción a elegir el proyecto que consideren oportuno una vez obtenida la financiación.

¹⁰ Los costes de control se vinculan a una acción oculta por parte del emprendedor, aprovechando su superioridad informativa para declarar ganancias inferiores a las reales. Por ello, a menudo, el ahorrador se verá obligado a controlar al emprendedor –fundamentalmente a través de la auditoría– con el objetivo de comprobar si las ganancias declaradas son acordes con las realmente obtenidas. Los costes de control, a diferencia de la selección adversa y el riesgo moral, tienen repercusiones legales.

Figura 3

Disminución de los problemas de asimetrías informativas debido al proceso de globalización financiera



Fuente: elaboración propia

Como muestra la figura 3, la globalización financiera puede traer consigo una mejora en la eficiencia asignativa sustentada en los mayores requerimientos de publicación de información que exige este proceso, la reducción de los costes de agencia existentes en la relación entre directivos y accionistas y el incremento del volumen de activos financieros gestionados por los inversores institucionales. Todo ello, apoyado por el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación, que facilita la transmisión de información de un colectivo a otro, lo cual da lugar a una mayor eficiencia operativa.

En primer lugar, la globalización financiera puede hacer que los costes de agencia derivados de la financiación ajena se reduzcan. Los ahorradores tienen tendencia a invertir en aquellos activos financieros sobre los que están bien informados. Los inversores no informados exigen una prima de riesgo mayor para compensar su desventaja con respecto a los inversores informados¹¹. Así, una reducción en el coste adicional que produce el desconocimiento sobre un activo a través de la revelación de información empresarial, debe reducir el rendimiento exigido por los ahorradores y, por tanto, debe posibilitar a las empresas la consecución de fondos con menor coste. En este sentido, la globalización financiera exige unos mayores requerimientos de publicación de información y de exigencia de transparencia a las empresas, que provoca un incremento de la disponibilidad de información por parte de los acreedores, reduciendo los problemas de selección adversa y riesgo moral¹².

¹¹ La reducción del coste de capital derivado del incremento de la publicación de información ha sido empíricamente demostrada por Botosan (1997) y Schrand y Verrecchia (2002).

¹² En este sentido, bajo la creencia de que las empresas que publican mayor cantidad y calidad de información suelen atraer en mayor grado el interés de los inversores y de los analistas financieros, es habitual que las empresas

El 41,2% de las empresas vascas encuestadas considera que en la era de la globalización financiera efectivamente se ha producido un incremento en los requerimientos de publicación de información, por tanto, podemos pensar que las condiciones de endeudamiento exterior han mejorado.

Además de la mejora en las condiciones de financiación ajena, la globalización financiera puede provocar una gestión de los recursos propios más favorable para los accionistas, en la medida en que incrementa el control sobre los directivos, con el fin de que sus objetivos coincidan con los de los accionistas. La globalización financiera hace posible que las acciones de los directivos se encuentren más controladas por distintas razones (Stulz, 1999a): en primer lugar, la globalización puede implicar la introducción de nuevos inversores en la empresa con mayor capacidad de controlar a los directivos que los inversores locales. En segundo lugar, el control de los directivos puede aumentar porque el tamaño relativo de la empresa disminuye en un mundo globalizado y los riesgos de absorción aumentan. En tercer lugar, la mayor liquidez que provoca la globalización, debido a la eliminación de las barreras tanto directas como indirectas, también puede tener una repercusión indirecta en el control de los directivos. Por una parte, la mayor liquidez hace que los mercados financieros sean más eficientes y que reflejen mejor la información sobre la empresa. De esta forma, las cotizaciones de las acciones de la empresa tendrán un mayor valor informativo y, por tanto, resultarán más útiles en el control de los directivos. Por otra parte, el incremento de la liquidez posibilita hacer y deshacer posiciones más rápidamente. La necesidad del control expreso sobre los directivos desciende porque los accionistas pueden vender sus activos rápidamente cuando no estén de acuerdo con las actuaciones de los directivos, sin necesidad de tener que luchar para la instauración de una política diferente. La mayor liquidez de los mercados financieros conduce a una mayor dispersión de la propiedad, lo cual supone menores incentivos y mayores impedimentos para supervisar activamente a los directivos.

El mayor control de la gestión directiva derivado de la globalización incrementa la probabilidad de que los directivos trabajen en pro de los intereses de los inversores (Stulz, 1999b). Así lo consideran el 40,1% de las empresas vascas encuestadas.

