

Documento de Trabajo 02/07

Estrategia de Diversificación y Oportunidades de crecimiento: evidencia para el mercado español

Alberto de Miguel Hidalgo
Diana M. Ríos Rodríguez
Universidad de Salamanca

Resumen: El objetivo principal del presente trabajo es verificar si la existencia de diferencias en oportunidades de crecimiento entre las empresas diversificadas y no diversificadas influye en el impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa. Con un panel de datos completo para 67 empresas españolas no financieras para el periodo comprendido entre 1986 a 2003 analizamos esta influencia. Los resultados obtenidos permiten concluir que las empresas españolas diversificadas presentan un descuento antes de controlar las oportunidades de crecimiento, sin embargo este descuento desaparece cuando tomamos en consideración estas diferencias. Los resultados son robustos a la inclusión de diferentes variables de diversificación.

Palabras clave: estrategia de diversificación, oportunidades de crecimiento y valor de la empresa

Dpto. de Administración y Economía de la Empresa
Campus Miguel de Unamuno
Universidad de Salamanca
37007 Salamanca
Teléfono: 923 294400 Ext. 4640
amiguel@usal.es
drios@usal.es

1. INTRODUCCIÓN

La estrategia de diversificación corporativa ha sido un tema ampliamente estudiado y debatido en el mundo académico y empresarial. Sin embargo, no podemos decir que en la actualidad se haya podido llegar a un consenso sobre cuál es el verdadero impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa y cuáles son las razones que llevan a las entidades a realizar esta estrategia.

En la actualidad las empresas continúan realizando la estrategia de diversificación, sin embargo aún los académicos no logran tener claro el por qué diversifican las empresas. Debido a los extensos enfoques desde el que podríamos abordar esta pregunta tratamos de presentar los que consideramos más importantes.

Montgomery (1994) identifica tres principales perspectivas teóricas: la teoría de agencia, la teoría basada en los recursos y el poder de mercado. La teoría de agencia predice que los gerentes mantendrán una estrategia de diversificación aunque se reduzca la riqueza de los accionistas, siempre que puedan obtener beneficios de la diversificación que exceden a los costes por ellos asumidos (Amihud y Lev, 1999; Denis y Thothadri, 1999). La teoría basada en los recursos postula que las empresas se diversificarán si tienen recursos y capacidades que son transferibles entre sus industrias. Por último, las empresas pueden diversificarse para incrementar su poder de mercado.

Gomes y Lividan (2004) identifica que las empresas se diversifican para tomar ventajas de economías de alcance eliminando redundancias a través de diferentes actividades y reduciendo sus costes fijos de producción. Las empresas maduras y con crecimiento lento se diversifican para explorar nuevas y atractivas oportunidades de producción. Maksimovic y Phillips (2002) proponen otras razones para la diversificación: 1) cuando las empresas logran su tamaño óptimo, 2) cuando la rentabilidad de la industria principal ha disminuido y 3) cuando tienen una alta capacidad de producción.

Esta comprobado que las empresas diversificadas obtienen beneficios y costes en la puesta en práctica de esta estrategia. Algunos de éstos beneficios son: creación de mercados de capitales internos que permite una asignación más eficiente de los recursos entre los negocios (Williamson, 1985; Stein, 1997), mayor capacidad de endeudamiento (Lewellen, 1971; Shleifer y Vishny, 1992), incremento del poder de mercado (Tirole, 1995), mayor eficiencia operativa, menor incentivo para renunciar a proyectos de valor presente neto positivos, reducción en sus niveles de impuestos (Majd y Myers 1987; Berger y Ofek, 1995) y reducción en el riesgo asociado a participar en un solo negocio (Lewellen, 1971; Comment y Jarrell, 1995).

Los costes de diversificación se derivan principalmente de problemas de agencia, de la intención de los directivos para incrementar sus beneficios privados (Jensen, 1986; Morck *et al.*, 1990), reducir el riesgo personalmente asumido por los gerentes (Amihud y Lev, 1981) o para atrincherarse (Shleifer y Vishny, 1989). Los impactos negativos de la diversificación corporativa generalmente son descritos en términos de inversiones ineficaces debido a la subvención cruzada entre divisiones (Berger y Ofek, 1995; Meyer *et al.*, 1992), luchas de poder internas generadas en las asignaciones de recursos entre las divisiones de una empresa diversificada (Rajan *et al.* 2000), inversiones en líneas de negocios con pobres oportunidades (Stulz, 1990), costes de asimetría de la información que surge entre dirección central y gerentes divisionales en empresas descentralizadas (Harri *et al.*, 1982), o entre directivos y los inversores externos (Stein, 1997; Fluck y Lynch, 1999; Hadlock *et al.*, 2001)

La investigación sobre diversificación generalmente se centra en la relación de ésta estrategia con el valor de la empresa. Los resultados en esta línea son controvertidos ya que las conclusiones son contrarias.

Por una parte existe la evidencia de una relación negativa entre valor de la empresa y su nivel de diversificación. La evidencia que soporta esta conclusión proviene de diferentes fuentes, por ejemplo, que las empresas diversificadas presentan una q de Tobin menor a aquella de las empresas no diversificadas, las empresas diversificadas tienen un descuento de aproximadamente el 15% respecto a la mediana de su sector, o que el mercado tiende a reaccionar favorablemente a los aumentos en la concentración de negocios (Weston, 1970; Lewellen, 1971; Chandler, 1977; Bemheim y Winston, 1990; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Tirole, 1995; Rajan *et al.*, 2000; Lamont y Polk, 2002). Por otra parte existen trabajos que argumentan que la relación es positiva, es decir, la estrategia de diversificación no destruye el valor de las empresas que la efectúan (Amihud y Lev, 1981; Stulz, 1990; Meyer *et al.*, 1992; Chevalier, 1999; Whited, 2001; Campa y Kedia, 2002; Graham *et al.*, 2002; Gomes y Lividan, 2004; Mansi y Reeb, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b). En estos trabajos técnicamente no cuestionan la existencia del descuento. Sin embargo, argumentan que el descuento se debe a factores como el tipo de datos utilizados, la metodología empleada y las unidades utilizadas (empresas de un solo segmento) como punto de referencia para realizar las comparaciones del valor de las empresas.

