

¿QUÉ FACTORES DETERMINAN LA DECISIÓN DE DIVERSIFICAR? EL CASO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (1997-2001)

Martínez Campillo A.

Fernández Gago R.

Universidad de León

Recibido: 5 de octubre de 2007

Aceptado: 25 de noviembre de 2008

RESUMEN : Este trabajo pretende examinar qué factores determinan la decisión empresarial de participar en nuevos sectores de actividad. De la revisión de la literatura académica es posible distinguir dos grupos de determinantes -los de orden discrecional y los de orden económico- en función de su potencial para maximizar la utilidad de los directivos o la riqueza empresarial, respectivamente. Tras aplicar una regresión Logit sobre una muestra de 508 casos potenciales de diversificación para el período 1997-2001, los resultados revelan que ambos grupos de determinantes afectan sobre la propensión a diversificar de las empresas españolas. Específicamente, un factor de índole económica resulta el más influyente de todos los considerados.

PALABRAS CLAVE: Determinantes discrecionales, Determinantes económicos, Diversificación, Logia.

WHAT FACTORS DETERMINE THE DECISION TO DIVERSIFY? THE CASE OF SPANISH FIRMS (1997-2001)

ABSTRACT: This study seeks to analyze the determinants of the diversification decision. According to previous literature, we distinguish between managerial and economic determinants depending on if they may maximize managers' utility or firms' utility respectively. After applying a Logit regression analysis on a sample of 508 potential cases of diversification (1997-2001), results indicate that both managerial and economic determinants influence the decision to diversify. Specifically, one economic factor seems to be the most important determinant of such a decision in Spanish firms.

KEYWORDS: Managerial determinants, Economics determinants, Diversification, Logit.

1. INTRODUCCIÓN

La estrategia de diversificación supone el crecimiento de una empresa a través de la entrada en nuevas líneas de actividad y es una de las alternativas más importantes para el desarrollo corporativo, junto a la innovación y la internacionalización. A pesar de su gran popularidad, varios trabajos parecen concluir que dicha estrategia destruye riqueza debido a que provoca que el valor conjunto de la compañía diversificada sea inferior a la suma del valor de cada uno de sus negocios (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Lamont y Polk, 2001; Megginson, Morgan y Nail, 2004, entre otros).

No obstante, actualmente están surgiendo algunas dudas respecto a dicha conclusión. De hecho, existen dos argumentos muy sólidos en contra de la afirmación de que "la diversificación destruye riqueza". En primer lugar, la ausencia de una relación causal clara entre diversificación y resultados. En efecto, los análisis más recientes y sofisticados muestran que una gran parte de las compañías que deciden participar en nuevos sectores de actividad lo hacen cuando empiezan a sufrir o prever dificultades en sus negocios principales (Campa y Kedia, 2002; Santaló y Becerra, 2006). En otras palabras, las malas expectativas o resultados son los que inducen a las empresas a entrar en nuevos negocios y por ello a posteriori se puede observar una relación negativa entre diversificación y resultado empresarial. En segundo lugar, sorprende que, a pesar de la supuesta destrucción de riqueza asociada a la diversificación, la mayoría de las compañías con cierto tamaño hayan diversificado hacia un conjunto de

actividades más o menos relacionadas. Así, parece poco creíble que dicha estrategia pueda resultar perjudicial, cuando se encuentra tan difundida. Ambos argumentos justifican el reciente interés en conocer por qué las empresas continúan diversificando (Aggarwal y Samwick, 2003; Chatterjee, Harrison y Bergh, 2003; Miller, 2004; Bottazzi y Secchi, 2005), es decir, en saber cuáles son los determinantes que conducen a un número sustancial de empresas a ampliar su campo de actividad.

Tras revisar la literatura sobre diversificación se advierte que se ha prestado una escasa atención al estudio de los factores que influyen sobre la propensión a diversificar. Por esta razón, la comunidad académica considera necesario un mayor conocimiento de los mismos (Ramanujan y Varadarajan, 1989; Hoskisson y Hitt, 1990; Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy, Li y Veliyath, 2002; Gourlay y Seaton, 2004). Sin embargo, a pesar de su escasez, esta línea de investigación se caracteriza por ser multidisciplinaria, incluyendo trabajos procedentes de los ámbitos económico, financiero y estratégico. Esto ha originado la existencia de una teoría fragmentada sobre los determinantes de la diversificación, que justifica la carencia de estudios empíricos que traten de integrar los distintos factores a fin de examinar conjuntamente sus posibles efectos (Hoskisson y Hitt, 1990; Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Park, 2003; Miller, 2004).

Todo ello explica que el propósito principal del presente trabajo sea analizar qué factores afectan sobre la decisión de entrar en nuevas líneas de actividad por parte de las empresas españolas, considerando simultáneamente los principales determinantes reconocidos en la literatura. Del mismo modo que en otros trabajos previos (Fox y Hamilton, 1994; Martin y Sayrak, 2003; Miller, 2004, entre otros), dichos factores van a ser agrupados en dos categorías en función de si explican la propensión a diversificar como la consecuencia de un conflicto de agencia (determinantes de orden discrecional) o, por el contrario, cómo una opción para mejorar la riqueza empresarial (determinantes de orden económico).

El resto del artículo ha sido estructurado como sigue: La sección 1 introduce y discute las hipótesis planteadas respecto a los determinantes de la diversificación. En la sección 2 se realiza una descripción de la metodología y los datos empleados. Los resultados empíricos obtenidos se recogen en la sección 3 y, finalmente, la sección 4 ofrece las principales conclusiones.

