

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA



**Departamento de Administración y Economía de la Empresa
Doctorado: Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas**

TESIS DOCTORAL

**ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN Y ESTRUCTURAS DE
GOBIERNO CORPORATIVO: INFLUENCIA DE LAS
OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO Y EL CICLO DE VIDA DE
LA EMPRESA**

Autora:

Diana M. Ríos Rodríguez

Directores:

Dr. Alberto de Miguel Hidalgo

Dra. Belén Lozano García

Salamanca; España, 2012



UNIVERSIDAD DE SALAMANCA
Departamento de Administración y
Economía de la Empresa

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA
Campus "Miguel de Unamuno"
37007 SALAMANCA (ESPAÑA)
Tel.: +34 923 294 640 Ext. 3506
Fax.: +34 923 294 715

D. Alberto de Miguel Hidalgo, Catedrático de Economía Financiera, y D^a María Belén Lozano García, Profesora Titular de Economía Financiera

CERTIFICAN

Que la presente tesis doctoral, que lleva por título "*Estrategia de Diversificación y Estructuras de Gobierno Corporativo: Influencia de las Oportunidades de Crecimiento y Ciclo de Vida de la Empresa*" y que presenta D^a Diana Monserrat Ríos Rodríguez para optar al grado de Doctor por la Universidad de Salamanca, ha sido realizada bajo su dirección en el Departamento de Administración y Economía Financiera de la Empresa de la Universidad de Salamanca y que cumple todos los requisitos necesarios para proceder a su defensa pública.

Y para que así conste y surta los efectos oportunos, se expide el presente certificado en Salamanca a 13 de junio de 2012.

Dr. Alberto de Miguel Hidalgo
Universidad de Salamanca

Dra. María Belén Lozano García
Universidad de Salamanca

*En memoria de las personas que fueron
mi mayor inspiración para emprender
este sueño, mis Padres.*

AGRADECIMIENTOS

Esta tesis no hubiera sido posible sin el apoyo incondicional de muchas personas que de forma directa o indirecta contribuyeron a que llegara este momento de mi vida.

En primer lugar, quiero agradecer a mis directores de tesis, D. Alberto de Miguel y D^a Belén Lozano, que siempre se preocuparon por transferirme todas las habilidades y conocimiento en el área de la investigación, por toda la paciencia que tuvieron para corregir los tantos borradores de este trabajo y de los artículos que enviamos a Congresos. Porque me proporcionaron un pensamiento crítico que trasciende las fronteras del ámbito profesional, porque al final de este camino, de alguna manera me llevo una parte suya como investigadores.

A todos los Profesores y personal administrativo del Departamento de Administración y Economía de la Empresa. En especial a D. Pablo Muñoz por su visión y determinación para sacar adelante un programa de doctorado con mención de calidad y al mismo tiempo aceptar la diversidad de culturas que convergían en el mismo. A la profesora D^a Isabel Suarez por el apoyo brindado para redactar el enfoque de Estrategia de esta tesis. A todos los compañeros que estuvimos en ese bienio compartiendo nuestros conocimientos, cultura y sueños. Finalmente, al profesor que me hizo la pregunta determinante en la etapa de docencia, ¿quieres terminar un trabajo de tesis? Porque sus palabras resonaron a través de los años y la distancia, y finalmente son los hechos, este concretamente, el que le da mi respuesta.

Esta meta ha sido la más larga y ambiciosa que me he planteado en lo que va de mi vida, y no hubiera sido posible sin dos figuras familiares que fueron mi fuente de inspiración, mis Padres, Gregoria Rodriguez y Juan Ríos. Quienes se esmeraron en mi formación, enseñándome valores como la disciplina, la perseverancia y la fuerza de

voluntad, que aspiraron a mucho más para mí de lo que ellos tuvieron. A pesar de que ya no se encuentran conmigo les dedico este trabajo con todo el amor y admiración que una hija pueda tener en su corazón.

A mi familia, por todo su apoyo incondicional, a mis hermanas y hermanos. En especial a Juanita, Angelina, Mary Carmen, Karina y Claudia, a mis hermanos Juan y Sergio, quiero que sepan que cuando las cosas se complicaban, a kilómetros de distancia de ustedes, siempre pensaba en su ejemplo y su tenacidad para salir adelante, por ello pueden estar seguros que los admiro y respeto.

Indiscutiblemente, este trabajo llegó a su fin por el apoyo incondicional que me brindó mi pareja, Juan Manuel García, durante todo el tiempo que estuve en España y aún más durante estos años tan complicados en México. Por todo su amor y paciencia, porque cuando creí que ya no podría más él estuvo cerca para sostenerme.

Personalmente, siempre he creído que es mejor pocos amigos pero bien seleccionados, a todos ellos les brindo este trabajo, les doy las gracias por todos los momentos que compartieron de sus vidas conmigo, indudablemente, moldeando lo que hoy soy. A mis amigos mexicanos: Yesica Herrera, Isela Mundo, Marisol Perez, José Juan Villanueva (tú sabes la diferencia que significó tu ayuda en España), Ezequías Ramirez, Alberto Melgoza, Mónica Reyna, Frida Tinajero y Nadia Arias.

A todos los amigos de diferente nacionalidad que conocí en España: Thais Rangel, mi incondicional, con quien inicié este sueño, a Claudia Caltabiano (horas interminables de conversaciones fructuosas, porque influiste de forma positiva en mi vida), Zanna Matos, Agostinha Oliveira y Alexander Oliveira, Uilma Rodrigues, Sara Ramiro, Wen Guo, Jing Chen y Sergio Pocong. Conocerlos me ayudó a comprender su cultura, su vida y sus problemas de otra manera, una más cercana y más humana. Porque me enriquecieron con todos sus puntos de vista y su gastronomía. A un amigo

que no solo me brindó su amistad y apoyo en todo momento, sino que también fue mi mentor en los primeros años del doctorado, siempre dispuesto a revisar todos mis trabajos, al Maestro Luis Fernando Ramirez. Gracias Luis, porque dejaste gratos recuerdos en mi vida y una amistad duradera a pesar de la distancia.

De igual forma, quiero agradecer, a las instituciones que me apoyaron para que esta meta pudiera llegar a su fin. A la Universidad Autónoma de Tamaulipas, a través del Fondo para el Mejoramiento del Profesorado (PROMEP) y a su Representante Institucional en la UAT. Al Banco Santander, por su apoyo durante el tiempo que no tuve financiamiento de mi Universidad, porque creo que es una excelente oportunidad para fomentar la movilización de estudiantes desde América Latina a Europa. A las personas que en México me apoyaron para que mi beca fuera aprobada, por creer en mí y en mi capacidad para culminar este proyecto, ustedes saben quién son.

Finalmente y no menos importante, quiero agradecer a la tierra que me acogió durante más de cinco años, España. Gracias porque de ti llegué a amar tu arquitectura, tu gastronomía, tu estilo de vida, tu gente y hasta el gélido invierno Salmantino. Te quedas con una parte de Diana Monserrat y yo conservo lo mejor de ti, aquello que coexiste con mi amado México.

Diana M. Ríos Rodríguez
Salamanca, España, Junio 2012

TABLA DE CONTENIDOS

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

I.1. Diversificación y la Influencia de las Oportunidades de Crecimiento	5
I.2. El Ciclo de Vida Organizacional y la Estrategia de Diversificación	7
I.3. Mecanismos Internos de Gobierno Corporativo y la Diversificación	10
I.4. Estructuras de Gobierno Corporativo y el Ciclo de Vida Organizacional	13
I.5. Objetivos de la Tesis y Estructura	14

CAPÍTULO II: ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN CORPORATIVA: MARCO TEÓRICO

II.1. Introducción	19
II.2. Enfoques Teóricos de la Estrategia de Diversificación	20
II.2.1. Enfoque Económico	21
II.2.2. Enfoque del Nuevo Análisis Económico	22
II.2.3. Enfoque de Dirección Estratégica	23
II.3. Costes y Beneficios de la Diversificación Corporativa	25
II.4. Medidas de Diversificación Corporativa	27
II.4.1. Medidas Continuas	28
II.4.2. Medidas basadas en Tipologías	34
II.4.1. Medidas de Diversificación Eficiente	36
II.4. Evidencia Empírica del Descuento de Diversificación	41

CAPÍTULO III: IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN SOBRE EL VALOR DE LA EMPRESA: UN ENFOQUE DINÁMICO

III.1. Introducción	50
III.2. Marco Teórico e Hipótesis	58
III.2.1. Ciclo de Vida de la Empresa	59
III.2.2. Influencia de las Oportunidades de Crecimiento	68

III.2.3. Impacto del Ciclo de Vida Organizacional en la Diversificación	73
III.2.4. Diversificación y la Heterogeneidad Sectorial	77
III.3. Modelos Empíricos.....	79
III.4. Datos y Metodología	87
III.4.1. Datos.....	87
III.4.2. Metodología de Estimación.....	89
III.5. Resultados.....	96
III.5.1. Determinación del Ciclo de Vida de la Empresa.....	97
III.5.2. Estadísticos Descriptivos de los Modelos	107
III.5.3. Modelo Básico e Influencia de las Oportunidades de Crecimiento	108
III.5.4. Impacto de las Oportunidades de Crecimiento en la relación de Estrategia de Diversificación y el Valor Empresarial.	111
III.5.5. Influencia del Ciclo de Vida Organizacional en los Modelos de Diversificación.....	115
III.5.6. Diversificación y Heterogeneidad Sectorial.....	119
III.5. Conclusiones.....	126

CAPÍTULO IV: ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN

IV.1. Introducción	130
IV.2. Marco Teórico e Hipótesis	133
IV.2.1. Problemas de Agencia en la Diversificación Corporativa.....	133
IV.2.2. Influencia del Ciclo de Vida en el Gobierno Corporativo.....	139
IV.3. Modelos Empíricos.....	142
IV.4. Muestra y Metodología	145
III.4.1. Datos.....	145
III.4.2. Metodología de Estimación.....	147
IV.5. Resultados	151
IV.5.1. Estadísticos Descriptivos de los Modelos	151
IV.5.2. Problemas de Agencia en la Diversificación Corporativa.....	153
IV.5.3. Influencia del Ciclo de Vida en el Gobierno Corporativo.....	160
IV.5. Conclusiones	163

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES.....169

REFERENCIAS178

INDICE DE TABLAS

Tabla	Pág.
II.1 Enfoques Teóricos que Justifican la Diversificación.....	24
II.2 Resumen de las Medidas de Diversificación.....	42
II.3 Estudios sobre la Diversificación Corporativa.....	48
III.1 Fases del Ciclo de Vida y Decisiones Financieras.....	61
III.2 Definición de las Variables.....	93
III.3 Distribución de la Muestra.....	96
III.4 Número Óptimo de Clusters.....	98
III.5 Fases del Ciclo de Vida.....	100
III.6 Variables Financieras entre los Clusters.....	105
III.7 Estadísticos Descriptivos.....	108
III.8 Estimación del Modelo Básico.....	110
III.9 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento.....	114
III.10 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento por Fases del Ciclo de Vida (Herfindahl).....	117
III.11 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento Por Fases del Ciclo de Vida (Entropía).....	119
III.12 Estimación del Modelo con Heterogeneidad Sectorial y Oportunidades de Crecimiento.....	121
III.13 Estimación del Modelo con Heterogeneidad Sectorial y Oportunidades de Crecimiento por Fases del Ciclo de Vida.....	124
IV.1 Distribución de la Muestra.....	147

IV.2	Definición de las Variables.....	150
IV.3	Estadísticos Descriptivos.....	153
IV.4	Estimación de Modelos con Propiedad Directiva y Concentración de Propiedad.....	154
IV.5	Estimación de Modelos con Propiedad Directiva, Concentración de Propiedad y Oportunidades de Crecimiento.....	159
IV.6	Estimación del Modelo con Estructura de Propiedad por Fases del Ciclo de Vida (Herfindahl).....	161

INDICE DE FIGURAS

Fig.		Pág.
II.1	Conceptualización de la Diversidad de una empresa.....	33
II.2	Categorías Estratégicas de Wrigley/Rumelt.....	36
III.1	Efecto de la Diversificación en el Valor Empresarial.....	85
III.2	Fases del Ciclo de Vida	106
III.3	Efecto de la Diversificación sobre el Exceso de Valor.....	122
IV.1	Estructuras de Gobierno y Oportunidades de Crecimiento.....	158
IV.2	Estructuras de Gobierno a través de las Fases del Ciclo de Vida.....	162

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

La estrategia de diversificación ha sido estudiada desde hace más de tres décadas con evidencia empírica mixta sobre cuál es su impacto en el valor de la empresa. Los resultados obtenidos pueden ser divididos en dos periodos claramente identificables. En el primer periodo que comprende un poco más de las dos primeras décadas un gran número de evidencia empírica ha mostrado una estrategia que reduce el valor de la empresa consistente con los argumentos de la teoría de la agencia. En el segundo periodo, finales de los 1990's y hasta ahora, los resultados obtenidos muestran una estrategia de diversificación que no está relacionada negativamente con el valor de las empresas en la mayoría de los estudios.

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; Comment y Jarrell, 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; Matsusaka, 2001; Whited, 2001; Campa y Kedia, 2002; Graham et al. 2002; Gomes y Lividan, 2004; Mansi y Reeb, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b; Santalo y Becerra, 2008). En estos trabajos técnicamente no cuestionan la existencia del descuento. Sin embargo, argumentan que el descuento se debe a factores como el tipo de bases de datos usadas en los estudios, la metodología empleada, a las diferencias sectoriales y las unidades utilizadas (empresas de un solo segmento) como punto de referencia para realizar las comparaciones del valor de las empresas, entre otras.

La mayoría de los trabajos anteriormente citados se centran en el estudio de la destrucción o generación de valor en las empresas diversificadas. Sin embargo, se ha dedicado menor interés al estudio de los motivos que llevan a las empresas a seguir una estrategia de diversificación o a mantenerse en ella, así como cuáles son las variables moderadoras en esta relación. En este sentido, durante la última década se ha obtenido evidencia empírica que permite vislumbrar que la relación entre diversificación y valor empresarial es más compleja de lo que antes se había considerado (Bernardo, Chowdhry, Palia y Sernova, 2000; Matsusaka, 2001; Bernardo y Chowdhry, 2002; Campa y Kedia, 2002; Santalo y Becerra, 2006; Santalo y Becerra, 2008). En este contexto, Bausch y Pils (2009), señalan que no hay una naturaleza universalmente válida para el vínculo entre estrategia de diversificación y el valor de la empresa. Argumentan que casi siempre la estrategia de diversificación será, si acaso, traducida en resultados sólo en conjunción con la presencia de ciertos factores de contingencia. Es

decir, la diversificación relacionada y también la no relacionada puede ser llevada a cabo exitosamente en la práctica si el entorno y otras premisas se ajustan.

En la actualidad un gran número de empresas continúan diversificándose, ya sea mediante fusiones, adquisiciones o por el desarrollo interno de nuevas líneas de productos. Independientemente de la forma, el fenómeno de la diversificación sigue siendo una práctica relevante en la actual realidad empresarial, y por tanto, sujeto de un gran interés académico.

Consecuentemente con los argumentos anteriormente expuestos, existen diversos enfoques teóricos desde los cuales se puede justificar la estrategia de diversificación, los cuales son: Enfoque Económico, Enfoque del Nuevo Análisis Económico y el Enfoque de Dirección Estratégica. Cada uno de estos enfoques aporta relevantes teorías en la cuales se asienta la justificación de la diversificación. Desde el Enfoque Económico la estrategia de diversificación encuentra dos justificaciones. Primero, la posibilidad de que entre dos funciones productivas existan economías de alcance. En segundo, la empresa al participar en más de un negocio puede aumentar su poder de mercado a través de precios predatorios, coaliciones con otras empresas o mediante la participación de acuerdos recíprocos. Desde el punto de vista del Nuevo Análisis Económico, la diversificación puede darse, primero, debido a la existencia de fallos en el mercado de capitales, la empresa es considerada como un mecanismo de coordinación alternativo al mercado de las actividades económicas. En este sentido, la empresa realiza una comparación de los costes de organizarse dentro de sí misma o en el mercado, de tal forma que si los costes de organizarse en los mercados es superior al de una organización interna, entonces la empresa puede llevar a cabo una estrategia de diversificación. Segundo, la diversificación puede ser justificada por los beneficios privados y preferencias personales de los directivos, lo que llevaría a la empresa a

enfrentar costes que se traducen generalmente en ineficiencia en la asignación de recursos, luchas de poder por la obtención de recursos, subvención cruzada, entre otros. Finalmente, desde el Enfoque de Dirección Estratégica, las empresas pueden diversificarse si tienen un exceso de recursos y capacidades que son transferibles entre sus sectores y para los cuales existe una imperfección en el mercado.

I.1. Diversificación y la Influencia de las Oportunidades de Crecimiento

La estrategia de inversión de una empresa está determinada por el aprovechamiento de las capacidades, habilidades y activos que son la fuente de su ventaja competitiva (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1991; Collis y Montgomery, 1998). En este sentido, Bernardo y Chowdhry (2002) argumentan que las empresas “*aprenden*” sobre sus recursos emprendiendo y observando los resultados de sus inversiones reales. De esta forma, las empresas pueden realizar inversiones en activos físicos y de capital humano especializados. De igual forma, las empresas pueden realizar inversiones diferenciales para la creación de barreras a la entrada que evitan o retrasan la competencia (economías de escala, patentes, diferenciación de productos, entre otras). Estas inversiones específicas en la empresa se traducen en una variación en su conjunto de oportunidades de inversión (Smith y Watts, 1992). En efecto, según el estudio de Bernardo y Chowdhry (2002), las oportunidades de inversión de las empresas pueden ser valuadas de forma diferente dependiendo de su base de recursos y de la fase del ciclo de vida en la cual se encuentran.