En este marco de análisis se debate, pues, la motivación de la diversificación en relación con su capacidad de generar valor. La estrategia de diversificación puede ser vista actualmente como un proceso dinámico y flexible en el cual las empresas ejercen sus oportunidades de crecimiento, no simplemente para

capturar actuales sinergias, sino también en anticipación de futuras sinergias y complementariedades entre líneas de negocios actualmente no relacionadas. Respecto a este punto, existen posturas contrarias, por ejemplo, Hyland y Diltz (2002) proponen que las empresas diversificadas pueden tener menos oportunidades de crecimiento en sus actividades actuales con relación a empresas no diversificadas. Por su parte Morck y Yeung (1998) argumentan que la estrategia de diversificación puede tener un impacto positivo en el valor de la empresa, cuando ésta invierte en activos intangibles. De esta forma las oportunidades de crecimiento son una de las características más importantes de la empresa que es necesario controlar para evaluar el efecto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa (Stowe y Xing, 2006).

En este sentido el objetivo de la investigación es analizar si las diferencias en oportunidades de crecimiento influyen en el impacto de la estrategia de la diversificación sobre el valor de la empresa para el mercado español.

Los resultados obtenidos nos permitieron concluir en primer lugar, que las empresas españolas no financieras que ejercen la estrategia de diversificación son valoradas en un descuento de aproximadamente 15% en relación con las empresas no diversificadas. Estos resultados son consistentes con los trabajos de Lang y Stulz (1994), Berger y Ofek (1995), Rajan *et al.* (2000). Sin embargo, nuestros resultados son contrarios a los estudios realizados por Menéndez y Gómez (2000); Ramírez y Espitia (2000) y Suárez (1994), para el mercado español. En segundo lugar, una vez que controlamos las diferencias de oportunidades de crecimiento en las empresas diversificadas y no diversificadas, el descuento desaparece, convirtiéndose en una prima de aproximadamente 0,4%. Esta relación es robusta a la inclusión de diferentes medidas de diversificación. Los resultados nos permitieron hacer una conclusión general, las diferencias en oportunidades de crecimiento influyen en el descuento que enfrentan las empresas diversificadas del mercado español. Estos resultados se encuentran en la línea de Bernardo y Chowdhry (2002) y Ferris, *et al.* (2002), pero son contrarios para los estudios efectuados por Lamont y Polk (2002) y Stowe y Xing (2006).

El trabajo está estructurado de la siguiente forma, en la Sección 2 se presenta una revisión de la literatura sobre la relación entre diversificación, oportunidades de crecimiento y valor de la empresa; la Sección 3 describe la muestra y la metodología empleada. La Sección 4 presenta los principales resultados obtenidos. Finalmente, las conclusiones se presentan en la Sección 5.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El valor de la empresa está conformado por la suma de dos elementos: inversiones en funcionamiento (*assets-in-place*) y el valor de las futuras oportunidades de crecimiento (Myers, 1977). Las inversiones en funcionamiento hacen referencia a las asignaciones de recursos previamente efectuadas y no abandonadas, las oportunidades de crecimiento o de inversión son definidas como el derecho a acceder a la explotación de una oportunidad latente en un determinado mercado (Andrés y De la Fuente, 2004). Kester (1984) y Danbolt *et al.*, (2002) argumentan que las oportunidades de crecimiento son en promedio más del 50% del valor de mercado de las empresas. Es debido a lo anterior que las oportunidades de crecimiento surgen como una de las más importantes características de la empresa que es necesario controlar para evaluar el efecto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa.

Las oportunidades de crecimiento pueden incluir proyectos de expansión, introducción de nuevos productos, adquisiciones de otras empresas, imagen de marca y hasta el mantenimiento y reposición de los activos existentes (Mason y Merton, 1985).

Existe literatura que argumenta que la diversificación corporativa puede ser asociada a menores oportunidades de crecimiento, porque las empresas se diversifican debido a que presentan pocas oportunidades de crecimiento en su industria actual, es decir, las empresas tienen pocas oportunidades de crecimiento aún antes de diversificarse (Lang y Stulz, 1994; Stowe y Xing, 2006).

Hyland y Diltz (2002) proponen que las empresas diversificadas pueden tener pobres resultados e invertir menos en investigación y desarrollo en comparación con las empresas no diversificadas y en consecuencia, las empresas diversificadas pueden tener menos oportunidades de crecimiento en sus actividades actuales en relación con empresas no diversificadas. Este resultado es consistente con Morck y Yeung (1998) que argumentan que la diversificación corporativa puede incrementar el valor de una empresa en presencia de activos intangibles, pero igualmente puede destruirlo cuando los activos intangibles, los cuales son una *proxy* del crecimiento futuro, no están presentes.

Lamont y Polk (2002) concluyen que los aumentos exógenos en la diversidad de oportunidades de crecimiento en la empresa debido a cambios en las oportunidades de crecimiento en su sector están negativamente relacionados con el valor de la empresa. Sus resultados implican que el descuento por diversificación no es debido a diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y no diversificadas. Stowe y Xing (2006) por su parte,

argumentan que efectivamente las empresas diversificadas presentan menores oportunidades de crecimiento en relación con las empresas no diversificadas y que el descuento por diversificación es poco probable para ser el resultado espurio de un control inadecuado de las diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y empresas no diversificadas.

En este marco de debate, el enfoque de opciones reales realiza una aportación importante al definir a la estrategia de diversificación como un proceso de ejercer algunas de las oportunidades de crecimiento que afronta la empresa (Bernardo y Chowdhry, 2002). Si bien, la estrategia de diversificación es una forma de mejorar el crecimiento actual de la empresa, ésta mejora se obtiene en detrimento de las futuras oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, es lógico esperar que las empresas diversificadas tengan menores oportunidades de crecimiento que la mediana de su sector conformado por empresas de un solo segmento. En este sentido Chevalier (2000) concluye que las oportunidades de crecimiento son sistemáticamente diferentes entre conglomerados y empresas de un solo segmento. Bernardo, *et al.* (2000) por su parte, demuestran una relación positiva entre las opciones reales y el número futuro de segmentos en el cual la empresa opera. Argumentan que empresas diversificadas conformadas por segmentos con menores opciones reales, invierten menos en investigación y desarrollo (I+D), tienen mayores activos tangibles y son más grandes en tamaño con relación a las empresas de un solo segmento.