2. FACTORES DETERMINANTES DE LA DECISIÓN DE DIVERSIFICAR

La entrada en nuevas líneas de actividad puede ser abordada por diferentes razones que pueden variar en función de las características de la empresa, las industrias afectadas, e incluso, el período en que se realice. Pero además, el origen de esta estrategia no viene determinado por una única meta, sino que, con frecuencia, coexisten múltiples factores, unos más importantes que otros, dependiendo de las circunstancias en que se desarrolle. En este sentido, han sido varios los aspectos controvertidos que han rodeado a los procesos de diversificación y ello ha originado que el estudio de sus determinantes se haya enfocado desde teorías muy distintas. Mientras algunas se centran en la importancia de las luchas de poder dentro de la empresa o en el comportamiento de los directivos, otras interpretan los procesos de diversificación como la búsqueda de un mejor resultado empresarial. Acorde con ello, a lo largo de la literatura se ha defendido que, aunque la diversificación puede considerarse como una manifestación de la discrecionalidad directiva, también puede responder a razones de eficiencia y maximización de valor (Fox y Hamilton, 1994; Chatterjee *et al.*, 2003; Miller, 2004, 2006).

Siguiendo esta tendencia general adoptada por la literatura, en este trabajo se aborda el análisis de los determinantes de la decisión de diversificar desde dos puntos de vista que se corresponden precisamente con cada uno de los enfoques anteriormente citados. Así, se distinguen, por un lado, los *determinantes de orden discrecional*, que son aquellos relacionados con la conducta oportunista de los directivos y, por otro lado, los *determinantes de orden económico*, a través de las cuales la diversificación puede contribuir a incrementar el valor empresarial.

2.1. Determinantes de la decisión de diversificar de orden discrecional

Gran parte de la literatura concluye que la diversificación destruye valor (Lang y Stulz, 1994; Lamont y Polk, 2001; Megginson *et al.*, 2004, entre otros). Entre las principales razones aducidas destaca el papel que juega la función de utilidad de los gestores de la empresa. La separación entre propiedad y control presente en la mayoría de las grandes compañías, origen de conflictos entre accionistas y directivos, dota de amplia autonomía y discrecionalidad de decisión a estos últimos, que, en ocasiones, pueden tratar de alcanzar sus propios objetivos a expensas de los de la empresa. Por tanto, bajo este enfoque, los determinantes de orden discrecional explican la decisión de diversificar como una consecuencia de los problemas de agencia existentes entre accionistas y directivos (Denis, Denis y Sarin, 1997, 1999).

Así, bajo el prisma de *la teoría de la Agencia*, las empresas adoptan la decisión de competir en nuevos sectores de actividad por el deseo de sus gestores de apropiarse o mantener determinados privilegios particulares, aun en detrimento de la riqueza empresarial (Aggarwal y Samwick, 2003). Según esta perspectiva, existen dos principales razones para diversificar. Por un lado, la dispersión del riesgo personal del directivo (Amihud y Lev, 1981, 1999; Boyd, Gove y Hitt, 2005). En efecto, los gerentes se encuentran vinculados a la supervivencia de la empresa que dirigen. Por esta razón, un alto nivel de riesgo empresarial puede incentivarles a diversificar a fin de aminorar dicho riesgo, minimizar cualquier posibilidad de quiebra y estabilizar las ganancias, mejorando así su situación particular.

Por otro lado, los directivos pueden emprender procesos de diversificación para incrementar el tamaño empresarial y, por ende, mejorar su remuneración, poder y prestigio (Jensen, 1986; Wright, Kroll y Elenkov, 2002). Ellos pueden derivar importantes ventajas de gestionar “grandes imperios”, y el incremento de tamaño corporativo puede ser logrado con relativa facilidad a través de la diversificación, dado que permite un desarrollo sustancial de la empresa en un período de tiempo relativamente breve. Sin embargo, este motivo para diversificar sólo suele aparecer cuando las empresas disponen de cantidades sustanciales de fondos libres¹, que permiten financiar una diversificación oportunista sin la disciplina del mercado financiero (Miller, 2004). Por tanto, la disponibilidad de fondos libres puede convertirse en un estímulo para que algunos directivos diversifiquen a fin de crear “grandes imperios”.

En consonancia con este enfoque se plantea la siguiente hipótesis:

H₁: “*Los factores determinantes de orden discrecional influyen sobre la probabilidad de que una empresa decida diversificar*”

2.2. Determinantes de la decisión de diversificar de orden económico

El objetivo de la creación de valor es de sumo interés, puesto que asegura la maximización conjunta de otros indicadores tales como la rentabilidad o la eficiencia. Pero además, contribuye a satisfacer las necesidades de la mayoría de los *stakeholders* de la empresa, cuyas demandas difícilmente pueden ser atendidas si no se crea valor. Por ello, otro enfoque alternativo sobre el que se asienta la literatura que estudia las razones para diversificar se basa en los determinantes de orden económico a través de los cuales dicha estrategia puede incrementar el valor empresarial. Estos factores ofrecen potencial para crear riqueza en base al logro de una ventaja competitiva que permita incrementar los ingresos y/o reducir los costes de la empresa (Fox y Hamilton, 1994). A este respecto se distinguen dos visiones en cuanto al tipo de ventaja a explotar: la perspectiva del poder y la de la eficiencia (Palich, Cardinal y Miller, 2000).

Bajo la perspectiva del poder se explica la diversificación a partir de la formación de una imperfección relativa en el mercado, que permite aumentar la capacidad competitiva de las empresas. Así, *la nueva Economía Industrial* propone que, siempre que una compañía disfrute de un cierto nivel de dominio en la industria principal, puede encontrarse motivada a diversificar para incrementar su poder económico total (Gimeno y Woo, 1999; Li y Greenwood, 2004). En efecto, las empresas diversificadas pueden emplear una serie de mecanismos tales como la subsidiación cruzada, los acuerdos recíprocos o el dominio mutuo, que les permiten dominar a los competidores y ganar poder en el mercado.