Las oportunidades de inversión consisten en proyectos que permiten a la empresa crecer. Específicamente, 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). La relación entre valor de la empresa y oportunidades de inversión ha sido ampliamente documentada, con evidencia empírica consistente de una relación positiva (McConnell y Muscarella, 1985; Abel, Dixit, Eberly y Pindyck (1996); Brío et al. 2003). Según los estudios de Kester (1984) y Danbolt et al. (2002) las oportunidades de crecimiento son en promedio más del 50% del valor de mercado de las empresas.

Específicamente, para las empresas diversificadas la relación entre su valor y las oportunidades de inversión es en ambos sentidos, tanto positiva como negativa. Bernardo et al. (2000) demuestran una relación positiva entre las opciones reales y el número futuro de segmentos en el cual la empresa participa. La estrategia de diversificación puede tener un impacto positivo en el valor de la empresa, siempre que la empresa invierta en activos intangibles, pero de igual forma, puede destruirlo cuando los activos intangibles no están presentes (Morck y Yeung, 1998). En este sentido, 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 (Lamont y Polk, 2002). De hecho, existen trabajos que asocian la diversificación corporativa a menores oportunidades de crecimiento, porque las empresas se diversifican debido a que presentan pocas oportunidades de crecimiento en su sector actual. Es decir, las empresas tienen pocas oportunidades de crecimiento aún antes de diversificarse (Lang y Stulz, 1994; Stowe y Xing, 2006). La idea de ambas corrientes se resume claramente en el trabajo de Chevalier (2000), en el cual se concluye que las oportunidades de crecimiento son sistemáticamente diferentes entre empresas diversificadas y empresas de un solo segmento.

Con fundamento en lo anterior, las oportunidades de crecimiento se revelan como una potencial variable moderadora de la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de la empresa.

I.2. El Ciclo de Vida Organizacional y la Estrategia de Diversificación

La segunda variable incorporada al estudio de la relación entre diversificación y valor de la empresa es el ciclo de vida. La evidencia empírica muestra que las empresas podrían seguir un ciclo de vida el cual inicia con un proyecto especializado y conforme tienen más edad y aprenden de sus recursos y capacidades experimentarán con más proyectos, de esta forma haciéndose más diversificadas o especializándose (Mitchell, 2000; Bernardo y Chowdhry, 2002). Los estudios que han analizado la relación entre el crecimiento y la edad de la empresa encuentran que las empresas cuando son jóvenes tienen un mayor nivel de oportunidades con respecto a aquellas empresas maduras (Mitchell, 2000; Klepper y Thompson, 2006).

La importancia del ciclo de vida de la empresa nace de su interrelación con factores estratégicos y financieros de las compañías. En este sentido, el ciclo de vida ha sido relacionado con asimetrías de información, oportunidades de crecimiento, tamaño, política de dividendos y recientemente con la elección de la estrategia de financiación. Los modelos del ciclo de vida propuestos en la literatura van desde tres hasta diez etapas. Prevalciendo el dominio de modelos de cuatro etapas: nacimiento, crecimiento, madurez y declive (Kazanjian, 1988; Quinn y Cameron, 1983; Greiner, 1972; Galbraith, 1982; Gort y Klepper, 1982; Miller y Friesen, 1984; Scott y Bruce, 1987). Cada una de estas etapas es caracterizada por cuatro principales factores: entorno, estilo de toma de decisiones, estructura y estrategia (Lester, 2004). Mientras los tres primeros factores son

comúnmente aceptados, la relación entre estrategia y las etapas del ciclo de vida es menos clara y prácticamente no explorada (Lester, 2004). Concretamente, surgen las siguientes preguntas: 1) ¿las oportunidades de crecimiento podrían darse en una fase concreta del ciclo de vida organizativo?, 2) ¿pueden las empresas diversificadas ser relacionadas con una etapa del ciclo de vida específica? En consecuencia, dicha relación podría afectar el valor de mercado de las empresas diversificadas de forma distinta a aquél de las empresas especializadas.

En este contexto, el valor de la empresa es la suma de dos elementos, inversiones en funcionamiento (*assets-in-place*) y futuras oportunidades de crecimiento (Myers, 1977). La proporción de cada uno de estos elementos es diferente en cada etapa del ciclo de vida de la empresa. En etapas iniciales del ciclo de vida, las oportunidades de crecimiento son el principal elemento del valor de la empresa, sin embargo en las etapas finales las inversiones en funcionamiento se convierten en el componente más importante (Black, 1998).

En este sentido, evidencia empírica ha sido obtenida. Así por ejemplo, Bernardo y Chowdhry (2002), predicen conforme a su modelo, que las empresas cuando son jóvenes suelen ser especializadas. Esto es debido a que en esta fase presentan incertidumbre sobre sus recursos. Posteriormente, experimentarán con sus recursos generales en una nueva línea, si los resultados obtenidos no son malos emprenderán su expansión a un gran número de segmentos o se especializarán nuevamente, como en su etapa de juventud, pero incrementando su producción en el segmento especializado. Asimismo, Borghesi et al (2007), segmentan a las empresas diversificadas de acuerdo a su edad, en jóvenes y maduras, concluyendo que las empresas más jóvenes disfrutan mayores oportunidades de crecimiento en relación con la compañías maduras. Sin embargo, argumentan que las empresas que se diversifican en sus fases iniciales

enfrentan mayores costes, que se traducen en la pérdida de valor. En este sentido, los estudios de Mitchell (2000) y Jovanovic (1982), señalan que las empresas que son pequeñas crecen más rápido que las grandes empresas, y que las empresas pequeñas presentan ratios de crecimiento más variables. Por ello, las empresas conforme tienen más edad logran mayor tamaño y mayores ratios de supervivencia (Klepper y Thompson, 2006).

De acuerdo con la teoría del ciclo de vida, el cambio en una empresa es inminente y constante conforme crece y evoluciona en su estructura (Downs, 1967; Scott, 1971; Greiner, 1972; Torbert, 1974; Lyden, 1975; Lavoie y Culbert, 1978; Neal, 1978; Adizes, 1979; Kimberly, 1979; Miles, 1980; Quinn y Cameron, 1983; Miller y Friesen, 1984). En este sentido, las empresas pueden diferenciarse según la etapa del ciclo de vida en la cual se encuentren. Así por ejemplo, las empresas pueden perseguir distintos tipos de estrategias en cada una de las fases de su ciclo de vida (Lichtenstein y Lyons, 2008). En resumen, si una determinada fase del ciclo de vida y la estrategia de diversificación puede ser vinculada al valor empresarial, el constructo del ciclo de vida podría convertirse en un componente vital, no sólo para la planeación organizacional sino también para la evaluación de los resultados (Lester, 2004).

Tanto las oportunidades de crecimiento como el ciclo de vida de la empresa podrían ser variables moderadoras que permitan avanzar en el entendimiento de la relación entre estrategia de diversificación y valor de la empresa, desde un enfoque más dinámico. En esta perspectiva, la empresa va adaptándose a su entorno mediante el ejercicio de sus oportunidades de crecimiento y los desafíos que se le presentan en cada fase de su ciclo de vida.

I.3. Mecanismos Internos de Gobierno Corporativo y la Diversificación

La evidencia empírica sobre el *descuento de diversificación* es amplia y robusta como se ha expuesto al inicio de esta introducción (Weston, 1970; Lewellen, 1971; Chandler, 1977; Bemheim y Winston, 1990; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Comment y Jarrell, 1995; Tirole, 1995; Rajan et al. 2000; Lamont y Polk, 2002). Dentro de la literatura financiera la principal explicación para la destrucción de valor en las empresas diversificadas es la existencia de conflictos de agencia entre los propietarios y los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1989; Denis, Denis y Sarin, 1997; Lins y Servaes, 1999; Beiner y Schmid, 2005). La teoría de la agencia argumenta que los directivos diversifican sus empresas más en beneficio de sus propios intereses que en lugar de la maximización del valor de los accionistas. Los directivos podrían diversificar para obtener prestigio, poder, mayor nivel de compensación, disminución de su riesgo profesional (Amihud y Lev, 1981; Jensen, 1986; Jensen y Murphy, 1990; Stulz, 1990). Si la estrategia de diversificación es el resultado de problemas de agencia dentro de la empresa, entonces se debería observar diferencias significativas entre las estructuras de gobierno de empresas diversificadas y especializadas. En este sentido, se espera que mecanismos de gobierno débiles permitan a los directivos llevar a cabo la diversificación a pesar de sus costes (Anderson, Bates, Bizjal, y Lemmon, 2000).

En este sentido, los mecanismos internos y externos se han identificado como un medio eficaz que contribuye a reducir el conflicto de intereses entre el agente y el principal en las empresas (Brickley et al. 1997; Conyon y Peck, 1998; Jensen y Meckling, 1976; Singh y Harianto, 1989). Los mecanismos internos son: los consejos de administración (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), la concentración de la propiedad (Cubbin y Leech, 1983; Leech y Leahy, 1991), contratos de incentivos (Jensen y

Meckling, 1976), endeudamiento (Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986) y los dividendos (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Los mecanismos externos son: el mercado de control corporativo (Grossman y Hart, 1980), competencia en los mercados de productos (Grossman y Hart, 1983) y de trabajo (Fama, 1980), los mercados de capitales (Jensen, 1991; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1996) y la protección legal del inversor (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2002).

La relación entre estos mecanismos y el valor de la empresa aún no es concluyente (Agrawal y Knoeber, 1996; Baliga, et al. 1996; Bloom y Milkovich, 1998; Core, et al. 1999; Dalton, et al. 1998; Evans y Weir, 1995; Hermalin y Weisbach, 1991; Jensen y Murphy, 1990; Kren y Kerr, 1997; Kosnik y Bettenhausen, 1992).

Específicamente, para el caso de las empresas diversificadas la evidencia empírica en esta línea es también opuesta. Por ejemplo, Anderson et al. (2000), concluyen que los mecanismos internos de gobierno no están relacionados con el descuento de diversificación. De la misma forma, Rose y Shepard (1997), argumentan que los CEO's de las empresas diversificadas tienen niveles más altos de compensación respecto a las empresas especializadas, y que esta prima de compensación es más consistente con la hipótesis de correspondencia de aptitudes que con la hipótesis de atrincheramiento. De tal forma que, empresas más difíciles de gestionar tienen CEO's con un alto nivel de capacidades y aptitudes. Por su parte, Denis et al. (1997), corroboran los argumentos anteriores, debido a que no obtienen evidencia de correlación entre las estructuras de gobierno y el descuento de diversificación. El conjunto de estos argumentos sugieren que la estrategia de diversificación no puede ser justificada completamente por la teoría de agencia.

Por otro lado, se encuentran aquellos autores que argumentan que las diferencias en las estructuras de gobierno, efectivamente, pueden explicar el descuento que sufren

las empresas diversificadas. Liebeskind y Opler (1994) argumentan que las empresas que cotizan públicamente son más diversificadas que las empresas no cotizadas. Los autores concluyen que el bajo grado de diversificación en las empresas no cotizadas es el resultado de menores costes de agencia asociados a estructuras de propiedad concentradas. Asimismo, el grado de ocupación de los consejeros está inversamente relacionado con el valor de la empresa. Es decir, empresas en las cuales los miembros de su consejo participan simultáneamente como consejeros externos en otras empresas sufren un pronunciado descuento de diversificación (Jiraporn, Kim y Davidson, 2008). Por otra parte, la protección de los derechos de los accionistas también ha sido un mecanismo estudiado en las empresas diversificadas. Un mayor nivel de protección a los derechos de los accionistas está inversamente relacionado a la probabilidad de diversificar, las empresas en las cuales los derechos de los accionistas son más suprimidos debido a estructuras de gobierno restrictivas presentan un considerable descuento de diversificación (Jiraporn, Kim, Davidson y Singh, 2006).

Si bien, la teoría de la agencia ha permitido una gran comprensión del impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor de las organizaciones y ha permitido establecer los mecanismos más idóneos para prevenir los posibles comportamientos oportunistas por parte del agente, la evidencia empírica expuesta anteriormente revela que no siempre la estrategia de diversificación es motivada por este tipo de problemas. Es por ello, que la Teoría de la Agencia, teoría dominante en los estudios de finanzas, puede necesitar de enfoques complementarios, cada uno de los cuales explican una parte del fenómeno de la diversificación. Puesto que una única perspectiva es más probable para obtener conclusiones limitadas sobre el fenómeno estudiado como un todo (Elsayed, 2009).

I.4 Estructuras de Gobierno Corporativo y el Ciclo de Vida Organizacional

De acuerdo con la teoría del ciclo de vida, el cambio en una empresa es inminente y constante conforme crece y evoluciona en su estructura (Downs, 1967; Scott, 1971; Greiner, 1972; Torbert, 1974; Lyden, 1975; Lavoie y Culbert, 1978; Neal, 1978; Adizes, 1979; Kimberly, 1979; Miles, 1980; Quinn y Cameron, 1983; Miller y Friesen, 1984). En este sentido, las empresas pueden diferenciarse según la etapa del ciclo de vida en la cual se encuentren. Así por ejemplo, las empresas pueden perseguir distintos tipos de estrategias en cada una de las fases de su ciclo de vida (Lichtenstein y Lyons, 2008). Por su parte, el enfoque basado en el conocimiento del gobierno reconoce la importancia del contexto estratégico y la relevancia de diferentes tipos de conocimiento en diferentes etapas del ciclo de vida de la empresa (Zahra y Filatotchev 2004). Si cuando evoluciona una empresa a través de su ciclo, evolucionan con ella su estructura estratégica y financiera, entonces se espera que sus mecanismos regulatorios evolucionen también para poder asegurar su función adecuadamente dentro de la empresa. En este sentido, el gobierno corporativo se ha estudiado desde una perspectiva económica y financiera sin tomar en consideración la dinámica a la cual toda entidad es sujeta debido al proceso natural de evolución, que es el cambio. Desde este punto de vista, el gobierno corporativo puede necesitar ser comprendido como un sistema dinámico que puede cambiar conforme las empresas evolucionan sobre sus etapas.

Específicamente, la evolución de la empresa es acompañada por cambios en la estructura de propiedad, composición de la junta, el grado de implicación del fundador, entre otras. Estos argumentos sugieren que los cambios en las dinámicas estratégicas de la empresa y su gobierno corporativo están inter-vinculados, y el ciclo de vida de la empresa puede ir mano a mano con los cambios dramáticos en su sistema de gobierno

(Filatotchev y Wright, 2005). La rapidez con la cual una empresa adapte sus mecanismos de gobierno a su entorno será crucial para supervivencia (Lichtenstein y Lyons, 2008).

Este enfoque es relativamente nuevo, por lo que existen muy pocos estudios que exploren la evolución del gobierno corporativo en el ciclo de vida de la empresa (Lynall, Golden, y Hillman, 2003; Zahra y Filatotchev, 2004; Filatotchev, Toms, y Wright, 2005; Chen, Dyball y Wright, 2009; Elsayed, 2009). La mayoría de estos estudios son más teóricos que empíricos (Lynall, Golden, y Hillman, 2003; Zahra y Filatotchev, 2004; Filatotchev, Toms, y Wright, 2005). Así por ejemplo, Lynall et al. (2003), argumentan que la composición del consejo y, consecuentemente los resultados de la empresa son una función de las etapas del ciclo de vida de la empresa y el poder relativo de los CEO's. La estructura de liderazgo del consejo de administración también ha sido sujeta a la hipótesis de un ciclo de vida del gobierno corporativo, los resultados corroboran esta hipótesis, determinan que la estructura de liderazgo varía con el tamaño, la edad y la estructura de propiedad de la empresa (Elsayed, 2009). Sin embargo, para el caso de la empresa diversificada no existen estudios que exploren esta línea de investigación.

I.5 Objetivos de la Tesis y Estructura

De acuerdo a la extensa literatura que existe en el estudio de la estrategia de diversificación y considerando los resultados empíricos obtenidos en más de tres décadas, la presente tesis doctoral tiene por objetivo principal arrojar luz sobre la relación de la diversificación y el valor de la empresa en un contexto dinámico. En este sentido, toma en consideración la importancia de variables moderadoras que hasta el

momento habían sido estudiadas de forma aislada. En este contexto, el presente trabajo es uno de los primeros en estudiar la estrategia de diversificación desde una visión integradora, conciliando la teoría de la agencia con los nuevos enfoques de maximización de valor a través de la diversificación. En este marco de relación, el primer objetivo es ampliar la evidencia empírica de relación entre la estrategia de diversificación y el valor de la empresa tomando en consideración dos variables moderadoras. Específicamente, se estudian las oportunidades de crecimiento y el ciclo de vida de la empresa. El segundo objetivo de la presente tesis doctoral es profundizar en el estudio de los mecanismos internos de gobierno en las empresas diversificadas, con la finalidad de dilucidar el por qué empresas diversificadas a pesar de tener estructuras óptimas de gobierno pueden ser descontadas por el mercado.

De acuerdo con los argumentos anteriores, el tercer objetivo del presente trabajo es el estudio de las estructuras de gobierno a través del ciclo de vida de la empresa. El propósito final es determinar si en diferentes fases de vida las empresas requieren distintos mecanismos de gobierno.

Para alcanzar los objetivos anteriores la tesis doctoral es estructurada de la siguiente manera, en el capítulo II se presentan los fundamentos teóricos y la evidencia empírica que ha sustentado a la estrategia de diversificación a lo largo de más de treinta años de investigación. Específicamente, se exploran tres aspectos fundamentales para su comprensión: por qué se diversifican las empresas, cuáles son los costes y beneficios de esta estrategia y los resultados empíricos de su impacto sobre el valor de la empresa.