El impacto de la estrategia de diversificación no es absoluto, más bien es condicional de los recursos financieros y de las oportunidades de crecimiento de las empresas. En las empresas con altas oportunidades de crecimiento y alto niveles de *cash flow* la diversificación no destruye el valor de la empresa, sin embargo cuando no existen estas características, la diversificación impacta negativamente el valor de la empresa (Ferris, *et al.* 2002).

Esto es debido a que la estrategia de diversificación desde el enfoque de opciones reales es en sí una opción de crecimiento, mientras que las empresas no diversificadas poseen aún la capacidad de expandirse a otros sectores. Consecuentemente y considerando que las oportunidades de crecimiento forman parte importante del valor de mercado de la empresa cabría esperar que las empresas diversificadas exhiban un valor de mercado menor a aquel de las empresas no diversificadas.

Generalmente en los estudios de diversificación corporativa el punto de referencia son las medianas de la industria de las empresas de un solo segmento, sin embargo esta comparación puede no ser correcta puesto que las empresas diversificadas y no diversificadas pueden diferir en sus oportunidades de crecimiento. Tomando en consideración las diferencias en las oportunidades de

crecimiento que pueden existir entre las empresas diversificadas y no diversificadas, podríamos argumentar que el descuento de diversificación podría ser en parte causado por dichas diferencias.

Nuestro trabajo se centra en la influencia de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa para el mercado español. Existen algunos trabajos en este sentido (Menéndez y Gómez, 2000; Ramírez y Espitia, 2000 y Suárez, 1994), sin embargo nosotros damos un paso adelante al comprobar si las diferencias en las oportunidades de crecimiento entre las empresas diversificadas y no diversificadas influyen en los resultados que se han obtenido en este tema.

3. DATOS Y METODOLOGÍA

3.1 Muestra

Para el análisis del presente trabajo se utilizó la base de datos internacional Worldscope, de la cual fueron analizadas 123 empresas españolas no financieras para los años comprendidos entre 1986 y 2003. La elección de los años de la muestra se basó principalmente en la disponibilidad de los datos para la construcción de las variables de diversificación y exceso de valor. Los años de las empresas fueron considerados si existía información sobre las ventas en por lo menos un segmento de actividad y no tenían segmentos participantes en el sector de servicios financieros (*SIC* entre 6000 y 6999). Como requisito adicional las empresas deben de tener disponible información sobre su capital total¹. Consideramos como empresas no diversificadas aquellas que participan solamente en un segmento, y diversificadas, las empresas que participan en dos o más segmentos. Cincuenta y siete empresas fueron eliminadas de la muestra debido a que no tenían ninguna información sobre sus líneas de negocios en los años requeridos. Este procedimiento resultó en un panel de datos completo para 67 empresas² con 598 observaciones. La muestra se redujo considerablemente debido principalmente al estricto requisito de que las empresas deberían reunir al menos seis años consecutivos para la realización de los test estadísticos comúnmente utilizados en la metodología de datos de panel. Dentro de los sectores que comprenden el panel se encuentran: agricultura, industria de minería y de la construcción, industria manufacturera, industria mecánica, transporte, comercio y servicios. Una distribución de esto en base a sus ventas se encuentra en la Tabla 1.

¹ Medido como el valor de mercado del capital común más el valor en libros de la deuda (Berger y Ofek, 1995).

² Nuestra muestra es comparable con el trabajo realizado para el mercado español por Menéndez y Gómez (2000).

[Insertar aquí Tabla 1]

La tabla 1 describe de forma general las empresas que conforman la muestra con respecto a la media de sus ventas. Podemos observar que los sectores que tiene mayor peso son: transporte con un 32,14%, minería y construcción con un 18,33% y en tercer lugar encontramos al sector industrial con una media en ventas del 17,92%.

3.2 Variables

Para analizar cuál es la influencia de la estrategia de diversificación en el valor de las empresas españolas nos centramos en la medida exceso de valor propuesta por Berger y Ofek (1995). Esta medida compara el valor total de la empresa al valor imputado de cada uno de sus segmentos como si fueran entidades independientes.

El exceso de valor para una empresa esta determinado por las siguientes ecuaciones:

$$Exval = \ln[V / I(V)] \quad (1)$$

Donde *Exval* es el exceso de valor para una empresa española, *V* es el capital total de la empresa, aproximado por la suma del valor de mercado del capital común y el valor en libros de su deuda, *I(V)* es la suma de los valores imputados de cada uno de los segmentos de la empresa considerados como entidades independientes.

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i * [Ind_i(V/AI)_m] \quad (2)$$

Donde *AI_i* es el valor de las ventas del segmento *i*, *Ind_i(V/AI)_m* es la mediana del ratio del capital total a las ventas para las empresas españolas de un solo segmento en la industria *i*.

La suma de los valores imputados de los segmentos de la empresa estima el valor de la empresa como si todos sus segmentos fueran operados como empresas independientes o de un solo segmento. Esta medida trata de captar la reducción o incremento en el valor de las empresas que llevan a cabo la estrategia de diversificación. Un valor positivo para esta medida indicará que la diversificación esta relacionada positivamente con el valor de la empresa, es decir, que existe una prima. Un valor negativo significará que la diversificación reduce o destruye el valor de la empresa. Esta medida provee una estimación

directa del exceso de valor asociado con la diversificación y permite explorar las fuentes del efecto general de la diversificación en el valor de la empresa.

El nivel de diversificación corporativa es medido a través del Índice de Herfindahl definido por la propuesta de Berry (1971), que es una modificación del índice propuesto por Hirschman (1964):

$$\text{Herf} = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2 \quad (3)$$

Donde n es el número de líneas de negocios de la empresa, P es la proporción de las ventas de cada una de las líneas de negocios respecto a las ventas totales de la empresa. Valores del índice próximos a la unidad reflejarán mayor grado de diversificación y viceversa.