Bajo la perspectiva de la eficiencia se explica la diversificación a partir de la adopción de fórmulas de organización más eficientes, inaccesibles cuando las compañías se encuentran especializadas. Así, *la teoría basada en los Recursos* sugiere que la entrada en nuevos negocios puede responder al deseo de explotar más plena y eficientemente la base de recursos disponible a fin de generar sinergias. De hecho, las empresas diversificadas pueden compartir recursos entre sus diferentes negocios, generando ventajas en costes en todos ellos (Penrose, 1959; Helfat y Eisenhardt, 2004; Miller, 2006). Por otro lado, *la teoría de los Costes de Transacción* establece que, ante los altos costes de capital del mercado externo, las empresas pueden diversificar para crear un mercado de capital interno que permita canalizar los excedentes financieros generados en algunos negocios hacia otros deficitarios de fondos (Williamson, 1975; Stein, 1997).

Por tanto, considerando los argumentos planteados bajo este enfoque se formula la siguiente hipótesis:

H₂: “*Los factores determinantes de orden económico influyen sobre la probabilidad de que una empresa decida diversificar*”

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

3.1. Selección de la muestra: los casos potenciales de diversificación

La unidad muestral empleada en el estudio es el caso potencial de diversificación, resultante de emparejar a un conjunto de compañías, especializadas y diversificadas, con un grupo de posibles industrias hacia las que diversificar (Silverman, 1999; Villalonga, 2002). De este modo, cada caso potencial de diversificación representa un par “empresa-industria objetivo potencial”.

En este trabajo, para seleccionar el conjunto de *compañías especializadas y diversificadas*, se partió de un grupo de empresas españolas caracterizadas por la separación

entre propiedad y control durante el período 1997-2001. Efectuando una aproximación, fueron elegidas aquellas Sociedades Anónimas con 100 o más empleados y una cifra de ventas mayor o igual a 3 millones de euros brutos cada año del período analizado. A partir del Directorio Duns&Bradstreet resultó un total de 3.655 empresas. Sin embargo, dado el mayor interés académico de analizar los determinantes de la decisión inicial de diversificar (Miller, 2004), de las 3.655 compañías sólo se consideraron aquellas que en 1997 competían en un único negocio a nivel de cuatro dígitos SIC, quedando excluidas las especializadas en servicios financieros, servicios regulados, los organismos oficiales y los establecimientos inclasificables². Tras aplicar estas restricciones, resultó un total de 1.256 empresas especializadas en 1997, de las que 520 diversificaron por primera vez entre 1998-2001 y 736 continuaron especializadas durante el período considerado. Dado que este número total de empresas implica la obtención de un número de observaciones muy elevado (total de empresas especializadas y diversificadas x total de industrias objetivo potenciales), por razones de manejabilidad, coste y tiempo, se seleccionó un conjunto de 295 empresas, de las que 173 fueron especializadas y 122 diversificadas (manteniendo así las mismas proporciones que en el conjunto inicial), obtenidas a partir de un muestreo aleatorio dentro de cada colectivo. El nivel de confianza es del 95% con un margen de error del 5%.

Respecto al grupo de *potenciales industrias objetivo*, quedó restringido a los distintos negocios a nivel de 4 dígitos SIC hacia los que diversificaron las 122 compañías que decidieron hacerlo (Villalonga, 2002). En concreto, las compañías diversificadas añadieron 171 nuevas actividades.

Por tanto, el número inicial de *casos potenciales de diversificación* fue de 50.307 [= (295 x 171)-138], dado que 138 compañías (de las 295 totales) ya estaban participando en 1997 en alguna de las potenciales industrias objetivo. Del total de observaciones, 208 indicaban casos ciertos de diversificación, es decir, empresas que realmente decidieron entrar en una industria dada, y las 50.099 observaciones restantes, casos nulos. Ante esta desproporción entre los casos ciertos y nulos se procedió a seleccionar una muestra compensada³, que, siguiendo a Silverman (1999), incluyó a la totalidad de casos ciertos de diversificación (208) y a un conjunto aleatorio de casos nulos; en concreto, un caso nulo para cada empresa considerada (295), lo que representó aproximadamente el 0,5 % del total. La aplicación de este procedimiento hizo posible contar con una muestra final de 503 casos potenciales de diversificación.

3.2. Medida de la decisión inicial de diversificar

La decisión inicial de diversificar se midió a través de una variable dicotómica, que adopta el valor 1 cuando una empresa especializada presente en la industria principal *i* decide diversificar hacia la industria objetivo *j*; y el valor 0 en caso contrario⁴. El uso de esta medida es frecuente en la literatura previa (Montgomery y Hariharan, 1991; Merino y Rodríguez, 1997; Silverman, 1999; Gourlay y Seaton, 2004 y Santalo y Becerra, 2006, entre otros).