El capítulo III presenta un enfoque dinámico para entender la relación entre estrategia de diversificación y valor de la empresa. Se profundiza en el análisis de dos variables moderadoras, oportunidades de crecimiento y ciclo de vida de la empresa, las cuales pueden aportar un eslabón más en la comprensión del fenómeno de

diversificación corporativa. Se proponen modelos empíricos que intentan capturar la evolución de la empresa a través de su ciclo y cómo las empresas ejercen sus oportunidades de crecimiento que les permitan explotar sus recursos.

En el capítulo IV estudiamos como afectan los mecanismos internos de gobierno corporativo al valor de la empresa diversificada tomando en consideración los elementos moderadores anteriormente mencionados. Profundizamos en el análisis de la fortaleza o debilidad de estos mecanismos en la empresa diversificada para poder identificar o descartar posibles problemas de agencia. Asimismo, se realiza un análisis sobre la reciente literatura que afirma la existencia de un ciclo de vida del gobierno corporativo, debido a la evolución de la empresa. Esta es una línea muy reciente que consideramos podemos explotar para el caso de las empresas diversificadas.

Finalmente, el capítulo V resume nuestros principales resultados y presenta las limitaciones del estudio.

La presente tesis doctoral contribuye a ampliar la evidencia teórica y empírica sobre la estrategia de diversificación. Es necesario reconocer que dicha evidencia es vasta, sin embargo, los aportes realizados, dicha contribución se puede dividir en tres aspectos, primero se han elegido dos variables moderadoras, oportunidades de crecimiento y ciclo de vida de la empresa, que han sido analizadas de forma independiente y poco exploradas en el fenómeno de la diversificación corporativa. Consideramos que estas variables pueden aportar mayor conocimiento de la diversificación debido a que las empresas se encuentran en constante cambio, ejerciendo sus oportunidades de crecimiento para obtener beneficios y sinergias a largo plazo. Segundo, una vez que se ha comprendido cuales son las interrelaciones entre la diversificación y las variables moderadoras, nuestro objetivo es descartar o apoyar los argumentos de la agencia a través del estudio de las estructuras de gobierno corporativo

en las empresas diversificadas y especializadas. Si la estrategia de diversificación es el resultado de problemas de agencia esperamos encontrar que las empresas que diversifican tienen mecanismos internos de gobierno débiles. Finalmente, tomamos ventaja de la metodología elegida para determinar el ciclo de vida de la empresa para profundizar en el análisis de un tema novedoso en la línea de gobierno corporativo. Esta nueva línea postula que el gobierno corporativo evoluciona, al igual que la empresa, a través de las fases del ciclo de vida organizativo. Este tema es de gran relevancia puesto que los códigos de gobierno hacen recomendaciones a las empresas para aliviar los conflictos de agencia, y las empresas que los implementan mandan señales al mercado. Sin embargo si la empresa evoluciona y dichos códigos no son flexibles para adaptarse a dicha evolución podrían afectar más que favorecer a las empresas.

En síntesis, la tesis del presente trabajo doctoral se puede resumir en el siguiente enunciado: *“Las diferencias en el valor de mercado entre empresas diversificadas y no diversificadas en países de la zona Euro pueden ser explicadas por las variables moderadoras: oportunidades de crecimiento, fase del ciclo de vida y la estructura de gobierno corporativo”*.

CAPÍTULO II

ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN CORPORATIVA: MARCO TEÓRICO

II.1. Introducción

Muchos estudios teóricos se han realizado sobre la estrategia de diversificación corporativa a lo largo de más de tres décadas, no solo en el área de las Finanzas Corporativas sino también en el de Dirección Estratégica. Los hallazgos han sido diversos y controvertidos, no existiendo un acuerdo en cuanto a la forma de medirla y conceptualizarla (Varadarajan, 1986; Ramanujam y Varadarajan, 1987). La estrategia de diversificación puede ser entendida como la expansión de la empresa hacia mercados de nuevos productos (Hitt, Hoskisson e Ireland, 1994), como las decisiones tendentes a ampliar y/o hacer más diverso el ámbito de actuación de la empresa (Suárez, 1993) o como el incremento en el número de sectores en el que la empresa está operando de una forma activa (Berry, 1975). Existen distintos tipos de diversificación y su clasificación varía según el autor (Wrigley, 1970; Rumel, 1974; Ansoff, 1976). La más común y utilizada clasificación de la estrategia de diversificación es en relacionada y no relacionada (Ramanujam y Varadarajan, 1987).

Una estrategia de diversificación relacionada es aquella en la que existen recursos compartidos, mercados comunes, tecnologías y en definitiva cualquier intento tangible de explotar recursos de forma conjunta por las diferentes líneas de negocio de la empresa (Rumelt 1974, 1982). La finalidad de una estrategia relacionada es aprovechar las sinergias que se pueden dar debido a las habilidades, conocimientos y recursos entre las líneas de negocios. Por el contrario, una estrategia de diversificación no relacionada marca una mayor ruptura entre el negocio principal de la empresa y las líneas de negocio que se van añadiendo. Las sinergias en este tipo de diversificación son logradas debido a las habilidades de los directivos y de tipo financiero principalmente (Aaker, 1984), se confía en competencias que no son específicas de los factores de éxito de un mercado dado (Montgomery y Singh, 1984).

En este capítulo se abordan cuatro aspectos fundamentales para la comprensión de la estrategia de diversificación. Primero, se exponen los argumentos teóricos sobre el por qué se diversifican las empresas, a continuación se resumen los costes y beneficios de la diversificación, posteriormente se presenta una revisión de las medidas de diversificación más utilizadas. Finalmente, se presenta los principales estudios empíricos sobre el efecto de ésta estrategia sobre el valor de la empresa.

II.2. Enfoques Teóricos de la Estrategia de Diversificación

Los motivos que llevan a las empresas a diversificarse han sido objeto de diversos y extensos estudios, los cuales han dado lugar a distintas perspectivas teóricas que actualmente justifican a la estrategia de diversificación. En la presente sección se revisan algunas de las teorías más utilizadas de los tres principales enfoques: Enfoque

Económico, Enfoque del Nuevo Análisis Económico y el Enfoque de Dirección Estratégica.

II.2.1. Enfoque Económico

Desde el Enfoque Económico encontramos la Teoría Neoclásica y la Teoría de Economía Industrial. La Teoría Neoclásica tiene su base en los supuestos de mercados perfectos, transparencia de precios y racionalidad limitada de los agentes. La justificación para la empresa diversificada se encuentra en la posibilidad de que entre dos funciones productivas existan economías de alcance (Suárez, 1993). En este sentido, hay economías de alcance cuando es menos costoso combinar dos o más líneas de producto en una empresa que producirlas separadamente (Panzar y Willig, 1981). Si los costes de transacción prevén la existencia de un mercado eficiente en los recursos compartidos, las economías de alcance pueden llevar al surgimiento de empresas multimercado (Penrose, 1959; Teece, 1980). Desde este punto de vista, la diversificación corporativa sólo tendría sentido hacia productos o mercados relacionados o muy cercanos.

La segunda teoría es el Enfoque de Economía Industrial, el cual argumenta la relación existente entre la *estructura* del mercado y la *conducta (estrategia)* empresarial en la obtención de los *resultados* empresariales. Desde esta teoría la hipótesis subyacente es que “*Participar en más de un negocio permite a las empresas aumentar su poder de mercado en cada uno de ellos*” (Suárez, 1993). Bajo esta teoría se justifica la estrategia de diversificación por el poder de mercado. Las empresas pueden diversificarse para incrementar su nivel de poder de mercado, y por lo tanto, la posibilidad de obtener resultados extraordinarios. Tirole (1995) argumenta que las

ganancias generadas por la empresa en un sector pueden ser utilizadas para soportar precios predatorios en otro sector. Además la empresa podría implicarse en coaliciones con otras empresas que compiten con ella simultáneamente en múltiples mercados. Finalmente, las empresas pueden usar la estrategia de diversificación para participar en acuerdos recíprocos con otras grandes empresas con el fin de eliminar a pequeños competidores (Scott, 1982; Bernheim y Winston, 1990).

De la misma forma, el Enfoque de Economía Industrial argumenta que las *economías de escala* pueden justificar la estrategia de diversificación. Se entiende que, *“hay economías de escala si un pequeño incremento proporcional en los niveles de todos los factores de input pueden llevar a más que un incremento proporcional en los niveles de productos producidos”* (Panzar y Willig, 1977). En este sentido, uno de los principales determinantes del tamaño de una empresa es el grado en que pueden extraer los rendimientos a escala (Hart y Tirole, 1990). Las economías de escala pueden estar presentes no sólo en la función de producción de una empresa, sino también en otras como: compras, investigación y desarrollo, marketing, cadenas de servicio, fuerza de ventas, entre otras.

II.2.2. Enfoque del Nuevo Análisis Económico

Desde este enfoque encontramos dos teorías que justifican la existencia de la estrategia de diversificación, estas teorías son, la Teoría de Costes de Transacción y la Teoría de la Agencia.

En la Teoría de Costes de Transacción la empresa es considerada como un mecanismo de coordinación alternativo al mercado de las actividades económicas Coase (1937). Desde esta perspectiva, la eficiencia implica adoptar el modo

organizativo que mayor reducción de costes proporcione (Williamson, 1981; Milgrom y Roberts, 1992; 1994). Este enfoque se centra en la comparación de los costes de organizar las actividades económicas dentro de la empresa o en el mercado. En este sentido, los costes organizativos que se dan en una empresa diversificada son menores que los de una empresa especializada (Suárez, 1993).

Por su parte, la Teoría de la Agencia predice que los directivos 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 literatura financiera ha resumido los motivos que llevan a los directivos a diversificar en: incremento de compensaciones (Jensen y Murphy, 1990), poder y prestigio (Jensen, 1986); reducción del riesgo asumido por los agentes (Amihud y Lev, 1981); atrincheramiento a través de inversiones que requieren sus habilidades particulares (Shleifer y Vishny, 1990a; 1990b), entre otros. Desde este enfoque, la diversificación es justificada por los beneficios privados y preferencias personales de los directivos.

II.2.3. Enfoque de Dirección Estratégica

La teoría basada en los recursos es la teoría dominante en la literatura de Dirección Estratégica (Wernerfelt, 1984; Barney, 1991; Villalonga y McGahan, 2005). Este enfoque postula que las empresas se diversificarán si tienen un exceso de recursos y capacidades que son transferibles entre sus sectores y para los cuales existe una imperfección en mercado (Montgomery y Wernerfelt, 1988). Sin embargo, los recursos estratégicos deben ser: valiosos, escasos, no imitables, no sustituibles (Barney, 1991).

En estas circunstancias, economías de alcance surgen y la empresa diversificada se convierte en la forma más eficiente de organización económica (Penrose, 1959; Panzar y Willig, 1977). Bajo este enfoque teórico las empresas podrían utilizar los mismos canales de distribución y marketing para diferentes mercados de productos y servicios. Podrían compartir las habilidades directivas, legales y financieras de su personal en sus diversos sectores y por lo tanto ser más eficiente.

Tabla II.1: Enfoques Teóricos que Justifican la Diversificación

Enfoque	Teorías	Justificación	Autores
Económico	Teoría Neoclásica	Economías de alcance	Penrose, (1959); Teece (1980); Panzar y Willig (1981)
	Teoría de Economía Industrial	Poder de mercado Economías de escala	Panzar y Willing (1977); Scott (1982); Bernheim y Winston (1990); Tirole (1990); Tirole (1995)
Nuevo Análisis Económico	Teoría de Costes de Transacción	Costes de organización	Coase (1937); Williamson (1981); Milgrom y Roberts (1992, 1993)
	Teoría de la Agencia	Beneficios privados Preferencias personales de los directivos	Amihud y Lev (1981); Jensen (1986); Jensen y Murphy (1990); Shleifer y Vishny (1990a, 1990b); Amihud y Lev (1999); Denis y Thothadri (1999)
Dirección Estratégica	Teoría Basada en los Recursos	Exceso de recursos y capacidades	Penrose (1959); Panzar y Willing (1979); Wernerfelt (1984); Montgomery y Wernerfelt (1988); Barney (1991); Villalonga y McGahan (2005);

Fuente: Elaboración propia.

II.3. Costes y Beneficios de la Diversificación Corporativa

Está comprobado que las empresas diversificadas obtienen beneficios y costes en la puesta en práctica de esta estrategia. Algunos de estos beneficios son los siguientes.

La empresa diversificada puede crear mercados de capitales internos que le permitan realizar una asignación más eficiente de los recursos entre sus diferentes unidades de negocios (Williamson, 1985). Por su parte Stein (1997) concluyó que bajo ciertas condiciones el proceso de crear mercados de capitales internos puede añadir valor a la empresa. La existencia de mercados de capitales internos en compañías de petróleo fue corroborada por Lamont (1997). La empresa diversificada puede hacer una asignación de sus recursos de manera más eficiente puesto que posee más y mejor información acerca de sus oportunidades de inversión y porque los directivos de la sede central controlan el uso de esos recursos emulando el papel de accionistas exigentes con respecto a las unidades de negocio, reduciendo de esta forma los posibles costes de agencia (Suárez, 1994).

La estrategia de diversificación es asociada con beneficios fiscales, esto es debido al efecto coaseguro (Lewellen, 1971) el cual surge de operar unidades de negocios con *cash flows* correlacionados imperfectamente, lo que le otorga a la empresa una mayor capacidad de endeudamiento en comparación con empresas no diversificadas de similar tamaño. De esta forma la capacidad de endeudamiento crea valor al incrementar la desgravación fiscal de intereses. Majd y Myers (1987) argumentan que las empresas no diversificadas se encuentran en una significativa desventaja fiscal, porque los impuestos son pagados al gobierno cuando ellas obtienen ganancias, sin embargo el gobierno no paga a la empresa cuando ésta tiene pérdidas. Además las

empresas diversificadas pueden realizar ahorros fiscales inmediatamente al compensar las pérdidas obtenidas en unos segmentos contra las ganancias de otros segmentos (Berger y Ofek, 1995).

Al participar en más de un sector las empresas diversificadas pueden reducir su riesgo sistemático asociado a participar en un solo negocio (Lewellen, 1971; Comment y Jarrell, 1995). Cuanto mayor sea el número de negocios en los que opere la empresa y estén poco o negativamente correlacionados con los actuales mayor es su potencial para diluir el riesgo propio de cada uno de esos negocios (Chang y Thomas, 1989).

Las empresas que participan en más de un negocio pueden crecer tomando ventajas de economías de escala y alcance (Chandler, 1977; Teece, 1980). Finalmente la diversificación puede crear valor para los accionistas al mitigar fallos en el mercado de producto, laboral y financiero, este beneficios podría ser más importante para los mercados menos desarrollados (Khanna y Palepu, 2000).

Por otro lado, los costes potenciales de diversificación se derivan principalmente de problemas de agencia, de la intención de los directivos para incrementar sus beneficios privados a expensas de la riqueza de los accionistas (Jensen, 1986; Morck, Shleifer y Vishny, 1990), incrementar su compensación, poder y prestigio (Jensen y Murphy, 1990; Korahna y Zenner, 1998), reducir su riesgo personal, dado que el capital humano de los directivos está invertido en sus compañías los conglomerados son un buen camino (Amihud y Lev, 1981), oportunidad para los directivos de empresas con *free cash flow* para llevar a cabo inversiones con valor actual neto negativo (Jensen, 1986, 1988) o para atrincherarse dirigiendo la diversificación de forma que coincida con sus habilidades profesionales (Shleifer y Vishny, 1989). En esta misma línea Denis, Denis, Denis y Sarin (1997) concluyen que los costes de agencia están asociados a la decisión de diversificarse.

Los mercados de capitales internos podrían operar de forma ineficiente debido a la subvención cruzada entre divisiones. Las empresas tienden a sobre invertir en segmentos con pobres oportunidades de inversión, subvencionándolos mediante las unidades de negocio con oportunidades rentables (Berger y Ofek, 1995; Meyer et al. 1992), a la rivalidad interna generada por las asignaciones de recursos entre las divisiones de una empresa diversificada (Scharfstein y Stein, 2000; Rajan, Servaes y Zingales, 2000) o debido a inversiones en líneas de negocios con pobres oportunidades (Stulz, 1990). Shin y Stulz (1998) estudiaron la eficiencia de los mercados de capitales internos y concluyeron que en promedio éstos son ineficientes.

Finalmente, otro de los costes de la diversificación es el de asimetrías de información que surgen entre la dirección central y gerentes divisionales (Harris, Kriebel y Raviv, 1982), o entre directivos y los inversores externos (Stein, 1997; Fluck y Lynch, 1999; Hadlock et al. 2001).

II.4. Medidas de Diversificación Corporativa

En la literatura de diversificación corporativa una de las principales preocupaciones de los investigadores es la ausencia de consenso respecto a las medidas. En este sentido, Rumelt (1974), argumenta que no está generalmente aceptada la definición y las medidas de diversificación. Porque es muy difícil encontrar una medida que reúna todas las características cuantitativas y cualitativas para la consecución de cualquier objetivo los investigadores han tendido a desarrollar su propia operacionalización de este concepto. En este contexto, la elección de la medida Debe ser guiada principalmente por la pregunta de investigación (Pitts y Hopkins, 1982).

La elección de la medida del grado y/o tipo de diversificación tiene importantes implicaciones cuando se estudia la relación entre diversificación y valor empresarial. La evidencia empírica señala que la “metodología” utilizada en el estudio de dicha relación puede influir en los resultados obtenidos (Palepu, 1985: 239; Ramanujam y Varadarajan, 1987). De ahí el esfuerzo cada vez más creciente de muchos investigadores al combinar medidas continuas y categóricas, con la finalidad de vencer las carencias de unas y otras. Sin embargo, y como señalan los resultados obtenidos por Hall y John (1994), esa metodología debería ser utilizada con cautela pues no es la más apropiada para vencer las limitaciones de las medidas continuas ni de las categóricas.