Alternativamente se incluye en los modelos como medida del grado de diversificación de la empresa una variable dummy, designando 1 para las empresas diversificadas y 0 en otro caso.

Para medir las oportunidades de crecimiento de las empresas y poder identificar si influyen en el impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa, consideramos como una buena aproximación el ratio de inversiones en capital sobre el total activo. Esta medida es utilizada en trabajos como Lang y Stulz (1994) y Stowe y Xing (2006). Consideramos apropiada esta medida porque podemos aproximarnos a las futuras oportunidades de crecimiento que podrían tener las empresas y son éstas las que impactan la valoración de una empresa. Existen otras variables que podrían ser utilizadas, como por ejemplo, inversión en investigación y desarrollo (I+D), pero esta variable no está disponible en nuestra base de datos a nivel de líneas de negocio.

El ratio de inversiones en capital sobre el activo total nos ayudará a controlar las diferencias en oportunidades de crecimiento que pudieran existir entre empresas diversificadas y no diversificadas. Siguiendo a Stowe y Xing (2006) ajustamos la medida de exceso de valor, calculando los valores imputados de los segmentos como la multiplicación de las ventas del segmento i por la media del ratio de capital total a ventas para las empresas españolas de un solo segmento en la industria i . Las empresas de un solo segmento son aquellas que se encuentran en el mismo sector y que presentan semejantes oportunidades de crecimiento, aproximadas como el ratio de inversiones en capital a los activos totales.

Con la finalidad de controlar los factores que podrían afectar la medida de exceso de valor se incluyeron dos variables de control tamaño de la empresa y crecimiento medidas por el logaritmo natural de los activos totales e inversiones en capital sobre ventas (CAPEX/ventas) respectivamente (Berger y Ofek, 1995; Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b).

Después de comprobar si las empresas españolas presentan una relación negativa entre su valor y la estrategia de diversificación, realizamos la estimación introduciendo la medida de exceso de valor controlando las oportunidades de crecimiento. La finalidad es comprobar si existen diferencias en las oportunidades de las empresas diversificadas y no diversificadas que pudieran influir en el impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa.

Los modelos estimados en este apartado de nuestra investigación fueron:

$$EXVAL_{it} = \alpha_t + \beta_1 HERF_{it} + \beta_2 EXVAL_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + \beta_5 CREC_{it} + d_t + \eta_i + v_i$$

$$EXVALOC_{it} = \alpha_t + \beta_1 HERF_{it} + \beta_2 EXVALOC_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + d_t + \eta_i + v_i$$

Donde EXVAL es la medida de valor de la empresa, EXVALOC es el exceso de valor ajustado a las oportunidades de crecimiento, HERF es el índice de diversificación, LNTA es el logaritmo natural de los activos totales y CREC representa el crecimiento de la empresa aproximado por el ratio CAPEX/ventas. Con la finalidad de comprobar la robustez de los resultados los modelos se reestiman incluyendo una variable dummy para aproximarnos al nivel de diversificación.

La metodología utilizada para alcanzar nuestro objetivo es datos de panel, esta metodología nos permite tomar en cuenta la heterogeneidad inobservable constante, es decir, las características específicas de cada una de las empresas y factores específicos en el tiempo. Para la estimación del modelo utilizaremos el Método Generalizado de los Momentos (GMM) en dos etapas, conocido también como *system GMM*³. En la estimación consideramos las variables EXVAL, EXVALOC y LNTA como endógenas. Al identificar las variables independientes como endógenas se toma un retardo adicional sobre la ecuación, siendo los instrumentos válidos, los retardos *t-s* para *s* mayor o igual a 2. Al tener un modelo con variables retardadas, el estimador convencional de efectos fijos estará sesgado. Para eliminar este problema y ganar eficacia, se aplica la

³ Se utilizó el módulo Xtabond2 (2005) para Stata en la estimación. Esta es una extensión del estimador original de Arellano y Bond (1991), que proponen originalmente Arellano y Bover (1995) y se desarrolla completamente por Blundell y Bond en 1998.

solución planteada por Arellano y Bond (1991) de tomar como instrumentos válidos desde $t-2$. Finalmente para eliminar el efecto individual de cada empresa, las variables se transforman en primeras diferencias.

4. RESULTADOS

4.1 Estadísticos Descriptivos

Los estadísticos descriptivos para la totalidad de la muestra agrupada en empresas diversificadas y no diversificadas se presentan en la tabla 2. Podemos observar que en media las empresas no diversificadas tienen un 2,1% de exceso de valor (EXVAL) y un 5,3% de exceso de valor ajustado a sus oportunidades de crecimiento (EXVALOC). Las empresas diversificadas tienen en media un exceso de valor (EXVAL) negativo de 4,1%, sin embargo, no representa una diferencia significativa con respecto a las empresas no diversificadas, su medida de exceso de valor ajustada a las oportunidades de crecimiento (EXVALOC) es superior a aquellas de las empresas no diversificadas 5,7%, nuevamente esta diferencia no es significativa. No podemos afirmar de forma preliminar que la estrategia de diversificación reduce el valor de las entidades.

El índice de diversificación Herfindahl presenta niveles bajos para ambos grupos de empresas, diversificadas y no diversificadas, 24,1% y 51,8% respectivamente. Cabe señalar que esta diferencia es significativa al 1%. Con esto podemos confirmar el perfil especializado para las empresas españolas no financieras (Suárez, 1993, 1994).

Para la variable de control crecimiento (CREC) las empresas no diversificadas presentan mayores medias, 10,2%. Solo la variable tamaño de la empresa (LNTA) es significativamente diferente entre los dos grupos de empresas, siendo las empresas diversificadas las que tienen en media un mayor tamaño, 13,47.

[Insertar aquí Tabla 2]

4.2 Resultados de la estimación

Como un paso preliminar a contrastar el objetivo de nuestro trabajo, debemos analizar cuál es la influencia de la estrategia de diversificación en el valor de las empresas españolas no financieras, es decir, si existe una prima o un descuento por diversificación.