3.3. Medida de los factores determinantes de la diversificación

a) Nivel de riesgo empresarial

La medida más común del nivel de riesgo percibido por el directivo es aquella que lo asimila al riesgo específico de la empresa donde presta sus servicios. Para cuantificar este último se eligió la varianza del ROA o ratio de rentabilidad sobre activos (Villalonga, 2002;

Park, 2003). Dicha variable se midió en el trienio 1995-1997 a partir de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) y, dado que captura el potencial para reducir el riesgo que los directivos perciben de la diversificación, cabe esperar que se encuentre positivamente relacionada con la propensión a diversificar.

b) Capacidad de endeudamiento infrautilizada

La decisión de entrar en nuevos sectores de actividad puede responder al deseo directivo de crear “grandes imperios” a fin de incrementar su retribución, poder y estatus. No obstante, este motivo suele emerger cuando las empresas disponen de fondos libres para costear el proceso de diversificación (Miller, 2004). Específicamente, la evidencia señala que la capacidad de endeudamiento no utilizada constituye uno de los recursos más idóneos para financiar tales procesos (Chatterjee y Singh, 1999). En este trabajo, dicha variable fue determinada a partir de la base de datos SABI como el ratio entre fondos propios y fondos ajenos a largo plazo (Park, 2003), promediándose para el período 1995-1997. Cuanto mayor sea el valor de dicho cociente, mayor será la capacidad de endeudamiento adicional de la empresa y, por tanto, mayor será la posibilidad de que sus directivos diversifiquen para crear “grandes imperios”. Así, cabe esperar que esta variable influya positivamente sobre la decisión de diversificar.

c) Poder de mercado en la industria principal

Las empresas que eligen participar en nuevas líneas de actividad deben disponer de alguna fortaleza en la industria principal para poder incrementar su poder económico total (Gribbin, 1976). En este trabajo, para medir el poder de mercado inicial de una empresa se empleó el ratio de concentración a nivel de 4 empresas de la industria principal (McDonald, 1985; Chatterjee y Singh, 1999; Villalonga, 2002). Dicho ratio fue cuantificado en el año 1997 a partir de la base de datos SABI. Dado que una industria concentrada implica la presencia de pocos competidores, todos ellos con una elevada cuota de mercado, se supone que cuanto mayor sea el grado de concentración de la industria principal, más poder económico disfrutarán las empresas establecidas en la misma y más probable resulta que decidan diversificar para incrementarlo.

d) Disponibilidad de recursos ociosos y potencial para generar sinergias

Otro motivo para diversificar es aprovechar en nuevas líneas de actividad los recursos generados en el negocio principal a fin de generar sinergias. Por ello, a continuación se va a medir tanto la base de recursos de una empresa como su posible aplicabilidad en otros sectores.

Base de recursos

El perfil inicial de recursos de cada empresa fue medido en términos de activos físicos, intangibles y financieros, utilizando el valor medio correspondiente al período 1995-1997. Los datos requeridos se obtuvieron de la base de datos SABI. En todo caso, cabe deducir que cuanto mayor sea la base de recursos de una empresa, mayor será su propensión a diversificar.

Para cuantificar el *stock de recursos físicos* se empleó un indicador indirecto tal como la intensidad de capital, que en esta investigación fue medida como la proporción que el activo fijo de la compañía representa sobre sus ventas totales (Montgomery y Hariharan, 1991). Por su parte, el *stock de recursos intangibles* se midió a través del porcentaje de participación del inmovilizado inmaterial respecto a las ventas totales. Aunque tradicionalmente esta variable se

ha cuantificado a partir de las intensidades en I+D y marketing (Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Merino y Rodríguez, 1997; Silverman, 1999), nos vimos abocados a desestimar tales indicadores al no existir datos públicos al respecto para todas las empresas. Finalmente, se recurrió al ratio de tesorería para medir el *stock de recursos financieros* (Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Chatterjee y Singh, 1999; Park, 2003).

Sinergias potenciales

Para medir el potencial para generar sinergias con la entrada en nuevos negocios se consideraron tres posibles categorías (Rumelt, 1974): de producción, de mercado y tecnológicas. En cualquier caso, cuanto mayor sea la posibilidad de generar sinergias entre dos líneas de actividad, mayor será la probabilidad de diversificar.

Las *sinergias potenciales de producción* fueron medidas a través del coeficiente de correlación simple entre V_{ki} y V_{kj} , para k distinto de i (industria principal) y j (industria objetivo), donde V_{ki} es la proporción de la producción de la industria k requerida por la industria i como input y V_{kj} es la proporción de la producción de la industria k requerida por la industria j como input (Fan y Lang, 2000). Por su parte, las *sinergias potenciales de mercado* se hicieron operativas a través del coeficiente de correlación simple entre B_{ik} y B_{jk} , para k distinto de i y j , donde B_{ik} es la proporción de la producción de la industria i ofertada a la industria k y B_{jk} es la proporción de la producción de la industria j ofertada a la industria k (Fan y Lang, 2000). Ambos coeficientes fueron calculados a partir de las Tablas Input-Output correspondientes al año 1997, teniendo en cuenta que un valor elevado indica un mayor potencial para alcanzar sinergias. Por último, las *sinergias tecnológicas potenciales* fueron medidas a partir del valor absoluto de la diferencia entre el esfuerzo tecnológico⁵ de las industrias principal y objetivo (McDonald, 1985; Villalonga, 2002). Los datos requeridos se obtuvieron de la Estadística sobre las Actividades en I+D del año 1997 (INE, 1999).

e) Coste de capital en el mercado externo

La creación de un mercado de capital interno puede explicar el origen de la diversificación cuando para la empresa resulta costoso obtener financiación en el mercado externo (Fauver, Houston y Naranjo, 2003). En este trabajo se midió el coste de capital en el mercado externo a través del coste de la financiación ajena (cociente entre el gasto financiero y la cantidad total de fondos ajenos), promediándose para el período 1995-1997. Los datos se tomaron de la base de datos SABI. Así, cuanto más elevado sea el coste de la financiación ajena, más ineficiente resultará para la empresa acudir al mercado externo y, por tanto, más probable será que decida diversificar para aprovechar las ventajas derivadas de crear un mercado de capital interno.