A continuación se realiza un análisis de los tipos de medidas más comúnmente usadas en los estudios de diversificación. Las medidas continuas desarrolladas en base a un sistema de clasificación industrial (códigos *SIC*¹) y las medidas categóricas, comúnmente denominadas como tipologías. Las medidas continuas surgieron de la literatura de Economía Industrial y son consideradas más objetivas (Montgomery, 1982; Pitts y Hopkins, 1982), mientras que las medidas de tipologías representan una visión más enriquecedora y más compleja de la diversidad (Rumelt, 1974).

II.4.1. Medidas Continuas

Generalmente utilizadas en los estudios de Economía Industrial (Palepu, 1985) y de Finanzas. El primer análisis cuantitativo de la diversificación de la industria fue realizado por Gort (1962) para la industria americana y emplea el primer índice de diversificación a partir del llamado *ratio de especialización del producto primario*

¹ El sistema SIC (*Standard Industrial Classification*) es un sistema numérico desarrollado por el Gobierno Federal de los Estados Unidos para clasificar todos los tipos de actividad económica dentro de su economía. Es utilizada principalmente por la Oficina del Censo de Estados Unidos.

(*REP*)². La principal desventaja del uso de esta medida bastante simplista es que no considera la proporción de cada uno de los negocios o productos en los cuales la empresa está involucrada y por lo tanto exagera el grado actual de diversificación de la empresa.

Por las limitaciones presentadas por esta medida, se desarrollaron índices más complejos que reflejan el tamaño de los distintos negocios de la empresa. Estos índices están basados en los trabajos pioneros de Hirschman (1945)³ y Herfindahl (1950). Básicamente, nos referimos a los índices propuestos por Berry (1971), que es una modificación del índice Hirschman-Herfindahl y al índice de Entropía (Palepu, 1985).

El primer índice es el propuesto por Berry (1971):

$$D = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$$

Donde, D es el índice de diversificación, n es el número de 2-(o 3-, o 4-) dígitos del código *SIC* en el que la empresa se encuentra activa, y P_i es la proporción de las ventas de cada código *SIC* respecto de las ventas totales de la empresa.

El segundo índice es el de entropía, fue originalmente desarrollado por Jacquemin y Berry (1979), sin embargo posteriormente fue ampliada por Palepu (1985). Tiene su fundamento en tres elementos de la diversidad de las operaciones de una empresa:

- 1) el número de segmentos de productos en los cuales la empresa opera;

² Grado de diversificación se puede expresar como: $GD = \sum sj = 1 - REP$. Donde, sj es la cuota de las j -ésimas productos secundarios dentro de la empresa cuya diversificación se esté midiendo.

³ Existe un debate sobre el nombre correcto del índice de concentración mejor conocido como Herfindahl. Debido a que en su nota de 1964, Hirschman reclama la autoría de dicho índice. Es por ello que en la presente tesis nos referimos a este índice como Hirschman-Herfindahl.

- 2) la distribución de las ventas totales a través de los segmentos de los productos y
- 3) el grado de la relación entre los diferentes segmentos de productos (Palepu, 1985).

Lo que distingue precisamente a esta medida de las demás es la conjunción de los anteriores elementos. Permite la descomposición de la diversidad total de la empresa en dos componentes adicionales:

- a) Un componente no relacionado que mide el grado en el cual los *output* están distribuidos en los productos a través de los grupos de sectores no relacionados (END) y,
- b) Un componente relacionado, el cual mide la distribución de los *output* entre productos relacionados dentro de los grupos de sectores (ER).

Índice de Entropía Total:

$$ET = \sum_{i=1}^n P_i \ln (1/P_i)$$

Donde, P_i es la proporción de las ventas totales de la empresa dentro del i -ésimo segmento de la industria (Palepu, 1985; Hall y John, 1994; Markides y Williamson, 1996), es decir, la proporción de las ventas del segmento i -ésimo en relación con el total de ventas de la empresa. Donde, n es el número de segmentos de industria en los cuales la empresa participa. Bajo este planteamiento, se denominan segmentos de industria a las agrupaciones a nivel de 4 dígitos del “sistema de clasificación industrial” (Hall y John, 1994).

Por lo tanto, el índice de Entropía Total (ET) es un promedio ponderado de la participación de los segmentos o de las distintas actividades de la empresa. Una de las principales características del índice de Entropía es que reconoce el grado de relación entre los segmentos en los cuales participa la empresa. Por esta razón, se define un grupo de sectores como un conjunto de segmentos relacionados.

De tal modo, ER_j es la diversificación relacionada de varios segmentos dentro de un grupo de sector j (Palepu, 1985). Por lo tanto, se mide la diversidad dentro de grupos de sectores (Hall y John, 1994). Puede ser expresada como sigue:

$$ER_j = \sum_{i \in j}^M P_i^j \ln (1/P_i^j)$$

Donde, P_i^j es el porcentaje del segmento “ i -ésimo” del grupo “ j -ésimo” en el total de las ventas del grupo y M es el número de grupos de sectores en los cuales los n segmentos se encuentran. Por lo tanto, $n \geq M$ en función de los dos primeros dígitos de su código del “sistema de clasificación industrial”.

De este modo, si una empresa participa en varios grupos de sectores su índice de Entropía Relacionada Total puede ser expresado de la siguiente forma:

$$ER = \sum_{j=1}^M ET_j P^j$$

Donde, P^j es la proporción de las ventas del grupo j -ésimo en el total de las ventas de la empresa.

Por el contrario, el índice de Entropía No Relacionada (ENR) mide la actividad de la empresa en distintos grupos de sectores. Se define de la siguiente forma:

$$ENR = \sum_{j=1}^M P^j \ln (1/P^j)$$

Donde, P^j es la proporción de las ventas totales de la empresa dentro del “ j -ésimo” grupo de sector, M es el número de grupos de sectores (Hall y John, 1994).

En resumen, la medida de entropía entrega tres índices para cada empresa: a) el índice de Entropía Relacionada (ER), b) el índice de entropía No Relacionada (ENR) y, c) el índice de Entropía Total o Diversificación Total (ET). Su expresión es:

$$ET = ER + ENR$$

La diferencia principal entre estas dos medidas de diversificación es que el Índice Herfindahl (Berry, 1971), asigna un peso pequeño a negocios pequeños. Sin embargo, el Índice de Entropía es superior al Herfindahl, en que no solamente proporciona un índice de diversificación, sino también, es capaz de descomponer esta diversificación total, identificando su dirección, hacia negocios relacionados o no relacionados. Además, el Índice de Entropía tiene validez razonablemente fuerte como medida de diversificación (Hoskisson, et al.1993).

Finalmente, la última medida continua es la propuesta por Varadarajan y Ramanujan (1987), la categorización llamada Espectro de Diversidad Amplio (BSD) y Espectro de Diversidad Reducido (NSD). El objetivo de esta medida es la conceptualización de dos dimensiones para medir la diversificación empresarial, se basa principalmente en los trabajos de Berry (1971) y Wood (1971). La principal modificación se encuentra en el espectro de diversidad reducida (NSD), esta medida fue sustituida por el número promedio de cuatro dígitos del código de clasificación

industrial por dos dígitos en el cual la empresa participa, a esta nueva medida le dieron el nombre de *Espectro de Diversidad Reducido Promedio (MNSD)*. La figura 1.1 muestra la matriz que resulta de esta conceptualización, cada celda de la matriz representa la totalidad de las actividades de diversificación anteriores de una empresa en varias categorías sectoriales de dos y cuatro dígitos del sistema de clasificación industrial.

Figura II.1: Conceptualización de la Diversidad de una Empresa

Espectro de Diversidad Amplio	A l t o	Celda C: Empresas diversificadas no relacionadas	Celda D: Empresas con alta diversidad
	B a j o	Celda A: Empresas con baja diversidad	Celda B: Empresas con diversificación relacionada
		Alto	Bajo
		Espectro de Diversidad Reducido Promedio	

Fuente: Varadarajan y Ramanujan (1987: 383)

La definición de cada uno de los Espectros es detallada a continuación:

- a) *Espectro de diversidad amplio (BSD)*: Es el número de categorías de dos dígitos del “sistema de clasificación industrial” en el cual una empresa participa.
- b) *Espectro de diversidad reducido promedio (MNSD)*: Es el número de categorías de cuatro dígitos del “sistema de clasificación industrial” en el cual la empresa participa, dividido por el número de categorías de dos dígitos en el cual la compañía está operativa.

Un punto a favor de esta medida es que no se requieren los datos de las ventas de los segmentos de negocios, y aun así proporciona una panorámica tanto del grado de diversificación, alta *versus* baja, y su dirección predominantemente relacionada o no relacionada (Varadarajan y Ramanujan, 1987).

En resumen, entre las principales ventajas de las medidas de tipo continuo basadas en los códigos SIC, se encuentran: su fácil operalización, empleo y objetividad, y a esto debemos incorporar el hecho de que requieren menos esfuerzo y tiempo en su aplicación. Su propiedad matemática de continuidad permite identificar y medir adecuadamente las diferencias en la diversidad tanto entre empresas como a través del tiempo. Además permiten la conveniencia de replicabilidad y comparación de los resultados por los distintos investigadores. Sus limitaciones provienen sobre todo del hecho de que la gran mayoría están basadas en los datos del código *SIC*. Esta característica que garantiza por un lado la objetividad de la medida, por otro lado no permite diferenciar adecuadamente los distintos segmentos de negocio, no permite capturar la naturaleza de la empresa diversificada (Pitts y Hopkins, 1982; Palepu, 1985), además las distancias entre los códigos SIC no pueden medirse mediante un ratio o escala de intervalos (Nayyar, 1992).

II.4.2. Medidas basadas en Tipologías

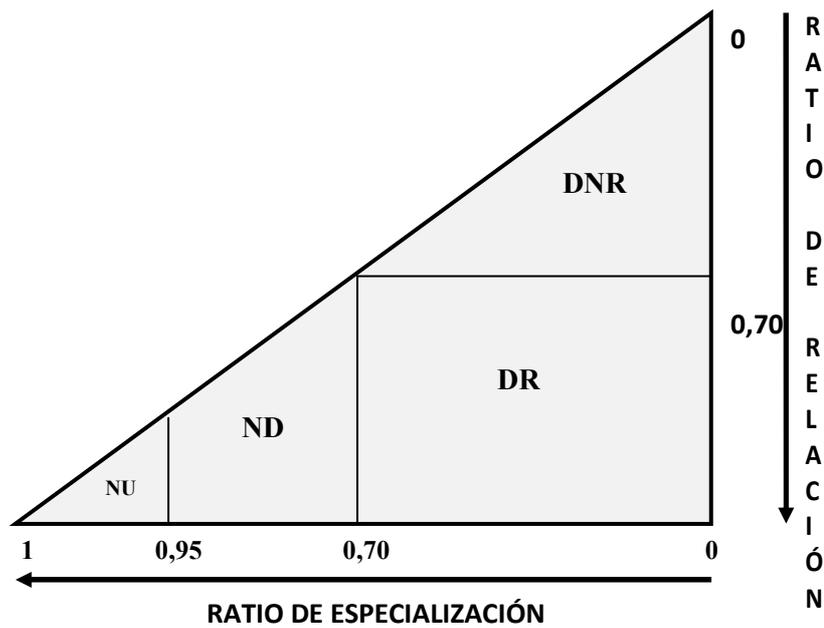
Las medidas categóricas son desarrolladas por especialistas en el área de estrategia empresarial, son de naturaleza cualitativa y además, permiten distinguir el tipo de estrategia de diversificación (Suárez, 1994). Es una tipología de carácter subjetivo, la cual trata de recoger no sólo el grado de diversificación de una empresa sino también el tipo de relación que existe entre los negocios de la misma.

Existen diversos trabajos que proponen medidas de diversificación basadas en tipologías, pero sin lugar a duda es el trabajo pionero de Rumelt (1974), el más utilizado en la práctica, originalmente desarrollado por Wrigley (1970). Rumelt clasifica empresas en cuatro tipos de categorías de diversificación, basándose en la clasificación originalmente propuesta por Wrigley (1970):

- Negocio Único (NU): $RE \geq 95\%$
- Negocio Dominante (ND): $70\% \leq RE \leq 95\%$
- Diversificación Relacionada (DR): $RE < 70\%$ y $RR \geq 70\%$
- Diversificación No Relacionada (DNR): $RE < 70\%$ y $RR < 70\%$

Rumelt (1974), define dos ratios además del propuesto por Wrigley (1970) -ratio de especialización (RE)-.

- a) *Ratio de Especialización (RE)*: Es la proporción de las ventas totales de la empresa que son atribuidas al negocio principal de la empresa.
- b) *Ratio de Relación (RR)*: Proporción de las ventas anuales de una empresa correspondiente al mayor grupo de negocios relacionados.
- c) *Ratio vertical (RV)*: Proporción de las ventas anuales de la empresa correspondientes a todos los productos intermedios y finales de una cadena de actividades integrada verticalmente dentro de un mismo proceso productivo.

Figura II.2: Categorías Estratégicas de Wrigley/Rumelt

Fuente: Rumelt (1974: 31)

El trabajo de Rumelt logra vencer las limitaciones de las medidas basadas en los códigos SIC respecto a la identificación de la naturaleza de la estrategia de diversificación, tomando en consideración no sólo relaciones de tipo productivo, sino todas aquellas que pudieran existir en las áreas como marketing e investigación y desarrollo (I+D). Sin embargo, presenta desventajas evidentes, principalmente relacionadas con el proceso de clasificación, puesto que requiere la introducción de juicios por parte del investigador tanto para definir cuáles son los negocios de la empresa como el grado de relación o proximidad existente entre ellos. Asimismo, la decisión de separar entre empresas no diversificadas y diversificadas en función de que su ratio de especialización sea mayor o menor del 70%, ya que Wrigley (1970) y Rumelt (1974) es otra debilidad, puesto que no aportan ningún argumento técnico que sustente esta elección.

II.4.3. Medidas de Diversificación Eficiente

Uno de los objetivos de mayor importancia de la estrategia de diversificación, desde un punto de vista de la literatura financiera, es la inversión en distintos proyectos con la finalidad de eliminar el riesgo no sistemático o específico. En este sentido, el riesgo que preocupa es aquel que no se elimina por la diversificación. Es decir, el riesgo sistemático que en condiciones de equilibrio presenta una relación lineal con el nivel de rentabilidad exigido. Una inversión de mayor riesgo se espera que tenga niveles superiores de rentabilidad.

El punto central de las medidas de diversificación eficiente es que captan la sensibilidad de la rentabilidad de una empresa en relación a la rentabilidad de la cartera de mercado. En estas medidas no se identifica a priori si las empresas están o no diversificadas, con los datos de rentabilidad y riesgo se realizan estimaciones para obtener una cartera de sectores o proyectos óptimos, para posteriormente evaluar el grado de diversificación eficiente. Es decir, el grado en el cual se ha eliminado el riesgo no sistemático. Esto significa, que para un determinado nivel de riesgo, una empresa que haya alcanzado su nivel de diversificación eficiente (o que está cerca del mismo) presentará en equilibrio la máxima rentabilidad. El hecho de introducir el riesgo sistemático como punto de referencia en la rentabilidad es esencial pues la diversificación eficiente es la que determina la mejor relación rentabilidad-riesgo.

De esta forma las empresas con un nivel de diversificación “no eficiente” deberían presentar una menor rentabilidad frente a un determinado nivel de riesgo, o alternativamente un mayor riesgo para un determinado nivel de rentabilidad. Por lo tanto, la diversificación eficiente se configura como una medida que incorpora implícitamente el concepto rentabilidad-riesgo, objetivo que deberá perseguir la empresa.

A pesar que estos modelos fueron desarrollados para aplicarse a los mercados de capitales y no a los mercados reales, se Debe tener en cuenta que la capacidad de generar renta por las empresas y el riesgo de las mismas no se deriva de su participación en los mercados de capitales, sino de su presencia en los mercados reales.

Estas medidas son basadas generalmente en aplicaciones del modelo de selección de cartera (Markowitz, 1952), modelo de evaluación de activos financieros (Sharpe, 1964) y del mercado (Barnea y Logue, 1973). Estas medidas toman en consideración los supuestos de relativa perfección del mercado, combinando la diversificación del producto y del mercado. El objetivo de estas medidas es determinar cuáles son las categorías sectoriales más apropiadas para invertir y la cuantía de esa inversión.

La aproximación de la diversificación eficiente, presentada por Smith y Schreiner (1969) es un modelo desarrollado *ex-ante* que se basa fundamentalmente en la teoría de selección de cartera (Markowitz, 1952), pero en lugar de seleccionar títulos de empresas se seleccionan sectores que se considera son los óptimos para la inversión en el mercado. Para este propósito, Smith y Schreiner (1969), definen el conglomerado como una empresa que invierte capital en varias categorías de los sectores y enfatiza el crecimiento externo (fusiones y adquisiciones) sobre el crecimiento interno.

La medida de diversificación eficiente propuesta por estos autores es derivada del Índice de Sharpe (1966).

$$D^* = \frac{E(P^*) - E(P^{\circ})}{S(P^*)}$$

Donde, D^* es el índice de diversificación eficiente, $E(P^*)$ es la rentabilidad esperada de la empresa, $E(P^o)$ es la rentabilidad esperada de un activo libre de riesgo, y $S(P^*)$ es la desviación típica de la rentabilidad esperada de la empresa.