La tabla 3 presenta el resultado de la estimación del modelo⁴, en el cual la variable dependiente es el exceso de valor (EXVAL), y las variables explicativas son el índice de diversificación Herfindahl (HERF), tamaño de la empresa (LNTA), el retardo del valor (EXVAL -1), el retardo del tamaño (LNTA -1) y crecimiento (CREC).

Analicemos los resultados obtenidos para el modelo en la tabla 3, podemos corroborar que existe una relación negativa y significativa al 1% entre el valor de la empresa y la estrategia de diversificación (15%). Estos resultados son consistentes con los trabajos de Lang y Stulz (1994), Berger y Ofek (1995), Rajan *et al.* (2000), Lamont y Polk (2002) y contrarios, para el caso español con los estudios de Menéndez y Gómez (2000), Ramírez y Espitia (2000) y Suárez (1994). Hay una fuerte evidencia que empresas con superiores valores de mercado (EXVAL-1) en el pasado son valoradas más que la media de la industria de empresas de un solo segmento. En cuanto a los coeficientes de las variables de control, tanto las oportunidades de crecimiento (CREC) son positivas y significativas a un nivel del 1% con coeficiente de 0,354. Por lo tanto, se confirma la relación positiva entre las oportunidades de crecimiento y el valor de la empresa. En cuanto al tamaño (LNTA) aproximado como el logaritmo natural de los activos totales, es significativo y positivo (0,589), indicando que el tamaño de la empresas tiene una relación positiva con su valor de mercado. En nuestros resultados podemos encontrar una relación positiva y significativa entre diversificación y tamaño de las empresas como lo realizado por Lang y Stulz (1994) y Lichtenberg (1992). Sin embargo, el coeficiente del retardo tamaño es -0,694 y significativo, indicando que el tamaño del año anterior se relaciona negativamente con la valoración que realiza el mercado de las empresas, esto se encuentra en línea con la literatura de diversificación (Campa y Kedia, 2002).

[Insertar aquí Tabla 3]

Una vez que comprobamos que las empresas españolas que ejercen la estrategia de diversificación presentan un descuento y que este es significativo al 1%, podemos realizar la estimación con la medida de exceso de valor controlando las oportunidades de crecimiento. Con esto pretendemos conocer si las diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y no diversificadas influyen en el impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa, que hasta este momento este impacto es negativo y significativo. Cabe señalar que la variable de control CREC, aproximada por el ratio de inversiones en capital sobre ventas no ha sido incluida debido a que la variable dependiente

⁴ Cabe señalar que se realizaron las estimaciones de los dos modelos incluyendo los efectos temporales, sin embargo estos efectos no fueron significativos para nuestros modelos.

EXVALOC se encuentra corregida por las oportunidades de crecimiento y su carácter de ser incluida sería redundante.

En la tabla 4 se presenta la estimación del modelo. Podemos observar que la relación es positiva y significativa al 5% entre la estrategia de diversificación (HERF) y el exceso de valor ajustado a las oportunidades de crecimiento (EXVALOC), 0,5%. Existe fuerte evidencia que empresas con superiores valores de mercado (EXVALOC-1) en el pasado son valoradas más que la media de la industria de empresas de un solo segmento. En cuanto a las variables de control crecimiento (CREC) es positiva y significativa al 1%. Respecto al tamaño (LNTA) aproximado como el logaritmo natural de los activos totales, es significativo y positivo (0,026), indicando que el tamaño de la empresas tiene una relación positiva con su valor actual. Respecto al retardo del tamaño de las empresas, se mantiene una relación negativa y significativa al 1%.

[Insertar aquí Tabla 4]

La robustez de estos resultados se evalúa mediante la sustitución del índice Herfindahl (HERF) de los modelos propuestos anteriormente por la variable dummy (D). Los nuevos resultados se presentan en las tablas 5 y 6. En la tabla 5 podemos analizar la estimación de la influencia de las estrategia de diversificación en el valor de la empresa, en términos generales los resultados se mantienen, indicando que las empresas diversificadas del mercado español presentan un descuento por diversificación, en este caso de aproximadamente un 8%, la relación es significativa al 1%. Sin embargo, este descuento es inferior a aquél obtenido con el índice Herfindahl, que fue de un 15%. Las relaciones de las restantes variables en el modelo son confirmadas. Por otro lado una vez que realizamos la estimación del segundo modelo (tabla 6) en el cual se corrige el valor de la empresa por las oportunidades de crecimiento e introducimos la variable dummy para aproximarnos a la estrategia de diversificación (D), el descuento por diversificación de aproximadamente un 8% desaparece. La relación pasa de ser negativa a positiva y significativa al 1%, confirmando la prima (0,4%) encontrada en el modelo estimado con el índice Herfindahl (HERF). El coeficiente obtenido es de 0,2%, aunque inferior al modelo inicialmente estimado la relación y nivel de significatividad son consistentes.

[Insertar aquí Tabla 5 y 6]

Estos resultados nos permiten concluir que para el caso español las diferencias en oportunidades de crecimiento pueden en parte explicar el descuento que sufren las empresas al llevar a cabo la estrategia de diversificación, en este sentido nuestros resultados se encuentran en la línea de Bernardo y Chowdhry (2002) y Ferris, *et al.* (2002), pero contrarios para los estudios efectuados por

Lamont y Polk (2002) y Stowe y Xing (2006). Los resultados son robustos a la inclusión de diferentes variables de diversificación.

5. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo ha sido analizar si las diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y no diversificadas influyen en el impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor de las empresas españolas no financieras. Se ha estudiado a la estrategia de diversificación corporativa desde un punto de vista dinámico, desde el cual las empresas pueden tener valoraciones de mercado inferiores debido, precisamente, a que ya han ejercido parte o todas las opciones de crecimiento que tienen como posibilidad, en relación con las empresas no diversificadas. Para alcanzar este objetivo se utilizó la base de datos internacional Worldscope y se analizó un panel de datos completo para 67 empresas con 598 observaciones para los años comprendidos entre 1986 y 2003.