3.4. Medida de las variables de control

a) Variables de control externas (a nivel industria)

Las variables de control externas reflejan un conjunto de características de las industrias principal y objetivo que pueden influir sobre la decisión de diversificar. En concreto, se consideraron sus tasas de crecimiento y rentabilidad, tomadas de la base de datos SABI.

La *tasa de crecimiento de la industria principal* (variación media relativa de la cifra de ventas entre los años 1995-1996 y 1996-1997) representa la necesidad de diversificar ante las escasas perspectivas de crecimiento que ofrece el sector tradicional. El *nivel de rentabilidad de*

la *industria principal* (ROA medio alcanzado entre 1995 y 1997) refleja la necesidad de diversificar cuando las empresas se encuentran en negocios con un escaso volumen de beneficios. La *tasa de crecimiento de la industria objetivo* (variación media relativa de la cifra de ventas entre los años 1995-1996 y 1996-1997) representa el deseo de diversificar hacia una nueva industria que atrae la entrada de nuevas empresas por su alto nivel de crecimiento. El *nivel de rentabilidad de la industria objetivo* (ROA medio obtenido entre 1995 y 1997) controla el hecho de que las empresas buscan oportunidades de inversión atractivas y rentables mediante la entrada en nuevas líneas de actividad.

b) Variables de control internas (a nivel empresa)

Las variables de control internas se refieren a un conjunto de características específicas de la empresa que influyen sobre su propensión a diversificar. En particular, se incluyeron el tamaño, la tasa de crecimiento, el nivel de rentabilidad, la estructura de propiedad y la edad de la empresa. La fuente de información fue la base de datos SABI.

El *tamaño* (logaritmo neperiano de la cifra de ventas media entre 1995 y 1997) trata de reflejar que las grandes empresas disfrutan de mayor capacidad para diversificar. La *tasa de crecimiento* (porcentaje medio de crecimiento de la cifra de ventas entre 1995 y 1997) controla el nivel de creación de nuevos recursos susceptibles de incentivar un proceso de diversificación. El *nivel de rentabilidad* (ROA medio de la empresa entre 1995 y 1997) puede afectar tanto positiva como negativamente, ya que aunque puede requerirse un cierto grado de bienestar financiero para abordar una diversificación, una baja rentabilidad inicial también puede estimular dicha inversión con carácter defensivo. La *estructura de propiedad* representa un mecanismo de alineación de intereses entre propiedad y dirección, con potencial para afectar sobre la decisión de diversificar. Por ello se controló el nivel de concentración de la propiedad en el año 1997 a partir de una variable categórica, donde el valor 1 significa que ningún accionista posee más del 24,9% de propiedad directa o total; el valor 2, que ningún accionista dispone de más del 49,9%, pero uno o más propietarios poseen más del 24,9% de propiedad directa o total; y el valor 3, refleja la existencia de un accionista con más del 49,9% de propiedad directa o total. Finalmente, la *edad empresarial* (número de años transcurridos desde la fundación de la empresa) representa el conocimiento acumulado con el transcurso del tiempo.

4. RESULTADOS

4.1. Caracterización de la muestra: Un análisis inicial de diferencia de medias

La Tabla 1 proporciona una primera imagen descriptiva de las 503 observaciones de la muestra. En concreto, refleja el valor medio de los distintos factores empresariales y sectoriales analizados para los dos estados representados en la muestra total: los casos ciertos y los casos nulos de diversificación. De la comparación es posible detectar, al menos intuitivamente, que las empresas que deciden diversificar difieren de aquellas que prefieren mantenerse especializadas respecto a una serie de circunstancias previas al desarrollo de la diversificación y, por tanto, al margen de las características de la industria objetivo.

Tabla 1. Diferencia de medias por grupo de diversificación (test *t* de Student)

Variable	Diversificación †	Media	<i>t</i>
Nivel de riesgo	0	32,19	-2,11*
	1	60,87	
Capacidad de endeudamiento infrautilizada	0	810,87	-2,13*
	1	1319,86	
Poder de mercado en industria principal	0	0,17	0,40
	1	0,16	
Stock de recursos físicos	0	0,39	2,13*
	1	0,37	
Stock de recursos intangibles	0	0,04	-16,63***
	1	0,37	
Stock de recursos financieros	0	1,51	-1,04
	1	1,59	
Sinergias de producción potenciales	0	0,19	-1,01
	1	0,20	
Sinergias de mercado potenciales	0	0,09	-26,92***
	1	0,47	
Sinergias tecnológicas potenciales	0	0,78	13,75***
	1	0,26	
Coste de capital en mercado externo	0	0,04	-1,15
	1	0,05	
Crecimiento de la industria origen	0	42,84	1,22
	1	29,42	
Rentabilidad de la industria origen	0	5,52	2,19*
	1	-12,47	
Crecimiento de la industria destino	0	4,14	-5,59***
	1	22,08	
Rentabilidad de la industria destino	0	2,01	-6,24***
	1	6,67	
Tamaño de la empresa	0	16,93	2,47**
	1	16,78	
Crecimiento de la empresa	0	10,96	-2,79**
	1	21,22	
Rentabilidad de la empresa	0	4,51	0,98
	1	4,02	
Concentración de la propiedad de la empresa	0	2,87	-0,59
	1	2,92	
Edad de la empresa	0	17,59	1,58
	1	15,81	

† Diversificación = 0: Casos nulos de diversificación (n = 295); Diversificación = 1: Casos ciertos de diversificación (n = 208).

* p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Así, en línea con lo argumentado teóricamente, las primeras se encuentran sometidas a niveles de riesgo superiores, poseen una mayor capacidad de endeudamiento adicional, disponen de bases más elevadas de recursos intangibles y financieros, afrontan mayores costes de capital en el mercado externo y presentan un crecimiento superior y una rentabilidad más pequeña que las que eligen continuar especializadas. Además, respecto a las particularidades del negocio principal, las compañías que deciden diversificar se encuentran ubicadas en sectores menos atractivos, con niveles de crecimiento y rentabilidad inferiores.