Esta medida de diversificación eficiente solamente se concentra en una dimensión de la actividad del conglomerado, la habilidad de éste para invertir en un grupo apropiado de categorías sectoriales. Sin embargo, no incluye variables importantes como la dirección o las potenciales economías de escala (Smith y Schreiner, 1969).

En paralelo, otra medida de diversificación es la propuesta por Barnea y Logue (1973), que intentan añadir una perspectiva al problema de medidas de diversificación identificando una medida fácilmente calculable que, considerando los supuestos de mercados de capitales relativamente perfectos, contengan los elementos tanto de producto como de la diversificación de mercado. Los autores parten del modelo de mercado:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Donde, R_{it} es la rentabilidad de la empresa i en el periodo t , R_{mt} es la rentabilidad del mercado en el periodo t , β_i es el riesgo sistemático de un título, y ε_{it} es la perturbación aleatoria.

Los autores proponen como medidas potencialmente útiles de diversificación el coeficiente de determinación R^2 (la proporción de la varianza de las ganancias de la cartera explicadas por el componente de riesgo sistemático) y el error estándar de la estimación o la desviación estándar de los residuos, $\sigma(\varepsilon)$.

R^2 y $\sigma(\varepsilon)$, como medidas de diversificación pueden considerarse superiores a todas las medidas físicas de diversificación comúnmente usadas porque son teóricamente sensibles a interdependencias, son inequívocas y relativamente objetivas y comprensiva, es decir, incorporan tanto la diversificación de producto como la del mercado. Si el objetivo de la investigación es la diversificación del riesgo ambas medidas son superiores a las más comúnmente utilizadas (Barnea y Logue, 1973). Sin embargo R^2 provee un significado numérico más intuitivo para la estimación de la diversificación debido a su escala de medida que va de 0 a 1.

En definitiva, las ventajas de las medidas de diversificación eficiente son principalmente que toman en consideración el comportamiento del mercado, además de tener un carácter objetivo y tomar en consideración tanto las ganancias esperadas como una medida de riesgo. Además y muy importante el hecho de que no es necesario introducir juicios *a priori* sobre la definición de lo que es una empresa diversificada o no. Partiendo de la ventaja de la diversificación que es la eliminación del riesgo no sistemático se puede llegar a concluir si las empresas están o no realizando una diversificación que les ayude a la eliminación del riesgo, medido a través de la β o de su desviación típica. Estas medidas pueden convertirse en una herramienta adicional para la dirección de las empresas diversificadas. Su principal desventaja puede encontrarse en que se debe partir de supuestos restrictivos para su desarrollo, si bien una de las críticas proviene de que dichos supuestos no se adaptan al mundo real se debe considerar que un modelo no debe ser juzgado por el realismo de sus asunciones sino por el de sus predicciones (Blume, 1971). Con estas medidas no es posible identificar el tipo de diversificación. La tabla 1.2 presenta un resumen de las medidas de diversificación, agrupadas por categorías, medidas continuas, categóricas y eficientes.

II.5. Evidencia Empírica del Descuento de Diversificación

Los estudios empíricos sobre el efecto de la estrategia diversificación en el valor de la empresa son cuantiosos y bien documentados, básicamente plantean dos hipótesis principales, por un lado proponen una estrategia que destruye el valor y por el otro una estrategia que crea valor para la empresa.

La evidencia empírica que soporta el descuento de diversificación viene de trabajos como los de Lang y Stulz (1994), los autores no encuentran evidencia de una relación positiva entre diversificación y valor de la empresa; en su estudio comparan la q de Tobin de las empresas no diversificadas con la q de Tobin imputada de los segmentos de las empresas diversificadas. Sin embargo, en su estudio también que las

Tabla II.2: Resumen de las Medidas de Diversificación

Tipo	Medida	Fortaleza	Debilidad	Autor
Continua	Índice Berry-Herfindah	- Índice fácil de calcular	- Sólo proporciona el grado de diversificación, pero no el sentido, diversificación relacionada o no relacionada.	Berry (1971)
	Índice de Entropía	Captura la diversidad a través de grupos de productos (relacionados) y dentro de grupos de productos (no relacionados). Proporciona el grado de diversificación total y sus componentes: - Diversificación Relacionada (DR), - Diversificación No Relacionada (DNR)	- Requiere la información de las ventas a nivel de cuatro dígitos. - Cálculo complejo	Palepu (1985)
	Espectro de diversidad amplio o reducido	- Simplicidad - Fácil de medir y calcular	- Validez y fiabilidad es cuestionable	Varadarajan y Ramanujan (1987)
Catagórica	Clasificación Wrigley/Rumelt	- Rigor conceptual - Considera la historia de la empresa al igual que su comportamiento para determinar la utilización de sus fortalezas, habilidades esenciales y sus objetivos de diversificación.	- Subjetividad en la medida - Fiabilidad cuestionable - Consumo de tiempo en el análisis - Requiere información excesiva de la empresa, por lo que se requieren varias fuentes de información.	Wrigley (1970); Rumelt (1974)
Eficiente	Con base en Sharpe (1966)	- Fácil en su cálculo - Concentración de la habilidad del conglomerado para invertir en un grupo apropiado de categorías sectoriales.	- Sólo proporciona un nivel óptimo de diversificación, pero no el sentido de la misma (relacionada o no relacionada). - No incluye variables como los son: las economías de escala.	Smith y Schreiner (1969)
		- Carácter objetivo - Considera los supuestos del mercado y una medida de riesgo.	- Se Debe partir de supuestos restrictivos para su desarrollo. - No da el sentido de la diversificación	Barnea y Logue, (1973)

Fuente: Adaptado de Sambharya (2000: 165)

empresas que finalmente diversifican comercian en un descuento incluso antes de diversificarse.

Berger y Ofek (1995) estudian una muestra para el periodo 1986 a 1991 de empresas diversificadas y no diversificadas. Los autores miden el valor de la empresa como el logaritmo del ratio del valor total de la empresa sobre la suma del valor imputado de sus segmentos, considerándolos como entidades independientes. Concluyen que existe una relación negativa y significativa entre el 13% y 15% para las empresas diversificadas en relación a las empresas no diversificadas, esta pérdida es robusta a la inclusión de diferentes medidas para el valor de la empresa y diversificación. Además identifican dos fuentes potenciales de destrucción de valor en las empresas diversificadas, la sobreinversión y la subvención cruzada. Lins y Servaes (2002) encuentran descuentos por diversificación en Japón (10%) y en el Reino Unido (15%) semejantes a los encontrados por Berger y Ofek (1995), sin embargo para el caso de Alemania no pueden encontrar evidencia de un descuento.

La ineficiencia de mercados de capitales internos en las empresas diversificadas también sustentan la hipótesis de destrucción de valor en este sentido Lamont (1997) estudiaron una muestra de compañías petroleras y encontraron evidencia significativa de la existencia de mercados de capitales internos. Por su parte, Shin y Stulz (1998) encuentran evidencia de que los mercados de capitales internos son en promedio ineficientes. Rajan et al. (2000) examinan una muestra para el periodo 1979 a 1993 y encuentran que en media la q de Tobin ajustada a la industria para empresas diversificadas es significativamente menor que la de las empresas especializadas. Lamont y Polk (2002) argumentan que la variación exógena en la diversificación es necesaria para realizar inferencias sobre el efecto causal. Los autores concluyen que los cambios exógenos están negativamente relacionados con el valor de la empresa debido a

cambios en la inversión de la industria. Interpretan este hecho como evidencia de la destrucción de valor por la estrategia de diversificación. La rivalidad entre las unidades de negocios de la empresa por una mayor asignación de recursos es otra potencial causa de ineficiencia de los mercados de capitales internos (Scharfstein y Stein, 2000). A pesar de la amplia evidencia propuesta en apoyo a la hipótesis de mercados de capitales internos Whited (2001), evidenció que el método común de todos estos estudios sufre problemas de error de medida, el cual cuando es corregido conduce al rechazo de esta hipótesis. Consistente con los resultados anteriores Maksimovic y Phillips (2002) proporcionan evidencia con una muestra de datos a nivel de plantas que rechaza la ineficiencia de mercados de capitales internos existentes en las empresas diversificadas. Chevalier (2000), analizó una muestra de empresas fusionadas y encontró que los modelos de inversión atribuidos a inversiones ineficientes están presentes en las empresas antes de fusionarse.

En una línea opuesta encontramos trabajos empíricos que han comprobado que la estrategia de diversificación no destruye el valor de la empresa, y que el descuento que sufren estas empresas puede ser el resultado espúreo de errores de medida y de la endogeneidad de la selección de diversificarse.

El descuento de diversificación puede ser el resultado espúreo de errores de medida de los segmentos de las empresas diversificadas. Villalonga (2004a) analiza una muestra para el periodo 1989 a 1996 de empresas Estadunidenses construyendo unidades de negocios que son definidas coherentemente a través de las empresas. Sus resultados revelan tres principales problemas con respecto al uso de datos a nivel segmento. Primero, el nivel de desagregación de los segmentos en los informes financieros es mucho más bajo que el nivel real de las empresas tienen (Lichtenberg, 1991). Corroborar que las fuentes de datos que permiten a las empresas informar el

número de segmentos totales en los cuales son activas pueden superar por mucho la clásica restricción de 10 segmentos⁴. Para la economía Estadounidense el 56% de las más grandes 500 compañías públicas (Montgomery, 1994) y un 17% de todas las empresas de COMPUSTAT (Lichtenberg, 1991) participan en más de 10 sectores. Segundo, la definición de segmento en si puede llevar a la agregación de dos o más actividades relacionadas o no relacionadas. Davis y Duhaime (1992) argumentan que del 5 al 10% de los casos estudiados por ellos los negocios son agrupados en un solo segmento que no es ni relacionado ni verticalmente integrado. Tercero, las empresas cambian frecuentemente los segmentos en los que están activas cuando realmente este cambio no se realizó, los resultados de Denis et. al. (1997) y Hyland (1999) dan apoyo a este problema, aproximadamente una cuarta parte de cambios informados en los segmentos de las empresas de COMPUSTAT fueron informados solamente pero no se realizaron efectivamente. Villalonga (2004a) concluye que las empresas tienen una prima por diversificación en promedio de 0,28 utilizando los datos de BITS⁵, mientras que con COMPUSTAT existe un descuento en promedio de 0,18. Por lo tanto el efecto de la diversificación es contingente a la fuente de datos utilizada, mientras más consistente y objetiva sea la definición de las unidades o segmentos de las empresas diversificadas el “descuento de diversificación” puede ser revertido.

El descuento de diversificación también puede provenir de errores de medida con respecto a la constitución de la cartera de empresas de un solo segmento tomadas como referencia para hacer la comparación del valor de mercado entre empresas diversificadas y no diversificadas. Graham et. al. (2002) proporcionan evidencia favorable en esta línea al analizan una muestra conformada por aquellas empresas que

⁴ Limitación impuesta para las empresas de Estados Unidos de América por la *Financial Accounting Standards Board (FASB)*.

⁵ *Business Information Tracking Series* base de datos sobre la economía Estadounidense.

se expanden vía adquisición y/o incrementan su número de segmentos de negocios para el periodo 1978 a 1995. Los autores muestran que gran parte de la reducción del exceso de valor ocurre porque las empresas adquieren unidades de negocios que ya tenían un descuento y no porque la estrategia de diversificación destruya el valor en sí. Cabe señalar, que sus resultados implican que el supuesto estándar acerca de que las empresas de un solo segmento son las mejores unidades para realizar comparaciones con las entidades diversificadas Debe ser cuidadosamente reconsiderado.

Otra posible causa del descuento de diversificación proviene de no tomar en cuenta la endogeneidad de la decisión para diversificarse. De acuerdo con este planteamiento la estrategia de diversificación no causa el descuento. Más bien, empresas no diversificadas que enfrentan condiciones adversas en su sector pueden diversificar como una respuesta óptima a dichas condiciones. Campa y Kedia (2002) estudian una muestra para el periodo 1978 a 1996 de empresas diversificadas y no diversificadas, controlando la endogeneidad, sus resultados muestran una fuerte correlación entre la decisión de la empresa para diversificarse y su valor, de esta forma el descuento de diversificación desaparece y en algunos casos se convierte en una prima. En la misma línea se encuentran los resultados obtenidos por Matsusaka (2001), la idea central de su estudio es que las empresas están conformadas por capacidades organizacionales que pueden ser rentables en múltiples negocios y que la diversificación es un proceso de búsqueda mediante el cual las empresas buscan negocios que son bueno *matches* para sus capacidades. Villalonga (2004b) que utiliza métodos econométricos que consideran la inferencia causal para analizar una muestra comprendida entre 1978 a 1997, sus resultados son que en promedio las empresas diversificadas no tienen una reducción en su valor. Estas conclusiones son robustas a la elección del estimador, la muestra y las medidas de exceso de valor utilizadas.

Otros estudios que también apoyan la hipótesis de creación de valor de la diversificación son los que sugieren que esta estrategia es el resultado de una decisión óptima de las empresas para explorar oportunidades de crecimiento cuando en su sector ya las han agotado. Gomes y Livdan (2004) proponen un modelo similar al de Maksimovic y Phillips (2002), en el cual la diversificación permite a las empresas explorar mejores oportunidades productivas aprovechando las ventajas de las sinergias. Los autores concluyen que la diversificación y los resultados de la empresa son consistentes con la maximización del valor de los accionistas.

Finalmente, Santalo y Becerra (2008) argumentan que el efecto de la diversificación sobre el valor de las empresas no es homogéneo a través de las industrias. Específicamente, concluyen que el descuento de diversificación surge sólo en aquellas industrias en las que hay un gran número de empresas especializadas (o cuando éstas tienen una participación del mercado substancial), mientras que la prima de diversificación surge en sectores en los que hay sólo unas pocas empresas especializadas (o con una pequeña participación del mercado).

Los trabajos empíricos basados en estudio de eventos, a excepción de Mork et al. (1990), proporcionan evidencia a favor de los anuncios de adquisición diversificada. Kaplan y Weisbach (1992) encuentran diferencias no significativas entre las adquisiciones relacionadas y no relacionadas en su impacto sobre los rendimientos accionarios durante los 70s e inicios de los 80s. Los trabajos de Schipper y Thompson (1983) y Hubbard y Palia (1999) apoyan estos resultados para la década de los 60s. Para la década de los 80s y 90s los resultados son apoyados por los estudios de Hyland y Diltz (2002) y Chevalier (2000).

Son estos argumentos tanto a favor como en contra los que mantienen el tema de la estrategia de diversificación en un interesante debate. Los estudios anteriormente

plateados proveen clara evidencia sobre la compleja relación existente entre diversificación y valor de la empresa. En el siguiente capítulo se realiza una revisión de los argumentos recientes que contribuyen a un mayor entendimiento de la relación entre la diversificación y el valor empresarial. Así también, se propone un modelo de diversificación-valor que toma en consideración elementos que se han estudiado de forma aislada y que tienen potencial para aportar un elemento más a la comprensión de la estrategia de diversificación.

Tabla II.3: Estudios sobre Diversificación Corporativa

Descuento	Prima	Descuento y/o Prima
Lang y Stulz (1994)	Khanna y Palepu (2000)	Markides y Williamson (1994)
Berger y Ofek (1995)	Whited (2000)	Fluck y Lynch (1999)
Comment y Jarrell (1995)	Chevalier (2001)	Matsusaka (2001)
Servaes (1996)	Campa y Kedia (2002)	Pástor y Veronesi (2003)
Lamont (1997)	Graham, Lemmon y Wolf (2002)	Bernardo y Chowdhry (2006)
Shin y Stulz (1998)	Maksimovic y Phillips (2002)	Mackey (2006)
Lins y Servaes (1999)	Mansi y Reeb (2002)	Santalo y Becerra (2006)
Rajan, Servaes y Zingales (2000)	Gomes y Livdan (2004)	Hund, Monk y Tice (2007)
Lamont y Polk (2002)	Villalonga (2004a)	Santalo y Becerra (2008)
Lins y Servaes (2002)	Villalonga (2004b)	

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO III

IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN SOBRE EL VALOR DE LA EMPRESA: UN ENFOQUE DINÁMICO

III.1. Introducción

La relación entre estrategia de diversificación y el valor de mercado empresarial es un tema vigente en la actualidad, tanto en la literatura de Finanzas como en la de Dirección Estratégica, es un *puzzle* en el cual aún quedan muchas piezas por armar.

Como anteriormente se ha expuesto en el capítulo uno, existe una amplia evidencia empírica que apoya ambas hipótesis, destrucción y creación de valor. Si bien, las dos líneas de investigación tienen una base teórica y metodológica muy sólida una parte importante de esta investigación se enfoca en el efecto promedio de la diversificación sobre el valor de la empresa. Los argumentos que explican el descuento de diversificación se pueden resumir en: (1) las empresas diversificadas tienen un valor de mercado inferior a aquél de las empresas especializadas, medido generalmente por la Q de Tobin; (2) las empresas diversificadas realizan asignaciones de recursos a unidades de negocios con pobre resultados; (3) las empresas diversificadas adquieren empresas que ya presentan un descuento; (4) las empresas diversificadas son más riesgosas debido a la reducción de transparencia o porque sobreinvierten en proyectos con mayor riesgo y similar *cash flow*; (5) el valor de las empresas especializadas incluye el valor de

sus opciones para diversificarse y expandirse en otros sectores, mientras que las empresas diversificadas han ejercido ya estas opciones.