Los resultados obtenidos nos permitieron concluir en primer lugar, que las empresas españolas no financieras que ejercen la estrategia de diversificación son valoradas en un descuento de aproximadamente 15% en relación con las empresas no diversificadas. Estos resultados son consistentes con numerosos e importantes estudios en la línea de diversificación corporativa. Sin embargo, nuestros resultados son contrarios a los estudios realizados para el mercado español.

En segundo lugar, una vez que controlamos las diferencias de oportunidades de crecimiento en las empresas diversificadas y no diversificadas el descuento desaparece, convirtiéndose en una prima por diversificación. Los resultados nos permitieron hacer una conclusión general, las diferencias en oportunidades de crecimiento influyen en el descuento que presentan las empresas diversificadas para el mercado español. Los resultados son robustos a la inclusión de diferentes variables de diversificación. Por lo tanto, las oportunidades de crecimiento surgen como una de las más importantes características de la empresa que es necesario controlar para evaluar el efecto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa.

REFERENCIAS:

- Amihud, Y. y Lev, B. (1981): "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Rand Journal of Economics*, 12:2, pp. 605-618.
- Amihud, D. y Lev, B. (1999): "Does the corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?", *Strategic Management Journal*, 20:11, pp. 1063-1069.
- Andrés, P. y De la Fuente, G. (2004): "Opciones reales y diversificación corporativa: evidencia para el caso español." Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa, 19, pp. 33-54.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991): "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations". *The Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.
- Arellano, M. y Bond, S. (1995): "Another look at the instrumental variable estimation of error-component models". *Journal of Econometrics*, 68, pp. 29-51.
- Bemheim, B. y Weston, B. (1990): "Multimarket Contact and Collusive Behavior", *RAND Journal of Economics*, 21:1, pp. 1-26.
- Berger, P. y Ofek, E. (1995): "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, 37:1, pp. 39-65.
- Bernardo, A. y Chowdhry, B. (2002): "Resources, Real Options, and Corporate Strategy", *Journal of Financial Economics*, 63:1, pp. 211-234.
- Bernardo, A.; Chowdhry, B.; Palia, D. y Sernova, E. (2000): "Real Options and the Diversification Discount", Paper presented at the 4th Annual International Conference on Real Options: Theory Meets Practice (University of Cambridge, UK, July).
- Berry, C. (1971): "Corporate Growth and Diversification", *Journal of Law and Economics*, 14:2, pp. 371-383.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998): "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115-143.
- Campa, J. y Kedia, S. (2002): "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, 57:4, pp. 1731-1762.
- Chandler, R. (1977): *The Visible Hand*, Belknap Press, Cambridge, MA.
- Chevalier, J. (1999): "Why do Firms Undertake Diversifying Mergers? An Examination of the Investment Policies of Merging Firms", Working Paper, <http://www.uchicago.edu/fac/judith.chevalier/research/>
- Chevalier, J. (2000): "What do we know about cross-subsidization? Evidence from de investment policies of merging firms." Working Paper. University of Chicago. <http://www.uchicago.edu/fac/judith.chevalier/research/>.
- Comment, R. y Jarrell, G. (1995): "Corporate Focus and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 37:1, pp.67-87.

- Danbolt, J.; Hirst, I. y Jones, E. (2002): "Measuring Growth Opportunities", *Applied Financial Economics*, 12, pp. 203-212.
- Denis, D. y Thothadri, B. (1999): "Internal Capital Markets, Growth Opportunities, and the Valuation Effects of Corporate Diversification", Working Paper, Purdue University.
- Ferris, S.; Nilanjan, S.; Lim, C. y Yeo, G. (2002): "Corporate focus versus diversification: the role of growth opportunities and cashflow", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12, pp. 231-252.
- Fluck, Z. y Lynch, A. (1999): "Why do Firms Merge and then Divest? A Theory of Financial Synergy", *Journal of Business*, 72, pp. 319-346.
- Gomes, J. y Lividan, D. (2004): "Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 59:2 pp. 507-535.
- Graham, J.; Lemmon, M. y Wolf, J. (2002): "Does Corporate Diversification Destroy Value?" *Journal of Finance*, 57:2, pp. 695-720.
- Hadlock, C.; Ryngaert, M. y Thomas, S. (2001): "Corporate Structure and Equity Offerings: Are there Benefits to Diversification?", *Journal of Business*, 74, pp. 613-635.
- Harris, M.; Kriebel, C. y Raviv, A. (1982): "Asymmetric information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation", *Management Science*, XX, pp. 604-620.
- Hirschman, A. (1964): "The Paternity of an Index", *American Economic Review*, 54, pp. 761.
- Hyland, D. y Diltz, J. (2002): "Why Firms Diversify: An Empirical Examination", *Financial Management*, 31, pp. 51-81.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Kester, W. (1984): "Today's Options for Tomorrow's Growth", *Harvard Business Review*, (March/April), pp. 153-160.
- Lamont, o. y Polk, C. (2002): "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks", *Journal of Financial Economics* 63:2, pp. 51-77.
- Lang, H. y Stulz, R. (1994): "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1248-1280.
- Lewellen, W. (1971): "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, 26:2, pp. 521-537.
- Linchtenberg, F. (1992): "Industrial De-diversification and its Consequences for Productivity", *Journal Economic Behavior and Organization*, 18, pp. 427-438.
- Majd, S. y Myers, S. (1987): "Tax asymmetries and Corporate Income Tax Reform", , *Journal of Financial Economics*, 12:2, pp. 147-175.
- Maksimovic, V. y Phillips, G. (2002): "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries? Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 57:2, pp. 721-767.
- Mansi, S. y Reeb, D. (2002): "Corporate Diversification: What gets Discounted?", *Journal of Finance*, 57:5, pp. 2167-2183.
- Mason, S y Merton, R. (1985): "The role of contingent claims analysis in corporate finance" in E.I. Airman and M. Subrahmanyam, Eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, IL, Irwin, pp. 7-54.