Para confirmar si las diferencias detectadas son relevantes se aplicó un test *t* de Student de diferencia de medias. La Tabla 1 también recoge los resultados de esta prueba. A la vista de ellos es posible concluir que existen diferencias estadísticamente significativas, en el sentido previsto, respecto a la tasa de riesgo que afronta el directivo, la capacidad de endeudamiento infrautilizada, el stock de recursos intangibles, la tasa de crecimiento de la empresa y la rentabilidad de la industria origen antes de emprender la diversificación.

4.2. Razones para diversificar: Una aplicación del análisis de regresión Logit

La Tabla 2 presenta los resultados del análisis de regresión Logit realizado para estimar las determinantes de la decisión de diversificar. Dado que cada una de las observaciones de la muestra refleja un par “*empresa-industria objetivo potencial*”, la variable dependiente para cada par sólo es igual a 1 en aquellas industrias objetivo hacia las que la empresa realmente diversifica.

Tabla 2. Estimación del modelo Logit

Variables independientes	β	Wald	Exp (β)
Constante	-1,27*	4,57	0,28
Nivel de riesgo	0,14***	38,52	1,15
Sinergias de mercado potenciales	3,46***	62,81	31,69
Crecimiento de la industria destino	0,55**	18,95	1,73
Capacidad de endeudamiento infrautilizada	0,36*	12,22	1,48
Stock de recursos intangibles	0,27*	8,85	1,32
-2LL value = 116,45			
$\chi^2 = 1614,62$ ***			
R ² de Nagelkerke = 0,77			
Porcentaje correctamente clasificado = 84,2%			
Nº observaciones = 503			
Nº observaciones censuradas = 295			

* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$

Según se advierte en la Tabla 2, tras emplear un sistema de selección “paso a paso”, cinco factores resultaron significativos desde el punto de vista estadístico para explicar la probabilidad de que las empresas españolas elijan ampliar su campo de actividad: el nivel de riesgo empresarial ($p < 0,001$), el potencial para explotar sinergias de mercado ($p < 0,001$), la tasa de crecimiento de la industria objetivo (*variable de control*) ($p < 0,01$), la capacidad de endeudamiento no utilizada ($p < 0,05$) y el stock de recursos intangibles ($p < 0,05$). En concreto, la razón que mayor peso parece ejercer es la posibilidad de generar sinergias de mercado con la entrada en nuevos negocios (Exp(β) = 31,69). Los resultados, por tanto, indican que la decisión de diversificar puede resultar explicada tanto por determinantes de naturaleza discrecional como por otros de índole económica, validando así las dos hipótesis de trabajo (H_1 y H_2).

Respecto a los *determinantes de orden discrecional*, los resultados revelan que el nivel de riesgo corporativo también parece influir positiva y significativamente sobre la decisión de participar en nuevas líneas de actividad. De hecho, cuanto mayor es la tasa de riesgo a la que se encuentra sometido el gerente de una empresa, más probable es que decida diversificar para incrementar la seguridad al frente de su puesto de trabajo y, por consiguiente, la estabilidad de su corriente de ingresos. Además, cuanto mayor es la capacidad de endeudamiento no utilizada

de una empresa y, por tanto, el volumen de fondos libres a disposición de sus directivos, mayor resulta ser su propensión a diversificar para crear grandes imperios. Ello puede ser debido a que la deuda tiene capacidad para disciplinar un comportamiento directivo ineficiente, dado que conlleva la necesidad de invertir en negocios generadores de rentas que permitan afrontar el pago de intereses y la devolución del principal.

En cuanto a los *determinantes de orden económico*, los resultados evidencian que a medida que incrementa el potencial para alcanzar sinergias de mercado con la entrada en nuevos negocios, mayor parece ser la probabilidad de diversificar, siendo este factor el más influyente de todos los considerados. Esto revela que, efectivamente, la decisión inicial de abordar esta estrategia puede tener su origen en el hecho de que las industrias principal y destino compartan los mercados donde venden sus productos, lo cual puede generar ventajas en costes en las distintas actividades. Además, los resultados indican la importancia de los recursos intangibles como propulsores de la diversificación empresarial. Dichos activos carecen de límite en su capacidad de utilización y pueden ser empleados simultáneamente en varios negocios, dotando a las nuevas actividades de una ventaja competitiva más rápida.

Los resultados obtenidos, sin embargo, no permiten demostrar la importancia del poder de mercado inicial de una empresa. Una posible justificación podría ser la existencia de regulaciones antimonopolio, que desincentivarían los procesos de diversificación dirigidos a permitir que las empresas obtengan una posición de dominio en los sectores donde participan. Además, el argumento del aumento del poder de mercado está perdiendo sentido en una economía como la actual, cada vez más globalizada, y en la medida en que se compite no sólo con empresas especializadas, sino con otras diversificadas que pueden responder con las mismas armas (Suárez González, 1994). Igualmente, tampoco se halló una relación significativa entre el coste de capital en el mercado externo y la propensión a diversificar. Ello puede ser debido a que la eficiencia informativa de los mercados de capitales externos ha incrementado a lo largo de las últimas décadas (Hubbard y Palia, 1999). Consecuentemente, el valor de las empresas diversificadas como mercados de capital internos podría ser contingente del período examinado y, sobre todo, del grado de eficiencia del mercado de capital externo en dicho período.