Sin embargo, en la actualidad las empresas continúan diversificándose, independientemente de la dirección de la diversificación, relacionada o no relacionada. Los primeros estudios sobre la relación entre diversificación corporativa y el valor de la empresa han proporcionado una amplia evidencia de una relación negativa, que se ha denominado como “*descuento de diversificación*”. Entre los estudios pioneros que han apoyado esta literatura tenemos los de Lang y Stulz (1994) quienes analizan esta relación para el mercado de Estados Unidos y sus resultados muestran un descuento de entre el 0,27 a 0,57 para las empresas diversificadas en relación a sus contrapartes, las empresas especializadas. Berger y Ofek (1995) también encuentran un descuento de diversificación de 13% a 15%, utilizando una medida de exceso de valor. El descuento de diversificación también se ha apoyado en los argumentos de asignaciones ineficientes de recursos entre las unidades de negocios de las empresas diversificadas (Rajan et. al. 2000; Scharfstein y Stein, 2000).

Por otra parte, a finales de la década de los 90's nuevas aportaciones se han realizado, las cuales desafían la visión tradicional de una relación negativa. Estas nuevas aportaciones argumentan que dicha relación provenía de errores de medida, problemas metodológicos y problemas relacionados con la muestra utilizada. Asimismo, estos estudios sugieren que, en promedio, la diversificación no es una estrategia que destruya el valor de las empresas, o al menos no tanto como se había argumentado. Incluso, algunos estudios sugieren que la diversificación es una estrategia que crea valor (Amihud y Lev, 1981; Stulz, 1990; Meyer et al. 1992; Chevalier, 1999; Khanna y Palepu, 2000; Whited, 2001; Campa y Kedia, 2002; Graham et al. 2002; Gomes y Lividan, 2004; Mansi y Reeb, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b).

Bajo el panorama anterior, una nueva línea de investigación se ha sumado a la extensa literatura de diversificación proporcionando evidencia de un efecto relativo de la estrategia de diversificación. Es decir, es una concepción más amplia y dinámica de dicha relación, en la cual esta estrategia puede en algunos casos ocasionar un descuento mientras que en otros puede crear valor (Matsusaka, 2001; Bernardo y Chowdhry, 2002; Khoroshilov, 2003; Burch, Nanda, y Narayanan, 2003; Gomes y Livdan, 2004; Mackey, 2006; Santalo y Becerra, 2006; Hund, Monk y Tice, 2007; Santalo y Becerra, 2008). Específicamente, la propuesta de estos estudios se resume en que no es apropiado hablar de un efecto general, tanto si éste fuera positivo o negativo, de la diversificación sobre el valor de la empresa (Zhao, 2008). Asimismo, estos nuevos enfoques permiten observar que no existe una naturaleza universalmente válida de la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de la empresa (Baush y Pils, 2009).

Construida sobre los argumentos de los beneficios de la diversificación, esta literatura toma una perspectiva dinámica en la estructura organizacional de la empresa. De acuerdo con esta literatura los directivos pueden emplear estrategias de diversificación para salir de líneas de negocios relativamente improductivas y no rentables, con la finalidad de moverse dentro de negocios en sectores alternativos que provean mejores oportunidades de crecimiento (Matsusaka, 2001; Khoroshilov, 2003; Burch, et. al, 2003; Gomes y Livdan, 2004). De igual forma, hay poca probabilidad de que exista un nivel óptimo de diversificación que sea común para todos los sectores, debido a la heterogeneidad sectorial (Santalo y Becerra, 2008). Las investigaciones en esta línea apoyan la consideración de Stein (2003), cuando afirma que el valor promedio del descuento de diversificación no es el *ítem* más informativo del impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor empresarial.

Las nuevas tendencias en la explicación del descuento de diversificación argumentan que no sólo se debe considerar variables económico-financieras en la explicación de la relación diversificación-valor, sino también factores como: las capacidades organizativas, la heterogeneidad sectorial, las opciones de crecimiento y la edad de la empresa.

Desde la teoría basada en los recursos las empresas están conformadas por capacidades organizativas -particularmente, las habilidades y competencias de los directivos de nivel alto y medio- que pueden ser rentables en múltiples negocios (Chandler, 1990). Más específicamente, las capacidades organizativas pueden ser desde habilidades de marketing, habilidades de distribución, habilidades en el desarrollo de productos, hasta habilidades de organización. Es decir, son capacidades generales que potencialmente pueden aplicarse a diferentes sectores. En este sentido, Matsusaka (2001), propone un modelo en el cual las capacidades organizativas son su núcleo. Define a la estrategia de diversificación como un proceso continuo de búsqueda, mediante el cual las empresas analizan negocios que son buenos *matches* para sus capacidades organizativas. Sin embargo, también reconoce que el proceso de búsqueda de un negocio que sea un buen *match* para las capacidades organizativas está lleno de incertidumbre y en algunos casos la incertidumbre solamente puede ser despejada mediante la experimentación –entrando en un sector y observando los resultados-. Es decir, mediante la diversificación. El modelo muestra como la diversificación puede ser una estrategia dinámica que maximice el valor empresarial y no obstante, las empresas multi-segmento pueden presentar un descuento con relación a aquellas especializadas. Concluye que una mala correspondencia entre capacidades organizativas y negocios genera un descuento y provoca que la empresa diversifique. Esto sugiere que el

descuento puede causar la diversificación y no al revés como se ha argumentado en la literatura (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b).

Estudios anteriores han considerado la posibilidad de que las características de los sectores puedan afectar la decisión de diversificación. Por ejemplo, Campa y Kedia, (2002) y Villalonga (2004b) en su estudio analizan como las características sectoriales pueden influir en la probabilidad de convertirse en una empresa diversificada. De la misma forma, Maksimovic y Phillips (2002) muestran como los *shocks* sectoriales pueden afectar las decisiones de inversión de los conglomerados y de las empresas especializadas. Sin embargo, los estudios precedentes no consideran explícitamente la posibilidad de que empresas diversificadas puedan desempeñarse mejor en algunos sectores que en otros, debido a sus diferentes características. En este sentido, Burch, et al. (2000; 2003) señalan que el nivel de conglomeración está negativamente relacionado a los factores sectoriales de oportunidades de crecimiento y grado de concentración. En otras palabras, sus resultados implican que el nivel de conglomerados aumenta en sectores que enfrentan una reducción en sus oportunidades de crecimiento y su grado de concentración. Básicamente, si los costes de transacción de utilizar el mercado son altos entonces podríamos observar compañías multi-segmento, por el contrario si los costes son bajos, entonces se observarían compañías especializadas compitiendo en sectores diferentes (Coase, 1937). En consecuencia, el número de empresas diversificadas en un sector puede incrementar debido a altos costes de transacción y a la existencia de economías de alcance en los sectores involucrados (Santalo y Becerra, 2006). Este argumento tiene importantes implicaciones para la explicación del descuento de diversificación, puesto que el efecto de ésta estrategia podría no ser homogéneo a través de todos los sectores. El hecho de que una empresa diversificada pueda crear valor o destruirlo depende en cierta medida, del número de empresas especializadas

compitiendo en su sector o de su cuota de mercado. Es decir, depende de las características intrínsecas de cada sector (Santalo y Becerra, 2008). Por lo tanto, no se puede hablar de una relación positiva o negativa de diversificación-valor empresarial que se mantenga a través de todos los sectores.

La implementación de la diversificación implica toma de decisiones estratégicas en una empresa, que generalmente están ligadas a inversiones en activos reales. Dichas inversiones pueden afectar el potencial crecimiento de las empresas y su valor. Desde este punto de vista, el enfoque de Opciones Reales se ha unido al esfuerzo para explicar el efecto de la diversificación sobre el valor de la empresa. La estrategia de diversificación desde este enfoque es entendida 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”* (Raynor, 2002). Los argumentos anteriores se ven corroborados por las aportaciones de Bernardo, Chowdhry, Palia y Sernova (2000), quienes demuestran una relación positiva entre las opciones reales y el número futuro de segmentos en el cual la empresa participa. En consecuencia, el valor de mercado de las empresas especializadas incluye el valor de sus opciones para diversificarse y expandirse en otros sectores, mientras las empresas diversificadas han, quizás, gastado sus opciones para diversificarse y expandirse (Bernardo y Chowdhry, 2002). En efecto, según el estudio de Zhao (2008), la diversificación puede conducir a bajos valores empresariales para aquellas empresas que materializan sus opciones de crecimiento en inversiones reales, mientras que aquellas que no ejercen sus opciones tienden a presentar superiores valores de mercado – empresas especializadas-. En este sentido, la estrategia de diversificación puede ser una plataforma de oportunidades de crecimiento y fuente de flexibilidad para la empresa

(Andrés y Fuente, 2004). Considerando los argumentos del enfoque de opciones reales sería inapropiado hablar de un efecto general (descuento y/o prima) para todos los tipos de diversificación y atribuir esto a una gestión ineficiente de los directivos (Zhao, 2008).

Finalmente, otra línea de estudios ha hecho hincapié en la relevancia de tomar en consideración la edad de la empresa cuando se analiza el efecto de la diversificación sobre el valor de mercado. Las empresas tienden a convertirse más diversificadas conforme pasan los años y crecen, lo cual sugiere que algunas empresas son capaces de reorientar recursos desde líneas de negocio que presentan resultados descendientes, mientras continúan beneficiándose de las sinergias (Motta, 2003; Gomes y Livdan, 2004). Además, las empresas pueden expandir su ámbito de negocios como una respuesta para sobrevivir a las presiones del mercado (Borghesi, Houston y Naranjo, 2007). En consecuencia, es probable que el valor de mercado de las empresas diversificadas varíe sobre el tiempo, debido a cambios en la edad promedio. En este sentido, Bernardo y Chowdhry (2002) predicen que las empresas podrían seguir un ciclo de vida, el cual inicia con un proyecto especializado cuando son jóvenes, después experimentan con una nueva línea de negocios para aprender sobre sus recursos (generales y específicos), si los resultados obtenidos no son malos emprenderán su expansión a un gran número de segmentos o se especializarán nuevamente, como en su etapa de juventud, pero incrementando su producción en el segmento especializado. Bajo esta perspectiva, las empresas maduras que diversifican son las más beneficiadas en comparación con aquellas empresas jóvenes, las cuales podrían menguar considerablemente su valor de llevar a cabo esta estrategia (Pástor y Veronesi, 2003; Borghesi et al. 2007). Por lo tanto, la estrategia de diversificación puede ser deseable para ciertas empresas, bajo ciertas condiciones específicas.

La finalidad de estos nuevos enfoques es proporcionar una explicación al descuento de diversificación desde una visión más dinámica, en la cual no todas las empresas tienen que tener un efecto negativo o positivo, e incluso dicho efecto no tiene que permanecer durante toda la vida de la empresa. Los estudios anteriores proporcionan una explicación más flexible y acorde a las características específicas del actual mercado.

Respecto con la literatura financiera se ha pretendido, por una parte, explicar la relación entre estrategia de diversificación y valor empresarial, los resultados obtenidos hasta el momento son mixtos. Por otra parte, cada vez se analizan con más profundidad cuáles son las características que hacen óptima a la estrategia de diversificación para unas empresas pero para otras no. Actualmente, no se trata únicamente de entender la existencia o no de un descuento, sino el por qué se puede dar en unas empresas este fenómeno y en otras no. En orden a encontrar respuestas a estos comportamientos, es necesario pues, profundizar en el estudio de las posibles variables que puedan moderar la relación entre estrategia de diversificación y valor de la empresa.

Consideramos que este es un avance importante puesto que, si bien, algunos estudios han incluido las oportunidades de crecimiento (Stowe y Xing; 2006; Maksimovic y Phillips, 2002; Maksimovic y Phillips, 2008) y la edad (Muller, 1972; Montgomery, 1994; Matsusaka, 2001; Mitchell, 2000; Bernardo y Chowdhry, 2002; Borghesi et al. 2007) en los modelos de diversificación, lo han hecho de manera independiente sin considerar la posible relación entre ciclo de vida y oportunidades de crecimiento. En este sentido, el ciclo de vida influye en la diversificación de forma indirecta, puesto que son las oportunidades de crecimiento lo que determinará si el efecto de la diversificación es positivo o negativo. Sin embargo, las oportunidades de crecimiento pueden darse en etapas específicas de la vida de las empresas.

Asimismo, los estudios anteriores han tenido como base, principalmente, muestras de países anglosajones dejando sin analizar si dichas relaciones serían válidas para otras muestras. En este sentido, el presente estudio aporta evidencia empírica desde los países de la Zona Euro ampliando de esta forma la comprensión de la relación entre la estrategia de diversificación y el valor empresarial y sus potenciales variables moderadoras.

En la sección siguiente nos centramos en el estudio de dos variables que consideramos pueden enriquecer el conocimiento que hasta ahora se tiene de la diversificación, estas son: las oportunidades de crecimiento y el ciclo de vida de la empresa.

III.2. Marco Teórico e Hipótesis

Bajo el panorama anterior, la relación entre estrategia de diversificación y valor empresarial puede verse influida al considerar las distintas fases del ciclo de vida organizacional.

De este modo, en primer lugar, el objetivo de este capítulo es analizar la posible relación entre las oportunidades de crecimiento y la edad de la empresa, pero haciendo un esfuerzo para captar la evolución de la estructura organizacional. Por medio de la asignación de las empresas en las diferentes fases de su ciclo de vida. En segundo lugar, profundizar en la relación de la estrategia de diversificación y el valor de la empresa, tomando en consideración las diferencias en oportunidades de crecimiento que enfrentan las compañías y su ciclo de vida como variables moderadoras. Para finalmente, a partir de ahí, replantearnos los modelos tradicionales de diversificación corporativa.

A continuación nos centramos en la posible relación entre las oportunidades de crecimiento y el ciclo de vida, posteriormente presentamos las hipótesis del modelo extendido que incluye interacciones entre la variable diversificación y las variables moderadoras propuestas anteriormente.

III.2.1. Ciclo de Vida de la Empresa

Las organizaciones, con el pasar del tiempo, pueden sufrir alteraciones por circunstancias impuestas en el mercado o por la actitud deliberada de la propia organización. En este sentido, los cambios son el resultado de la influencia de procesos internos de la empresa o por adaptaciones a su entorno (DiBella y Nevis, 1999). La capacidad de la organización para adaptarse a dichos cambios e integrar las experiencias obtenidas en su comportamiento organizacional forma varias fases de evolución, definidas como ciclo de vida (Adizes, 1990). A medida que las empresas crecen se tornan más complejas, generalmente actúan en un ambiente más inestable y necesitan desarrollar sistemas y procedimientos que contribuyan a controlar y orientar sus acciones. A través de las diferentes etapas de su ciclo de vida las empresas utilizan diferentes estrategias, estructuras y estilos de toma de decisiones (Miller y Friesen, 1984).

La extensa literatura de Dirección sugiere que los cambios que ocurren en las organizaciones siguen un modelo predecible que puede ser caracterizado por etapas de desarrollo (Downs, 1967; Scott, 1971; Greiner, 1972; Torbert, 1974; Lyden, 1975; Lavoie y Culbert, 1978; Neal, 1978; Adizes, 1979; Kimberly, 1979; Miles, 1980; Quinn y Cameron, 1983; Miller y Friesen, 1984). Estas etapas son secuenciales y ocurren como una progresión jerárquica que no es fácilmente revertida, involucrando un amplio

rango de actividades organizacionales y estructurales (Lavoie y Culbert, 1978). Durante las pasadas tres décadas, el concepto del ciclo de vida corporativo ha sido ampliado en varias disciplinas incluyendo Microeconomía (Mueller, 1972), Dirección (Miller y Friesen, 1984; Filatotchev y Wright, 2005; Filatotchev, Toms y Wright, 2006), y más recientemente Contabilidad (Black, 1998; Dickinson, 2005) y Finanzas (Berger y Udell, 1998; Texeira y Coutinho, 2005; Maksimovic y Phillips, 2008).

La importancia del ciclo de vida de la empresa nace de su interrelación con factores estratégicos y financieros de las compañías. Las fases del ciclo de vida de las compañías resultan de cambios fundamentales en los factores internos y externos claves de su entorno. La idea de una empresa yendo a través de diferentes fases de crecimiento a través de su vida no es una idea nueva. Sin embargo, hay pocos modelos formales en finanzas (Grullon, et al. 2002). Por tal razón, recientemente la literatura financiera ha centrado su análisis en lo que respecta a: asimetrías de información, tamaño, política de dividendos, financiación y oportunidades de crecimiento (Muller, 1969; Muller, 1972; Pashley y Philippatos 1990; Peterson y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1998; Fluck et al 1998; Fluck 1999; Grullon et al. 2002; Robb, 2002; Bulan et al. 2007; DeAngelo et al. 2006; Texeira y Coutinho, 2005). En la tabla III.1 se resumen los principales trabajos que han estudiado la relación entre el ciclo de vida y las decisiones financieras en la empresa. Cabe aclarar que la adaptación de la teoría del ciclo de vida por parte del área de Finanzas no es extensa y son puntuales los trabajos que han explorado esta relación.