Por último, los mayores requerimientos de publicación de información exigidas por la globalización financiera, además de las consecuencias apuntadas anteriormente, implican la provisión de señales de mercado más fiables que en mercados cerrados y segmentados donde estas señales pueden constituir ruido (Errunza, 2001). Así, la inyección de información fiable por parte de las empresas en los mercados puede hacer que la influencia de los operadores ruidosos sea neutralizada de forma parcial y, por ende, la eficiencia en la asignación de los recursos financieros aumente.

Pero, además del incremento de la información pública, en detrimento de la privada, puede producirse un empleo más eficiente de la información que no trasciende al ámbito público. La globalización financiera se ha desarrollado impulsada, entre otros factores, por un notable incremento del volumen gestionado por los inversores institucionales. Este tipo de inversores, a diferencia de los pequeños ahorradores, recibe señales de información, a menudo de carácter privado, basados en mayor medida en variables fundamentales de mercado, mientras que los inversores particulares, más bien, reciben señales provenientes de

multinacionales emitan una parte importante de su información de forma voluntaria, es decir, por encima de los requerimientos mínimos que establece la regulación vigente.

«ruido». Por tanto, cuanto mayor volumen de activos financieros gestionen, más numerosas serán las decisiones adoptadas en función de criterios racionales. Respecto de la utilización de información privada, a medida que se incrementa la importancia de los inversores institucionales, la información privada que manejan éstos es cada vez más extendida en los mercados financieros hasta el punto de que puede ser reflejada en los precios por diversos inversores institucionales simultáneamente, sin que pueda dar lugar a la obtención de beneficios extraordinarios significativos por parte de ninguno de ellos.

No obstante, una amplia mayoría de las empresas vascas considera que la actuación de los operadores ruidosos sigue siendo altamente significativa en los mercados financieros internacionales.

Unos mercados financieros eficientes requieren, además de la eficiencia asignativa de los recursos, de una eficiencia interna u operativa que implica rapidez en la realización de las operaciones y costes de negociación económicamente razonables.

El desarrollo tecnológico hace posible que los mercados financieros logren las características necesarias para la constitución de una red global: la mayor accesibilidad directa de los inversores a los mercados financieros, alterando en gran medida el papel de los intermediarios financieros, la interacción multilateral entre todos los inversores, el anonimato de la identidad de cada uno de ellos y un nivel de transparencia muy elevado. Estas nuevas características, que han precipitado la configuración de una nueva arquitectura de los mercados financieros, han derivado en la mejora de la calidad operativa de los mismos: la formación de precios es más eficiente, ya que los precios reflejan mejor la información disponible sobre los distintos factores y, además, los cambios en estos factores se reflejan más rápidamente en el precio (Allen *et al.*, 2001; Domowitz y Steil, 2001; Hasan *et al.*, 2003).

4. CONCLUSIONES

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

El 72% de las empresas vascas internacionalizadas financieramente sostiene que la mayor eficiencia de los mercados financieros internacionales se encuentra entre uno de los motivos que les impulsaron a internacionalizarse financieramente. Éstas asocian el concepto de eficiencia de los mercados financieros a factores como la liquidez, la transparencia, la posibilidad de obtener un mayor volumen de fondos, un menor coste de capital o mejores alternativas de ingeniería financiera.

Las barreras que en mayor medida frenan la actividad financiera internacional, según los directores financieros de las empresas vascas, son las indirectas informales, es decir, aquellas que están relacionadas con la obtención y gestión de la información necesaria para actuar en los mercados financieros internacionales. En segundo lugar, encontramos las indirectas formales –instauradas por las autoridades competentes a través de las regulaciones o políticas acometidas, pero no creadas con la finalidad de influir en la actividad financiera internacional–. Por último, las directas formales –instauradas por las autoridades con la finalidad de frenar la actividad financiera internacional– resultan las menos importantes.

La baja valoración de las restricciones directas formales posiblemente sea debida al proceso de liberalización financiera generalizada que se ha impulsado por parte de las autoridades de los distintos países en las últimas décadas, y de la cual las empresas del País

Vasco no han quedado excluidas. Los controles a las entradas y salidas de capital de las fronteras nacionales, las limitaciones en el porcentaje de propiedad de las empresas locales poseído por extranjeros, las imposiciones discriminatorias para los inversores extranjeros, los mayores costes de comisiones de intermediarios, de custodia, comunicación, gestión, etc. que tradicionalmente han encarecido las operaciones transnacionales han dejado de hacerlo de forma significativa.