5. CONCLUSIONES

El objetivo de esta investigación era estudiar qué factores influyen en la entrada en nuevos sectores de actividad por parte de las empresas españolas, dada la existencia de múltiples determinantes para diversificar. Tres conclusiones generales pueden emerger de los resultados obtenidos a partir de una muestra de 503 casos potenciales de diversificación para el periodo 1997-2001.

Primero, se advierte que, en el período previo al desarrollo de la diversificación, las empresas que deciden diversificar operan con niveles medios de ROA más escasos que las que optan por mantenerse especializadas. Además, las primeras desarrollan su actividad principal en industrias que se caracterizan por ser significativamente menos rentables y, por tanto, menos atractivas. Así, es posible deducir que las empresas especializadas de nuestro país eligen ampliar su campo de actividad cuando comienzan a sufrir problemas en los negocios tradicionales, que les impiden alcanzar sus objetivos de rentabilidad (Campa y Kedia, 2002; Santalo y Becerra, 2006).

Segundo, los resultados demuestran que la decisión de crecer hacia nuevas líneas de actividad puede depender tanto de factores de orden discrecional como de otros de naturaleza económica. Por tanto, ambos grupos de determinantes son complementarios, y no sustitutos, a la hora de explicar la probabilidad de diversificar. Efectivamente, una gran variedad de factores de distinta índole puede inducir a las empresas a ampliar su campo de actividad, de modo que un apoyo exclusivo sobre uno de los dos grupos puede resultar insuficiente para analizar el origen de esta estrategia (Fox y Hamilton, 1994; Chatterjee *et al.*, 2003).

Finalmente, los resultados también evidencian que un determinante de naturaleza económica; el potencial para generar sinergias de mercado con la entrada en nuevos sectores de actividad, parece resultar mucho más influyente que el resto de los considerados. Por tanto, se podría deducir que nuestras empresas podrían haber diversificado principalmente con la expectativa de incrementar el nivel de rentabilidad a fin de mejorar su situación actual. En este sentido, la literatura señala que el éxito o fracaso de la diversificación depende fuertemente de la naturaleza de las razones que la justifican (Miller, 2004), es decir, que para que esta estrategia pueda crear valor debe responder a razones económicas, con potencial para generar ventajas competitivas en la organización conjunta de varios negocios, y no a razones oportunistas, relacionadas con la función de utilidad del directivo. Por tanto, las estrategias de diversificación emprendidas por los directivos españoles parecerían tener cierto potencial para favorecer la rentabilidad de sus empresas.

No obstante, la materialización de los beneficios potenciales derivados de esta estrategia no está exenta de problemas. Efectivamente, una gran parte de los procesos de diversificación no llega a obtener las ganancias esperadas como consecuencia de las múltiples dificultades que pueden surgir tras su implantación. Ello explica que el debate en torno a los resultados de esta opción estratégica continúe abierto. Por esta razón, tras examinar los posibles determinantes de la diversificación, como futura línea de investigación se plantea el análisis de sus efectos en los resultados de las empresas que efectivamente la abordaron y muy especialmente sobre sus niveles de rentabilidad.

NOTAS

¹ Tesorería por encima de las oportunidades de inversión rentables y capacidad de endeudamiento infrautilizada (Jensen, 1986).

² Estos sectores fueron excluidos para evitar posibles distorsiones derivadas de su especial funcionamiento y regulación.

³ La utilización de una muestra compensada, procedimiento conocido como “*state-based sampling*”, conduce a estimaciones más consistentes e insesgadas que el empleo de una muestra desproporcionada en la que uno de los dos posibles estados se encuentra sobre-representado (Manski y McFadden, 1981).

⁴ Al igual que en la mayor parte de los estudios consultados, se consideró que la diversificación se produce cuando la entidad está presente en varias industrias a nivel de 4 dígitos SIC (Denis *et al.*, 1997; Aggarwal y Samwick, 2003 y Santalo y Becerra, 2006, entre otros).

⁵ El esfuerzo tecnológico sectorial ha sido calculado por el INE como el porcentaje que los gastos en I+D representan sobre el valor añadido bruto, por ramas de actividad.

BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, R.K. y SAMWICK, A.A. (2003): “Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered”, *Journal of Finance*, Vol. 58, Nº 1, pp. 71-118.
- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981): “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, Nº 2, pp. 605-617.
- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1999): “Does the corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Nº 11, pp. 1063-1069.