Tabla III.1: Fases del Ciclo de Vida y Decisiones Financieras

Decisiones Financieras	Nacimiento	Crecimiento	Madurez	Declive	Autores
Oportunidades de crecimiento	-----	Mayor nivel	Menor nivel	-----	Fama y French (2001); DeAngelo et al. (2006)
	Mayor nivel	Mayor nivel	Menor nivel	-----	Rocha y Coutinho (2005)
	Menor nivel ^δ	Mayor nivel ^δ	Menor nivel ^δ	-----	Bernardo y Choudhry (2002)
Dividendos	-----	Menor nivel	Mayor nivel	Menor nivel	Pashley y Philippatos (1990)
	-----	Menor nivel	Mayor nivel	-----	Grullon et al. (2000)
	-----	Menor nivel [‡]	Mayor nivel [‡]	-----	Bulan, et al. (2007)
	-----	Bajo nivel	Mayor nivel	-----	Fama y French (2001); DeAngelo et al. (2006)
Deuda	-----	Mayor nivel	Menor nivel	Mayor nivel	Pashley y Philippatos (1990)
	Menor acceso [§]	-----	Mayor acceso [§]	-----	Berger y Udell (1998)
	-----	Mayor nivel	Menor nivel	-----	Robb (2002)
Financiación-interna	Utilizan en mayor nivel	-----	Utilizan en menor nivel	-----	Berger y Udell (1998)
Financiación-externa	Utilizan en menor nivel	Utilizan en menor nivel	Utilizan en mayor nivel	-----	Fluck et al. (1998); Berger y Udell (1998); Fluck (1999)
Asimetría de Información	Mayor nivel	Mayor nivel	Menor nivel	-----	Peterson y Rajan (1994)
	Mayor nivel	Mayor nivel	Menor nivel	-----	Berger y Udell (1998)
		Mayor nivel	Menor nivel	-----	Rocha y Coutinho

	Mayor nivel				(2005)
Tamaño	Pequeña	Mediana-Grande	Grande	Grande	Millar y Friesen (1984)
	Pequeña	Pequeña-Mediana	Grande	-----	Rocha y Coutinho (2005)
Edad	Joven	Vieja	Vieja	Muy vieja	Millar y Friesen (1984)
	Joven	Joven-Madura	Vieja	-----	Rocha y Coutinho (2005)

Fuente: Elaboración propia.

‡ Se refiere al momento en el cual es más probable que la empresa inicien a repartir dividendos.

§ Se refiere al acceso de deuda, el cual es más fácilmente obtenido por las empresas maduras en los mercados públicos.

δ El mayor o menor nivel de opciones de crecimiento depende del grado de incertidumbre de sus recursos específicos o generales.

Así por ejemplo, tenemos los estudios de Muller (1969; 1972), en los que propone un ciclo de vida con cuatro fases, las cuales se diferencian por el ratio de crecimiento y la rentabilidad de las oportunidades de inversión disponibles para la empresa. De esta forma, las empresas jóvenes enfrentan considerable incertidumbre sobre la continuidad de su supervivencia y operan en su totalidad con los intereses de sus propietarios, ya que los propietarios y los directivos son típicamente el mismo grupo en la fase de juventud de la empresa. Una vez que la empresa alcanza una posición en el mercado sus fondos generados internamente incrementan y la incertidumbre sobre su futura supervivencia es reducida.

La empresa en cada una de las fases del ciclo se ve caracterizada por distintas decisiones financieras. En primer lugar, encontramos las decisiones sobre las oportunidades de crecimiento, las cuales son una gran parte del valor de mercado de las empresas en su fase de nacimiento. La empresa en esta etapa puede necesitar financiación para invertir en oportunidades de crecimiento de valor presente neto

positivo. En la fase de crecimiento las inversiones en oportunidades de crecimiento se han originado y algunas han obtenido financiación, las oportunidades de crecimiento son todavía un elemento principal del valor de mercado de la entidad. Por el contrario, en la fase de madurez la empresa se encuentra en una etapa de moderado o lento crecimiento, gran parte del *cash flow* que necesita es generado internamente y las inversiones en funcionamiento son representativas de las oportunidades de crecimiento de la empresa, que probablemente se encuentra implicada en una expansión (Stickney, 1996; White, Sondhi y Fried, 1997). En este sentido, las empresas más jóvenes disfrutan de mayores oportunidades de crecimiento en relación con las compañías maduras (Jovanovic, 1982; Mitchell, 2000; Borghesi et al. 2007).

Desde el enfoque del Ciclo de Vida también se han realizado estudios sobre la decisión de dividendos, los cuales concluyen que conforme las empresas pasan de una fase de crecimiento a una fase más madura la distribución de dividendos incrementa (Grullon et al. 2000). Generalmente, las empresas que distribuyen dividendos son caracterizadas por tener pocas oportunidades de crecimiento y un alto nivel de *free cash flow* (Pashley y Philippatos, 1990; Fama y French, 2001; DeAngelo et al. 2006; Bulan, et al. 2007).

En cuanto a la decisión de endeudamiento, los estudios muestran que las empresas en sus primeras fases del ciclo tienen bajos niveles de deuda, porque presentan un mayor nivel de asimetrías y es difícil conseguir financiación en los mercados, así que son financiadas con capital interno y por *ángeles financieros*⁶. Por el contrario, las empresas en su fase madura, gozan de un mayor nivel de transparencia y se han creado

⁶ Los *ángeles financieros* son quienes invierten puramente para obtener beneficios financieros y no buscan involucrarse en la empresa (MIT, 2000).

un nombre ante los mercados, por ello presentan mayores niveles de endeudamiento y su fuente de financiación es generalmente externa (Pashley y Philippatos, 1990; Berger y Udell, 1998; Robb, 2002; Fluck et al. 1998; Fluck, 1999).

Las empresas en fases iniciales y finales de su ciclo de vida también pueden diferir en su nivel de asimetría de información, En este sentido, la evidencia empírica apoya la hipótesis de mayores niveles de asimetrías en las empresas jóvenes, debido a que envían poca información sobre su negocio al mercado en relación con las empresas más grandes y maduras (Peterson y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1998; Texeira y Coutinho, 2005).

Finalmente, las empresas también difieren en cuanto a su tamaño y edad conforme avanzan en su ciclo de vida. Las compañías en sus primeras fases son pequeñas y jóvenes, en comparación con el tamaño y la edad de las empresas en la fase de madurez o declive. Las empresas en la fase de madurez y declive generalmente tienen un crecimiento externo -fusiones y adquisiciones de negocios-, mientras que las empresas en su fase de crecimiento desarrollan sus recursos y capacidades internamente -innovación e investigación y desarrollo- (Millar y Friesen, 1984, Bernardo y Chowdhry, 2002; Texeira y Coutinho (2005).

Cada una de las fases del ciclo de vida es caracterizada por una o varias decisiones financieras simultáneamente, las cuales deben ser resueltas de la forma óptima para ayudar a la empresa en la transición de una etapa a otra. La capacidad de la empresa para realizar dicha transición es muy importante ya que de eso depende su supervivencia en su entorno.

Si bien, el ciclo de vida ha sido utilizado con mayor intensidad en los estudios empíricos en esta última década, no está libre de problemas en su conceptualización. Actualmente, existen al menos dos problemas en la comprensión y uso del concepto de

ciclo de vida organizacional. Primero, no hay consenso del número de fases por las cuales atraviesa la empresa, de igual forma no está claro cuando cada fase comienza y cuando finaliza (Lichtenstein y Lyons, 2008). En este sentido, literatura del ciclo de vida corporativo encontramos modelos de tres (Lippitt y Schmidt, 1967; Scott, 1971; Smith, Mitchell y Summer, 1985), cuatro (Kazanjian, 1988 y Quinn y Cameron, 1983), cinco (Greiner, 1972; Galbraith, 1982; Gort y Klepper, 1982; Miller y Friesen, 1984; Scott y Bruce, 1987), siete o diez etapas (Adizes, 1989) cada uno de éstos fundamentados en la literatura del ciclo de vida. La mayoría de los modelos utilizan variables de estructura, estratégicas/innovación, organizacionales y recientemente, variables financieras. Las etapas principales que han sido consideradas en el estudio del ciclo de vida son: nacimiento, crecimiento, madurez y declive.

Segundo, no hay un consenso sobre la manera o metodología que permita identificar cada una de las etapas del ciclo de vida. Así por ejemplo, Miller y Friesen (1984), proponen una tipología conceptual con base en el estudio de las historias de 36 empresas con al menos 20 años de existencia. Determinaron cinco fases: nacimiento, crecimiento, madurez, renovación y declive. Una ventaja de esta tipología es que proporciona una base para el conocimiento de la evolución que ha tenido la empresa. Sin embargo, el principal problema es la gran cantidad de información requerida por cada empresa para poder identificarla y asignarla a cada fase. Por su parte, Anthony y Ramesh (1992), utilizan estimaciones univariantes, considerando: dividendos, crecimiento de ventas, inversiones en capital y edad de forma individual y estimaciones multivariantes (todas las variables participan) para identificar las etapas del ciclo de vida de las empresas. Identifican tres etapas con el análisis univariante (crecimiento, madurez, estancamiento) y cinco etapas con el multivariante (crecimiento, madurez, estancamiento, crecimiento/madurez y madurez/estancamiento). Las variables de

clasificación en este estudio fueron: dividendos, crecimiento de las ventas, inversiones de capital y la edad. Otra variable que también ha sido utilizada como una proxy para la determinación del ciclo de vida es el *cash flow* (Dickinson, 2005). Finalmente, la variable edad ha sido una de las más difundidas en el estudio y determinación de las fases del ciclo de vida (Bell y McNamara, 1991; Borghesi et al. 2007). No obstante, la edad podría dar una idea equivocada de la evolución de una organización, ya que las empresas pueden ser viejas y encontrarse en etapas iniciales de su ciclo. Esto puede deberse a falta de habilidades y capacidades por parte del equipo directivo, falta de recursos adecuados o porque los cambios estructurales necesarios no fueron realizados en su momento (Lichtenstein y Lyons, 2008).

A pesar de los anteriores problemas de conceptualización el ciclo de vida organizacional cada vez toma mayor relevancia puesto que, el cambio en una empresa es inminente y constante conforme crece y evoluciona en su estructura (Downs, 1967; Scott, 1971; Greiner, 1972; Torbert, 1974; Lyden, 1975; Lavoie y Culbert, 1978; Neal, 1978; Adizes, 1979; Kimberly, 1979; Miles, 1980; Quinn y Cameron, 1983; Miller y Friesen, 1984). En este sentido, las empresas pueden diferenciarse según la etapa del ciclo de vida en la cual se encuentren. Saber en dónde está situada la organización en el ciclo de vida, en un momento dado, capacita a la dirección para tomar medidas proactivas y preventivas para afrontar con antelación o evitar los problemas futuros (Adizes, 1999). El recorrido de la empresa a través de su ciclo de vida es un proceso natural en el cual se asume la evolución aprovechando las oportunidades de crecimiento que se le presentan en cada una de sus fases de vida. De tal forma que, la empresa puede presentar distintos valores de mercado a lo largo de su ciclo de vida.

La consideración del ciclo de vida en el fenómeno de la diversificación no es de menor importancia, puesto que durante las últimas tres décadas se ha visto a la

estrategia de diversificación como destructora del valor de mercado y poco recomendable para llevarse a cabo. En este sentido, las empresas diversificadas podrían ser menos descontadas o tener una prima de diversificación dependiendo de la etapa del ciclo de vida en la que se encuentren. Porque disfrutan de mayores o menores oportunidades de crecimiento. El fenómeno de la diversificación ha sido estudiado de forma aislada de otros factores estructurales que puede afectar su relación con el valor empresarial. En los modelos propuestos hasta ahora se ha buscado una naturaleza universalmente válida para el vínculo entre diversificación y valor. Sin embargo, casi siempre la estrategia de diversificación será, si acaso, traducida en resultados sólo en conjunción con la presencia de ciertos factores de contingencia (Bausch y Pils, 2009). De acuerdo con esta perspectiva, la literatura sugiere que el tipo de entorno y estructura, pueden ser algunos de los factores que interactúan con el tipo de diversificación para finalmente impactar el valor de la empresa. En consecuencia;

H₁: Las empresas presentan diferentes características financieras a lo largo de sus vida, las cuales pueden ser clasificadas en etapas de vida.

Por la ausencia de un modelo universal del ciclo de vida y considerando las limitaciones que conlleva utilizar sólo una variable para la determinación de las fases de vida de una empresa se ha elegido una técnica multivariante, el análisis *Cluster*. Este análisis permitirá agrupar a las empresas en cada fase de acuerdo a un conjunto de variables que la literatura señala como relevantes. En este sentido, el presente trabajo no es el primero en utilizar esta técnica para la determinación del ciclo de vida organizacional. Pashley y Philippatos, (1990), analizaron las características de las empresas que realizan la desinversión (cierre) de unidades de negocio utilizando dicha

técnica. Los autores llegaron a la conclusión de que el análisis *Cluster* puede vencer algunas de las principales debilidades que derivan de la dependencia de una única variable. Asimismo, permite un mayor grado de objetividad en la identificación de las características de la empresa en cada fase. La principal diferencia entre el estudio de Pashley y Philippatos, (1990) respecto con la presente tesis, es que los autores utilizan el ciclo de vida para determinar las causas por las que las empresas deciden cerrar alguna de sus unidades de negocio y la muestra de estudio es del ámbito anglosajón. En tanto, que la presente tesis estudia el ciclo de vida organizacional para determinar en qué fase las empresas presentan oportunidades de crecimiento y cómo afectan éstas en la relación de diversificación y el valor de mercado. Pero además, nuestra muestra proviene de un mercado con marcadas diferencias institucionales y legales, cómo es el caso de los países que conforman la Zona Euro.

En la presente, se ha optado por un conjunto de variables mucho menor a aquel utilizado en el estudio de Pashley y Philippatos, (1990), debido a que nuestro propósito es obtener una segmentación de empresas lo más objetiva posible y evitar potenciales correlaciones con las variables utilizadas comúnmente en los modelos de diversificación (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Rajan et al. 2000; Campa y Kedia; 2002; Graham et al. 2002; Lamont y Polk, 2002; Villalonga, 2004a, 2004b). Estas variables son: crecimiento de las ventas, *cash flow*, edad, tamaño, rentabilidad, cuota de mercado y madurez sectorial (Pashley y Philippatos, 1990; Grullon et al. 2000; DeAngelo et al. 2006; Borghesi et al. 2007; Lichtenstein y Lyons, 2008). Para una definición detallada de cada una de las variables ver la tabla III.2.

III.2.2 Influencia de las Oportunidades de Crecimiento

El debate sobre el efecto de la estrategia de diversificación en el valor de la empresa continúa abierto y las nuevas aportaciones en esta línea han dejado claro que el vínculo entre estas dos variables es más complejo de lo que se había argumentado. En este sentido, Baush y Pilis (2009), señalan que el tipo de entorno y la estructura de la compañía pueden ser algunos de los factores que interactúan con el tipo de diversificación para finalmente impactar el valor de la empresa. Derivado de lo anterior, la diversificación podría crear valor sólo para las empresas cuyo entorno, estructura, y otros factores contingentes se ajusten entre sí. Bajo este panorama, nuestro propósito ha sido, hasta el apartado anterior, profundizar en el análisis del ciclo de vida de la empresa que consideramos relevantes apoyados en los nuevos enfoques en el estudio de la estrategia de diversificación. A continuación nos centramos en el planteamiento de las hipótesis sobre diversificación y valor empresarial, pero tomando en consideración el posible efecto moderador propuesto en el apartado anterior y la inclusión de la segunda variable moderadora, las oportunidades de crecimiento.

Uno de los argumentos fundamentales en la *hipótesis de creación de valor* es que las empresas diversificadas pueden ser fundamentalmente diferentes de las medianas sectoriales de las empresas especializadas. Estas medianas son comúnmente utilizadas como referencia en la comparación del valor de los segmentos de las empresas diversificadas. En este sentido, el descuento podría ser el resultado espúreo de un *matching* inapropiado entre empresas especializadas y los segmentos de las compañías diversificadas (Villalonga, 2004b; Chevalier, 2000; Graham et al. 2002). Específicamente, una de las características que hacen incomparables a las medianas sectoriales de las empresas especializadas y los segmentos de las empresas diversificadas son las oportunidades de crecimiento que poseen. Esto es corroborado por el estudio de Chevalier (2000), quien analiza las fusiones de empresas diversificadas

antes y después que la fusión tiene lugar. Sus resultados muestran que los modelos de inversión a través de los segmentos de empresas diversificadas, que han sido interpretados como evidencia de la ineficiencia de los mercados internos de capital, ya eran observados antes de la fusión. Sus conclusiones confirman que las oportunidades de crecimiento son sistemáticamente diferentes entre los conglomerados y las empresas de un solo segmento.

En este sentido, es importante recordar que el valor de mercado de una empresa está conformado por el valor de los activos en funcionamiento y el valor de las futuras oportunidades de crecimiento (Myers, 1977). En efecto, 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. 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). La diferencia fundamental entre estos dos tipos de inversiones es que el valor de las oportunidades de crecimiento dependen de la futura discrecionalidad directiva, mientras que el valor de los activos en funcionamiento no (Kole, 1991). De acuerdo con los argumentos anteriores las oportunidades de crecimiento son una variable potencialmente importante en el estudio de la relación entre estrategia de diversificación y valor de mercado empresarial.

En este marco de relación específicamente, existen estudios que argumenta que la diversificación corporativa puede ser asociada a menores oportunidades de crecimiento. En este sentido, es probable que las empresas diversificadas tengan menores oportunidades de crecimiento en relación con las empresas especializadas simplemente porque las empresas diversificadas tienen pobres oportunidades de inversión aun antes de diversificarse (Lang y Stulz, 1994; Stowe y Xing, 2006).

De acuerdo con esta postura, Hyland y Diltz (2002) proponen que las empresas diversificadas pueden tener pobres resultados e invertir menos en investigación y desarrollo (I+D) 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 corroborado por el estudio de 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. En el mismo sentido, 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. De la misma forma, Stowe y Xing (2006), concluyen 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 espúreo de un control inadecuado de las diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y empresas no diversificadas. En resumen, y como se señala en Maksimovic y Phillips (2002), los conglomerados son menos productivos que las empresas de un solo segmento de similar tamaño. Este hallazgo plantea la posibilidad de que las empresas especializadas y diversificadas que operan en el mismo sector no tengan las mismas oportunidades de inversión.