- Menéndez, E. y Gómez, S. (2000): “La estrategia de Diversificación Empresarial: Creación o Destrucción de Riqueza”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 7, pp. 383-400.
- Meyer, M.; Milgrom, P. y Roberts, J. (1992): “Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes”, *Journal of Economics and Management Strategy*, 1, pp.9-35.
- Montgomery, C. (1994): “Corporate Diversification”, *Journal of Economic Perspectives*, 8, pp. 163-178.
- Morck, R. y Yeung, B. (1998): “Why firms diversify: internationalization vs. agency behavior”, Working paper, University of Alberta.
- Morck, R.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1990): “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, 45:1, pp. 31-48.
- Myers, S. (1977): “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5:2, pp. 147-175.
- Rajan, R., Servaes, H., y Zingales, L. (2000): “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, 55:1, pp. 35-80.
- Ramírez, M. y Espitia, M. (2000): “El impacto de la Estrategia de Diversificación de Producto e Internacional sobre los Resultados Corporativos de las Grandes Empresas Españolas”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 5, pp. 111-131.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1989): “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, 25:1, pp. 123-139.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1992): “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, *Journal of Finance*, 47:4, pp. 1343-1366.
- Stein, J. (1997): “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources”, *Journal of Finance*, 52:1, pp. 111-133.
- Stowe, J. y Xing, X. (2006): “Can Growth Opportunities Explain the Diversification Discount?”, *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 783-796.
- Stulz, R. (1990): “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, *Journal of Financial Economics*, 26:1, pp. 3-27.
- Suárez I. (1993): “Fundamentos Teóricos y Empíricos de la Relación entre Diversificación y Resultados Empresariales: Un Panorama”, *Revista de Economía Aplicada*, 1:3, pp. 139-165.
- Suárez I. (1994): “Estrategia de Diversificación y Resultados de la Empresa Española”, *Revista de Economía Aplicada*, 11:4, pp.103-128.
- Tirole, J. (1995): *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Villalonga, B. (2004a): “Diversification Discount or Premium? Evidence from the Business Information Tracking Series”, *Journal of Finance*, 59:2, pp. 479-506.
- Villalonga, B. (2004b): “Does Diversification Cause the "Diversification Discount"”, *Financial Management*, 33:2, pp. 5-27.
- Weston, J. (1970): “The Nature and Significance of Conglomerate Firms”, *St. John's Law Review*, 44, pp. 66-80.
- Whited, T. (2001): “Is it Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount?”, *Journal of Finance*, 56:5, pp. 1667-1691.
- Williamson, O. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.

Tabla 1. Ventas por sector de actividad

	Num. %	Media	Desv. típ.
Agricultura	5,21%	307.442	527.290
Minería y Construcción	18,33%	1.080.619	1.839.274
Industria Manufacturera	17,92%	1.056.440	4.342.632
Industria Mecánica	5,97%	352.059	650.791
Transporte	32,14%	1.894.929	4.333.971
Comercio	11,15%	657.443	1.348.661
Servicios	9,27%	547.000	1.049.770

Las estadísticas están basadas en las ventas informadas en cada uno de los segmentos de las empresas. Las ventas se encuentran expresadas en miles de euros.

Tabla 2. Estadísticas descriptivas del modelo estimado

	Empresas no diversificadas			Empresas Diversificadas			t
	Media	Median a	Desv. típ.	Media	Mediana	Desv. típ.	
EXVAL	0,021	0,009	1,183	-0,041	-0,109	0,799	1,154
EXVALOC	0,053	0,034	0,056	0,057	0,045	0,052	0,725
HERF	0,241	0,198	0,231	0,518	0,530	0,186	-17,064**
CREC	0,102	0,052	0,222	0,101	0,052	0,250	0,560
LNTA	12,802	12,644	1,550	13,473	13,524	1,557	-5,463**

EXVAL, es una medida de exceso de valor de la empresa, que resulta de obtener el logaritmo natural del ratio del valor actual de las empresas, sobre la suma de los valores imputados de sus segmentos tomados como si fueran entidades independientes. Es decir, $EXVAL = \ln[V/I(V)]$, donde $I(V)$ es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como empresas independientes, $I(V)$, se obtiene de la suma de multiplicar la mediana del ratio de capital total sobre ventas de las empresas de un solo segmento en la misma industria por las ventas obtenidas en cada uno de los segmentos de la empresa desde $i=1,2,\dots,n$. V es el capital total considerado como el valor de mercado del capital común más deuda para cada empresa.

CREC, mide las oportunidades de crecimiento de las empresas y es aproximado por el ratio de CAPEX /ventas y finalmente LNTA, que se refiere al tamaño de la empresa, medido como el logaritmo natural de los activos totales. Los niveles de significación son indicados para la diferencia entre empresas diversificadas y no diversificadas, por medio del test de medias. Los valores entre paréntesis son el estadístico t.

** Significativa a un nivel del 1%

* Significativa a un nivel del 5%

Tabla 3. Impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa con índice Herfindahl

$$EXVAL_{it} = \alpha_t + \beta_1 HERF_{it} + \beta_2 EXVAL_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + \beta_5 CREC_{it} + \eta_i + v_i$$

<i>Variables</i>	EXVAL
constante	1,374** (4,41)
HERF	-0,150** (-2,84)
EXVAL(-1)	0,586** (81,42)
LNTA	0,589** (13,04)
LNTA(-1)	-0,694** (-18,26)
CREC	0,354** (27,30)
Hansen Test	chi(228) = 62,84 Pr>chi2 = 1,000
AR(1) z=	-1,51 Pr > z = 0,131
AR(2) z=	-0,62 Pr > z = 0,534
Obs.	598

La variable dependiente es el exceso de valor (EXVAL) de las empresas, medido como el logaritmo del ratio de su valor actual a la suma de valores imputados de sus segmentos considerados como entidades independientes. Es decir, $EXVAL = \ln[V/I(V)]$, donde V es el capital total considerado como el valor de mercado del capital común más el valor en libros de la deuda para cada empresa, I(V) es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como empresas independientes, I(V), se obtiene de la suma de multiplicar el ratio de capital total sobre ventas de las empresas de un solo segmento en la misma industria por las ventas obtenidas en cada uno de los segmentos de la empresa desde $i=1,2,3..n$. Las variables explicativas son el retardo de EXVAL, la medida de diversificación (HERF), obtenida por medio de la ecuación 3, el tamaño de la empresa (LNTA) aproximado por el logaritmo natural de sus activos totales, el retardo de LNTA y las oportunidades de crecimiento (CREC), CAPEX/ventas. Los valores entre paréntesis son el estadístico t.