Las empresas vascas perciben que la existencia de distintos regímenes contables y fiscales afecta cada vez en menor medida en las decisiones de internacionalización financiera empresarial. Estos resultados reflejan una valoración positiva del esfuerzo en la armonización tanto de las diferencias fiscales como de las contables que se ha desarrollado en los últimos años.

Respecto de las barreras indirectas informales, la menor disponibilidad de la información en el ámbito internacional no parece ser un factor significativo a la hora de desarrollar una actividad financiera internacional por parte de las empresas vascas. Lo que sí parece más destacable es la gestión de esta información, que puede llegar a ser altamente heterogénea, dificultada por la falta de familiaridad con los mercados exteriores y la actuación de los operadores ruidosos.

Más del 40% de las empresas vascas valora positivamente los factores asociados a la globalización financiera que contribuyen a la disminución de los problemas basados en las asimetrías informativas. Por tanto, la globalización financiera se encuentra entre los factores que determinan la decisión de internacionalización financiera de las empresas vascas, a través del incremento de la eficiencia de los mercados financieros internacionales que este proceso provoca.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, H.; HAWKINS, J. y SATO, S. (2001): «Electronic trading and its implications for financial systems». En *Electronic finance: a new perspective and challenges*, Bank for International Settlements (BIS) Papers, nº 7, pp. 30-52.
- BEBCZUK, R.N. (2000): *Información asimétrica en mercados financieros*. Cambridge University Press, Madrid.
- BECKERS, S.; CONNOR, G. y CURDS, R. (1996): «National versus global influences on equity returns». *Financial Analysts Journal*, vol. 52, nº 2, marzo/abril, pp. 31-39.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C.R. y LUNDBLAD, C. (2007): «Liquidity and expected returns: lessons from emerging markets». *Review of Financial Studies*, vol. 20, nº 6, pp. 1.783-1.831.
- BLACK, F. (1986): «Noise». *Journal of Finance*, vol. 41, pp. 529-543.
- BOTOSAN, C.A. (1997): «Disclosure level and the cost of equity capital». *The Accounting Review*, vol. 72, nº 3, pp. 323-349.
- CHOE, H.; C.B. KHO y R.M. STULZ (2000): «Do domestic investors have more valuable information about individual stocks than foreign investors?». *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, nº 8073, Cambridge, pp. 43.
- DOMOWITZ, I. y STEIL, B. (2001): «Innovation in equity trading system: the impact on transactions costs and cost of capital». En NELSON, R.; VICTOR, D. y STEIL,

- B.: *Technological innovation and economic performance*: Princeton University Press, Princeton.
- DVORÁK, T. (2001): «Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia». *Center for Development Economics Discussion Papers*, Department of Economics, Williams College, octubre, pp. 24.
- ERRUNZA, V. (2001): «Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development». *Review of International Economics*, vol. 9, n° 4, pp. 703-726.
- FAMA, E.F. (1970): «Efficient capital markets: a review of theory and empirical work». *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-417.
- GOBIERNO VASCO (DEPARTAMENTO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO) (2003): *Las empresas vascas frente a los mercados exteriores*. Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco, Vitoria.
- HASAN, I.; MALKAMÄKI, M. y SCHMIEDEL, H. (2003): «Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence». *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, pp. 1.743-1.773.
- KOSE, M.A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K. y WEI, S. (2006): «Financial Globalization: A Reappraisal». *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 189, pp. 94.
- LANE, P.R. y MILESI-FERRETTI, G.M. (2003): «International financial integration». *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, n° 86, pp. 44.
- PRASAD, E.; ROGOFF, K., WEI, S. y KOSE, M.A. (2003): «Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence». *International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper*, n° 220, septiembre, pp. 86.
- SCHRAND, C.M. y VERRECCHIA, R.E. (2002): «Disclosure choice and cost of capital: evidence from underpricing in initial public offerings». *Social Science Research Network (SSRN) Working Papers*, junio, pp. 56.
- SOLDEVILLA, E. (1990): *Inversión y mercado de capitales*. Milladoiro, Vigo.
- SOLNIK, B. y McLEAVEY, D. (2003): *International Investments*. Addison-Wesley, Massachusetts.
- STULZ, R.M. (1999a): «Globalization of equity markets and the cost of capital». *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, n° 7021, Cambridge, pp. 70.
- STULZ, R.M. (1999b): «Globalization, corporate finance, and the cost of capital». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, pp. 8-25.
- STULZ, R.M. (2005): «The limits of financial globalization». *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, pp. 1.595-1.637.