- BERGER, P.G. y OFEK, E. (1995): "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, Nº 1, pp. 39-65.
- BOTTAZZI, G. y SECCHI, A. (2005): "Growth and diversification patterns of the worldwide pharmaceutical industry", *Review of Industrial Organization*, Vol. 26, Nº 2, pp. 195-216.
- BOYD, B.K., GOVE, S. y HITT, M.A. (2005): "Consequences of measurement problems in strategic management research: the case of Amihud y Lev", *Strategic Management Journal*, Vol. 26, Nº 4, pp. 367-375.
- CAMPA, J.M. y KEDIA, S. (2002): "Explaining the diversification discount", *Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 2, pp. 1731-1762.
- CHATTERJEE, S. y SINGH, J. (1999): "Are tradeoffs inherent in diversification moves? A simultaneous model for type of diversification and mode of expansion decisions", *Management Science*, Vol. 45, Nº 1, pp. 25-42.
- CHATTERJEE, S. y WERNERFELT, B. (1991): "The link between resources and type of diversification: Theory and evidence", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, Nº 1, pp. 33-48.
- CHATTERJEE, S., HARRISON, J.S. y BERGH, D.D. (2003): "Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing", *Strategic Management Journal*, Vol. 24, Nº 1, pp. 87-96.
- DENIS, D.J., DENIS, D.K. y SARIN, A. (1997): "Agency problems, equity ownership and corporate diversification", *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 1, pp. 135-160.
- DENIS, D.J., DENIS, D.K. y SARIN, A. (1999): "Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies", *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Nº 11, pp. 1071-1076.
- FAN, J. y LANG, L. (2000): "The measurement of relatedness: an application to corporate diversification", *Journal of Business*, Vol. 73, Nº 4, pp. 1334-1346.
- FAUVER, L., HOUSTON, J. y NARANJO, A. (2003): "Capital market development, legal systems and the value of corporate diversification: A cross-country analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Nº 1, pp. 135-157.
- FOX, M.A. y HAMILTON, R.T. (1994): "Ownership and diversification: Agency theory or Stewardship theory", *Journal of Management Studies*, Vol. 31, Nº 1, pp. 69-81.
- GIMENO, J. y WOO, L. (1999): "Reciprocal threats in multimarket rivalry", *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Nº 2, pp. 101-128.
- GOURLAY, A. y SEATON, J. (2004): "The determinants of firm diversification in UK quoted companies", *Applied Economics*, Vol. 36, pp. 2059-2071.
- GRIBBIN, J.D. (1976): "The conglomerate merger", *Applied Economics*, Vol. 8, Nº 1, pp. 19-35.
- HELPHAT, C. y EISENHARDT, K.M. (2004): "Inter-temporal economies of scope, organizacional modularity and the dynamics of diversification", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, Nº 13, pp. 1217-1232.
- HOSKISSON, R.E. y HITT, M.A. (1990): "Antecedents and Performance. Outcomes of Diversification: A review and critique of theoretical perspectives", *Journal of Management*, Vol. 16, Nº 2, pp. 461-509.
- HUBBARD, R.G.H. y PALIA, D. (1999): "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view", *Journal of Finance*, Vol. 54, Nº 3, pp. 1131-1152.
- JENSEN, M. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, Nº 2, pp. 323-329.
- LAMONT, O. y POLK, C. (2001): "The diversification discount: Cash flows vs. returns", *Journal of Finance*, Vol. 56, Nº 5, pp. 1693-1701.
- LANG, L.H.P. y STULZ, R.M. (1994): "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, Nº 6, pp. 1248-1280.
- LI, S.X. y GREENWOOD, R. (2004): "The effect of within-industry diversification on firm performance: synergy creation, multi-market contact and market structuration", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, Nº 12, pp. 1131-1153.
- MANSKI, C.F. y McFADDEN, D. (1981): "Alternative estimators and sample designs for discrete choice analysis", en Manski C.F. & McFadden D. (Eds.): *Structural Analysis Discrete Data with Econometric Applications*, MIT Press, Cambridge, MA.
- MARTIN, J. y SAYRAK, A. (2003): "Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, Nº 6, pp. 37-57.
- MCDONALD, J.M. (1985): "R&D and the direction of diversification", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, Nº 4, pp. 583-590.
- MEGGINSON, W.L., MORGAN, A. y NAIL, L. (2004): "Changes in corporate focus, ownership structure and long-run merger returns", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, Nº 3, pp. 523-552.
- MERINO, F. y RODRÍGUEZ, D.R. (1997): "A consistent analysis of diversification decisions with non-observable firm effects", *Strategic Management Journal*, Vol. 18, Nº 9, pp. 733-743.
- MILLER, D.J. (2004): "Firms' technological resources and the performance effects of diversification: A longitudinal study", *Strategic Management Journal*, Vol. 25, Nº 11, pp. 1097-1119.
- MILLER, D. J. (2006): "Technological diversity, related diversification and firm performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 27, Nº 7, pp. 601-619.

- MONTGOMERY, C.A. y HARIHARAN, S. (1991): "Diversified entry by established firms", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 15, Nº 1, pp. 71-89.
- PALICH, L.E., CARDINAL, L.B. y MILLER, C.C. (2000): "Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, Nº 2, pp. 155-174.
- PARK, C. (2003): "Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers", *Strategic Management Journal*, Vol. 24, Nº 5, pp. 471-480.
- PENROSE, E. (1959): *The Theory of Growth of the firm*. Basil Blakwell, Londres; traducido en E. Penrose (1962): Teoría del crecimiento de la empresa, Aguilar, Madrid.
- RAMANUJAN, V. y VARADARAJAN, P. (1989): "Research on corporate diversification: A synthesis", *Strategic Management Journal*, Vol. 10, Nº 6, pp. 523-551.
- RAMASWAMY, K., LI, M. y VELIYATH, R. (2002): "Variations in ownership behavior and propensity to diversify: A study of the Indian corporate context", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, Nº 4, pp. 345-358.
- RUMELT, R.P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- SANTALÓ, J. y BECERRA, M. (2006): "The dominance of diversified versus specialized firm across industries", *Journal of Business Research*, Vol. 59, Nº 3, pp. 335-340.
- SILVERMAN, B.S. (1999): "Technological Resources and the direction of corporate diversification: Toward and integration of the Resource-based View and Transaction Cost Economics", *Management Science*, Vol. 45, Nº 8, pp. 1109-1124.
- STEIN, J. (1997): "Internal capital markets and the competition for corporate resources", *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 1, pp. 111-134.
- SUÁREZ, I. (1994): "El desarrollo de la empresa: Un enfoque basado en los recursos", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 3, Nº 1, pp. 25-36.
- VILLALONGA, B. (2002): "Does diversification cause the "diversification discount"?", Manuscrito no publicado, University of California, Los Ángeles.
- WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York.
- WRIGHT, P., KROLL, M. y ELENKOV, D. (2002): "Acquisition returns, increase in firm size and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring", *Academy of Management Journal*, Vol. 45, Nº 3, pp. 599-608.