** Significativa a un nivel del 1%

* Significativa a un nivel del 5%

Tabla 4. Impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa corregido por las oportunidades de crecimiento

$$EXVALOC_{it} = \alpha_t + \beta_1 HERF_{it} + \beta_2 EXVALOC_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + \eta_i + v_i$$

Variables	EXVALOC
constante	0,045** (11,63)
HERF	0,005** (2,81)
EXVALOC(-1)	0,397** (172,31)
LNTA	0,051** (42,24)
LNTA(-1)	-0,052** (-46,82)
Hansen Test	chi(228) = 60,65 Pr>chi2 = 1,000
AR(1) z=	-3,79 Pr > z = 0,000
AR(2) z=	-1,13 Pr > z = 0,260
Obs.	598

La variable dependiente es el exceso de valor ajustado a las oportunidades de crecimiento (EXVALOC) de las empresas, medido como el logaritmo del ratio de su valor actual a la suma de valores imputados de sus segmentos considerados como entidades independientes. Es decir, $EXVALOC = \ln[V/I(V)]$, donde V es el capital total considerado como el valor de mercado del capital común más el valor en libros de la deuda para cada empresa, I(V) es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como empresas independientes, I(V), se obtiene de la multiplicación de las ventas del segmento *i* por la media del ratio de capital total a ventas para las empresas españolas de un solo segmento en la industria *i*. Las empresas de un solo segmento son aquellas que se encuentran en el mismo sector y que presentan semejantes oportunidades de crecimiento, aproximadas como el ratio de inversiones en capital a los activos totales. Las variables explicativas son el retardo de EXVALOC, la medida de diversificación (HERF), obtenida por medio de la ecuación 3, el tamaño de la empresa (LNTA) aproximado por el logaritmo natural de sus activos totales, el retardo de LNTA. Los valores entre paréntesis son el estadístico t.

** Significativa a un nivel del 1%

* Significativa a un nivel del 5%

Tabla 5. Impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa con variable dummy

$$EXVAL_{it} = \alpha_t + \beta_1 D_{it} + \beta_2 EXVAL_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + \beta_5 CREC_{it} + \eta_i + v_i$$

<i>Variables</i>	EXVAL
constante	1,360** (6,33)
D	-0,079** (-3,26)
EXVAL(-1)	0,591** (66,07)
LNTA	0,553** (15,17)
LNTA(-1)	-0,652** (-16,54)
CREC	0,357** (25,76)
Hansen Test	chi(228) = 62,87 Pr>chi2 = 1,000
AR(1) z=	-1,51 Pr > z = 0,130
AR(2) z=	-0,49 Pr > z = 0,622
Obs.	598

La variable dependiente es el exceso de valor (EXVAL) de las empresas, medido como el logaritmo del ratio de su valor actual a la suma de valores imputados de sus segmentos considerados como entidades independientes. Es decir, $EXVAL = \ln[V/I(V)]$, donde V es el capital total considerado como el valor de mercado del capital común más el valor en libros de la deuda para cada empresa, I(V) es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como empresas independientes, I(V), se obtiene de la suma de multiplicar el ratio de capital total sobre ventas de las empresas de un solo segmento en la misma industria por las ventas obtenidas en cada uno de los segmentos de la empresa desde $i=1,2,3..n$. Las variables explicativas son el retardo de EXVAL, nivel de diversificación (D), que es aproximado por una variable dummy que asigna 1 a las empresas diversificadas y 0 en otro caso, el tamaño de la empresa (LNTA) aproximado por el logaritmo natural de sus activos totales, el retardo de LNTA y las oportunidades de crecimiento (CREC), CAPEX/ventas. Los valores entre paréntesis son el estadístico t.

** Significativa a un nivel del 1%

* Significativa a un nivel del 5%

Tabla 6. Impacto de la diversificación sobre el valor de la empresa corregido por las oportunidades de crecimiento

$$EXVALOC_{it} = \alpha_t + \beta_1 D_{it} + \beta_2 EXVALOC_{it-1} + \beta_3 LNTA_{it} + \beta_4 LNTA_{it-1} + \eta_i + v_i$$

<i>Variables</i>	EXVALOC
constante	0,045** (6,94)
D	0,002** (2,69)
EXVALOC(-1)	0,391** (75,18)
LNTA	0,051** (66,95)
LNTA(-1)	-0,052** (-78,99)
Hansen Test	chi(228) = 60,53 Pr>chi2 = 1,000
AR(1) z=	-3,78 Pr > z = 0,000
AR(2) z=	-1,15 Pr > z = 0,252
Obs.	598

La variable dependiente es el exceso de valor ajustado a las oportunidades de crecimiento (EXVALOC) de las empresas, medido como el logaritmo del ratio de su valor actual a la suma de valores imputados de sus segmentos considerados como entidades independientes. Es decir, $EXVALOC = \ln[V/I(V)]$, donde V es el capital total considerado como el valor de mercado del capital común más el valor en libros de la deuda para cada empresa, I(V) es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como empresas independientes, I(V), se obtiene de la multiplicación de las ventas del segmento *i* por la media del ratio de capital total a ventas para las empresas españolas de un solo segmento en la industria *i*. Las empresas de un solo segmento son aquellas que se encuentran en el mismo sector y que presentan semejantes oportunidades de crecimiento, aproximadas como el ratio de inversiones en capital a los activos totales. Las variables explicativas son el retardo de EXVALOC, nivel de diversificación (D), que es aproximado por una variable dummy que asigna 1 a las empresas diversificadas y 0 en otro caso, el tamaño de la empresa (LNTA) aproximado por el logaritmo natural de sus activos totales, el retardo de LNTA. Los valores entre paréntesis son el estadístico t.

** Significativa a un nivel del 1%

* Significativa a un nivel del 5%