En sentido contrario, recientes estudios definen la estrategia de diversificación 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 (Raynor, 2002). La estrategia de diversificación puede ser el resultado natural del crecimiento de la empresa y esto se deriva de dinámicas de las estrategias de la empresa, las cuales maximizan el valor. De esta manera, la diversificación permite a la empresa explorar nuevas oportunidades productivas mientras toma ventaja de sus sinergias (Gomes y Livdan, 2004). Asimismo, la diversificación puede crear valor aun cuando las empresas tienen pocas oportunidades de inversión (Mackey, 2006).

En este marco de debate, es importante tomar en consideración el enfoque de opciones reales, que a pesar de no ser aplicado en la presente tesis su aportación es relevante para entender la dinámica de la diversificación que se plantea. Este enfoque define a la estrategia de diversificación como un proceso de ejercer algunas de las oportunidades de crecimiento que afronta la empresa (Bernardo y Chowdhry, 2002). Conforme la empresa va creciendo y haciéndose más compleja tiende a ejercer sus oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, es lógico esperar que las empresas diversificadas tengan menores oportunidades de crecimiento respecto con la mediana sectorial de las empresas especializadas. En este sentido, Bernardo et al. (2000), 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.

Derivado de lo anterior, 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. Por consiguiente la hipótesis general de este apartado es,

H₂: El descuento de diversificación es causado por las diferencias en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y empresas especializadas.

III.2.3. Impacto del Ciclo de Vida Organizacional en la Diversificación

La estrategia de inversión de una empresa está determinada por el aprovechamiento de las capacidades, habilidades y activos que son la fuente de su ventaja competitiva (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Barney, 1991; Collis y Montgomery, 1998). En este sentido, Bernardo y Chowdhry (2002) argumentan que las empresas “aprenden” sobre sus recursos emprendiendo y observando los resultados de sus inversiones reales. De esta forma, las empresas pueden realizar inversiones en activos físicos y de capital humano especializados. De igual forma, las empresas pueden

realizar inversiones diferenciales para la creación de barreras a la entrada que evitan o retrasan la competencia (economías de escala, patentes, diferenciación de productos, entre otras). Estas inversiones específicas en la empresa se traducen en una variación en su conjunto de oportunidades de inversión (Smith y Watts, 1992). En efecto, según el estudio de Bernardo y Chowdhry (2002), las oportunidades de inversión de las empresas pueden ser valuadas de forma diferente dependiendo de su base de recursos y de la fase del ciclo de vida en la cual se encuentran. La evidencia empírica muestra que las empresas podrían seguir un ciclo de vida el cual inicia con un proyecto especializado y conforme tienen más edad y aprenden de sus recursos y capacidades experimentarán con más proyectos, de esta forma haciéndose más diversificadas o especializándose nuevamente (Mitchell, 2000; Bernardo y Chowdhry, 2002).

En este sentido, las empresas pueden diferenciarse según la etapa del ciclo de vida en la cual se encuentren. Así por ejemplo, las empresas pueden perseguir distintos tipos de estrategias en cada una de las fases de su ciclo de vida (Lichtenstein y Lyons, 2008). Algunos estudios ha relacionado a la estrategia de diversificación con la etapa de madurez de la empresa. Específicamente, la conclusiones de estos estudios son que las empresas en fase de madurez presentan menores ratios de crecimiento, mayor tamaño y tienden a ser diversificadas conforme tienen más edad (Mitchell, 2000; Klepper y Thompson, 2006; Borghesi et al. 2007). En este sentido, las empresas pueden diversificarse hacia sectores caracterizados por relativamente altos ratios de valor y salir de sectores con bajos ratios de valor (Matusaka, 2001; Khoroshilov, 2003; Burch et al. 2003; Gomes y Livdan, 2004; Borghesi et al 2007). Los estudios que han analizado la relación entre el crecimiento y la edad de la empresa encuentran que las empresas cuando son maduras tienen un menor nivel de oportunidades con respecto a aquellas empresas jóvenes o en crecimiento (Mitchell, 2000; Klepper y Thompson, 2006). Esto

puede deberse a que las empresas aprenden desde la experiencia, es decir, con la puesta en marcha de actividades sencillas hasta añadir actividades más complejas, las cuales expanden su abanico de opciones de crecimiento y conforme crecen van haciendo uso de esas opciones de inversión. Estos argumentos conducen a planteamiento de la siguiente hipótesis:

H_{2.a}: Las empresas diversificadas en la fase de madurez con altas oportunidades de crecimiento obtendrán una prima de diversificación. En tanto que, las empresas diversificadas con bajas oportunidades tenderán a un descuento.

Las empresas en su fase de juventud o crecimiento presentan mayores niveles de incertidumbre sobre sus recursos, aún no saben si tienen más recursos específicos (aquellos recursos que sólo se aplican a una determinada actividad) o generales (recursos que pueden ser utilizados en distintas actividades a través de los sectores), por lo que iniciarán a experimentar con proyectos para observar sus resultados. Esto les permitirá centrarse en aquellas inversiones u oportunidades de negocios que exploten mejor sus recursos (Bernardo y Chowdhry, 2002). En este sentido, la mejor forma de que las empresas aprendan sobre sus capacidades y recursos es emprendiendo proyectos, un camino para conseguir este objetivo es la diversificación corporativa (Matsusaka, 2001). En este sentido, las compañías que se expande en sus fases iniciales (cuando tienen una mayor incertidumbre sobre sus recursos) han aprendido que tienen más recursos generales, lo que se traduce en valoraciones de mercado más altas (Bernardo y Chowdhry, 2002). Por su parte y en sentido contrario, Borghesi et al. (2007) señalan que las empresas jóvenes que diversifican presentan un mayor descuento a aquellas empresas diversificadas en fase de madurez, debido a que enfrentan

superiores coste. No obstante, es necesario señalar que el estudio de Borghesi et al. (2007) solamente utiliza la edad para segmentar su muestra en empresas jóvenes y viejas, lo cual representa una debilidad puesto que la edad es una variable simplista para resumir la evolución de una empresa (Lichtenstein y Lyons, 2008). Por lo tanto, la hipótesis propuesta es,

H_{2.b}: Las empresas diversificadas en la fase de crecimiento presentarán una prima de diversificación, debido a que el principal componente de su valor de mercado son sus oportunidades de crecimiento.

Conforme las empresas diversificadas crecen utilizan sus oportunidades de crecimiento y su valor de mercado puede verse afectado negativamente (Bernardo et al., 2000). Asimismo, es necesario considerar que de acuerdo a la teoría del ciclo de vida, las empresas no necesariamente muestran algún momento inexorable para progresar por una secuencia lineal de fases, pero más bien, observan configuraciones de problemas, estrategias y estructuras (Miller, 1981, 1987; Miller y Friesen, 1984). De tal forma que, una empresa diversificada que va agotando sus opciones de inversión tiene dos caminos: i) encontrar una nueva línea de negocio con la cual expandirse nuevamente o fusionarse o, ii) llegar al final de su trayectoria mediante el declive de su existencia. En este sentido, el efecto de las oportunidades de crecimiento no está del todo predicho. En tal virtud;

H_{2.c}: Las empresas diversificadas en la fase de renovación/declive presentan un descuento de diversificación.

III.2.4. Diversificación y la Heterogeneidad Sectorial

En definitiva, ante la evidencia empírica mixta del efecto de la diversificación sobre el valor empresarial, algunos estudios han señalado la necesidad de profundizar en el análisis del comportamiento de otras variables, específicamente se ha estudiado las características del sector en el cual las empresas participan. En este sentido, se ha obtenido evidencia sobre la influencia del sector como variable moderadora de la relación estrategia de diversificación y el valor empresarial (Christensen y Montgomery, 1981; Bettis, 1981; Bettis y Hall, 1982; Montgomery, 1985; Grant y Jammine, 1988; y Montgomery y Wernerfelt, 1988). En la actualidad, también existen estudios que consideran la posibilidad de que las características sectoriales puedan influir en la relación entre estrategia de diversificación y valor empresarial. Por ejemplo, Campa y Kedia, (2002) y Villalonga (2004b) en su estudio analizan como las características sectoriales pueden influir en la probabilidad de convertirse en una empresa diversificada. De la misma forma, Maksimovic y Phillips (2002) muestran como los *shocks* sectoriales pueden afectar las decisiones de inversión de los conglomerados y de las empresas especializadas. Sin embargo, los estudios precedentes no consideran explícitamente la posibilidad de que empresas diversificadas puedan desempeñarse mejor en algunos sectores que en otros, debido a sus diferentes características.

En este sentido, Burch, et al. (2000; 2003) señalan que el nivel de conglomeración está negativamente relacionado con los factores sectoriales de oportunidades de crecimiento y grado de concentración. En otras palabras, sus resultados implican que el nivel de conglomerados aumenta en sectores que enfrentan una reducción en sus oportunidades de crecimiento y su grado de concentración. El entorno competitivo de un sector depende de los cambios en las condiciones dentro del

mismo a largo plazo. Sectores en diferentes etapas de su ciclo de vida difieren en sus oportunidades de crecimiento, dichas diferencias en el entorno tienen el potencial para alterar la ventaja comparativa de los conglomerados respecto a las empresas especializadas (Maksimovic y Phillips, 2008).

Básicamente, si los costes de transacción de utilizar el mercado son altos entonces podríamos observar compañías multi-segmento, por el contrario si los costes son bajos, entonces se observarían compañías especializadas compitiendo en sectores diferentes (Coase, 1937). En consecuencia, el número de empresas diversificadas en un sector puede incrementar debido a altos costes de transacción y a la existencia de economías de alcance en los sectores involucrados (Santalo y Becerra, 2006). Este argumento tiene importantes implicaciones para la explicación del descuento de diversificación, puesto que el efecto de esta estrategia podría no ser homogéneo a través de todos los sectores. El hecho de que una empresa diversificada pueda crear valor o destruirlo depende, en cierta medida, del número de empresas especializadas compitiendo en su sector o de su participación en el mercado. Es decir, depende de las características intrínsecas de cada sector (Santalo y Becerra, 2008). De acuerdo con los argumentos anteriores proponemos las siguientes hipótesis:

H₃: El efecto de la diversificación no es homogéneo a través de los sectores. En los sectores con un gran número de empresas especializadas habrá un descuento de diversificación.

De acuerdo con los apartados anteriores, las oportunidades de crecimiento pueden hacer una diferencia entre obtener un descuento o no para las empresas multi-segmento en relación con las empresas especializadas. Si la concentración de las

empresas especializadas en los sectores puede hacer variar el efecto de la diversificación a través de los sectores es interesante analizar su impacto en conjunto con las oportunidades de crecimiento. Específicamente, nos interesa saber si en los sectores dominados por empresas especializadas, como planteado por Santalo y Becerra (2008), las empresas con altas oportunidades sufren de un descuento o por el contrario. En tal virtud,

H_{3.a}: Las oportunidades de crecimiento pueden atenuar el efecto negativo producido por la concentración de competidores especializados que sufren las empresas diversificadas.

III.3. Modelos Empíricos

Para analizar la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de mercado de las empresas se parte de la especificación del modelo ampliamente utilizado en la literatura de diversificación (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Lins y Servaes, 1999; Lamont, 1997; Shin y Stulz, 1998; Rajan et al. 2000; Lamont y Polk, 2002). En este sentido, se analiza el modelo [1] que designamos como básico:

$$EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CEX_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

La variable dependiente, EV_{it} representa el exceso de valor que capta la comparación entre el valor de mercado de la empresa diversificada i y el valor de mercado de una cartera de empresas especializadas operando en un sector similar.

La variable clave del modelo, DI_{it} , representa el índice de diversificación para el cual se ha construido dos variables comúnmente utilizadas en la literatura de

diversificación, el índice Herfindahl, $HERF_{it}$ y el índice de Entropía Total, TE_{it} . El tamaño de la empresa, $SIZE_{it}$ es el logaritmo natural del activo total, CEX_{it} es el ratio de inversiones de capital y $PROF_{it}$ es el ratio de rentabilidad⁷. Como se puede apreciar, este modelo básico es el propuesto en el estudio de Berger y Ofek (1995) que ampliamente ha sido utilizado en el análisis de la estrategia de diversificación (Campa y Kedia, 2002; Gomes y Livdan, 2004; Villalonga, 2004a, 2004b; Santalo y Becerra, 2008).

El objetivo de estimar este modelo al inicio de la presente tesis es corroborar la existencia del tan difundido *descuento de diversificación* para posteriormente extender dicho modelo incluyendo las variables moderadoras propuestas en cada una de las siguientes hipótesis. De acuerdo con los argumentos de destrucción de valor de la estrategia de diversificación se espera que $\beta_1 < 0$.

Para investigar si las oportunidades de crecimiento moderan el efecto de la diversificación sobre el valor empresarial se amplía el modelo básico [1] introduciendo la interacción de una variable dummy, GOD_{it} , (que toma el valor de 1 para empresas con un alto nivel de oportunidades de crecimiento y 0 para las empresas con un bajo nivel de oportunidades de crecimiento) con DI_{it} . El modelo final es:

$$EV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \gamma_1 GOD_{it})DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

La variable dependiente, EV_{it} representa el exceso de valor. La variable DI_{it} es el índice Herfindahl de diversificación, y es la variable clave de todos los modelos. Con la finalidad de corroborar la robustez de los resultados se ha construido otra variable de diversificación en base al Índice de Entropía Total IE_{it} . Para medir las oportunidades de crecimiento introducimos la variable GOD_{it} que es una *dummy* que da el valor de 1

⁷ Para una definición detallada de todas las variables incluidas en los modelos ver la Tabla 2.2.

para las empresas que tienen un nivel alto de oportunidades de crecimiento y 0 en otro caso.

Las variables de control consideradas en el presente modelo han sido comúnmente usadas en el estudio de la diversificación. La estrategia de diversificación ha sido asociada a un mayor tamaño empresarial, por ello se incluye la variable $SIZE_{it}$ que es el tamaño de la empresa, $DEBT_{it}$ indica el ratio de deuda, DIV_{it} expresa los dividendos pagados por la empresa y $PROF_{it}$ es el ratio de rentabilidad. En este sentido β_1 representa el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor para empresas con un bajo nivel de oportunidades de crecimiento (ya que GOD_{it} es igual a 0), mientras que este impacto es medido por $(\beta_1 + \gamma_1)$ para las empresas con un alto nivel de oportunidades de crecimiento (puesto que, GOD_{it} es igual a 1).

La construcción de la variable GOD_{it} , la cual permite dividir la muestra en empresas con un nivel alto y bajo de oportunidades de crecimiento tiene como base el criterio utilizado en trabajos previos sobre oportunidades de inversión (Myers, 1977; Smith y Watts, 1992; Gaver y Gaver, 1993; Baber, Janakiraman y Kang, 1996). Encontrar la mejor medida para las oportunidades de crecimiento de las empresas ha dado lugar a un amplio debate entre los académicos. Diferentes *proxies* han sido utilizadas en la literatura financiera para capturar el conjunto de oportunidades de inversión (Myers, 1977). Los tres principales tipos de *proxies* pueden ser clasificadas en: medidas basadas en precios de mercado, en inversiones y medidas de varianza (Kallapur y Trombley, 1999). El problema más importante para medir adecuadamente las oportunidades de inversión es que éstas son generalmente inobservables por los *outsiders*. Así por ejemplo, Smith y Watts (1992), miden las oportunidades de crecimiento como el ratio del valor contable de los activos sobre el valor total de la empresa (A/V). El ratio del valor de mercado sobre el valor contable del capital (MBE),

también ha sido utilizado como una *proxy* del conjunto de oportunidades de inversión - IOS⁸- que enfrentan las empresas (Lewellen, Loderer, y Martin, 1987; Collins y Kothari, 1989; Chung y Charoenwong, 1991; Smith y Watts, 1992). Asimismo, otra medida del conjunto de oportunidades de inversión es el *PER* (ratio precio-ganancia) utilizado en los estudio de Kester (1984); Chung y Charoenwong (1991); Smith y Watts (1992). Si bien, cada uno de estos estudios ha aportado avances significativos en lo referente a la medición del conjunto de oportunidades de inversión, nuevas metodologías han sido propuestas por varios autores, específicamente nos referimos a los estudios de Gaver y Gaver (1993) y Baber et al. (1996). Estos estudios proponen realizar un análisis factorial con todas las *proxies* comúnmente utilizadas la literatura financiera. El objetivo de esta metodología es aislar el constructo subyacente que es común para todas las medidas, el cual posteriormente se utiliza para dividir la muestra en empresas con y sin oportunidades de crecimiento (Gaver y Gaver, 1993).

Derivado de lo anterior, en el presente trabajo se ha optado por utilizar un factor como la primera medida de las oportunidades de crecimiento, para realizar este procedimiento se consideraron los siguientes ratios:

$$MBA_{it} = \frac{MVE_{it} + BVTA_{it} - BVE_{it}}{TA_{it}}$$

Donde MVE_{it} , es el valor de mercado del capital, $BVTA_{it}$, es el valor contable del activo total, BVE_{it} , es el valor contable del capital y TA_{it} , es el valor contable del activo total.

$$MBE_{it} = MVE_{it}/BVE_{it}$$

⁸ Por sus siglas en inglés “*investment opportunity set*”.

Donde MVE_{it} , es el valor de mercado del capital y BVE_{it} , es el valor contable del capital.

$$R\&D_{it} = RDE_{it}/TA_{it}$$

Donde RDE_{it} , es los gastos de investigación y desarrollo en el año t, TA_{it} , es el valor contable del activo total.

Estas variables han sido utilizadas en otros trabajos relevantes en esta línea (Gaver y Gaver, 1993; Baber et al. 1996; Adam y Goyal, 2008). Sin embargo, este tipo de metodología no está libre de críticas negativas. En este sentido, Adam y Goyal (2008)⁹, señalan que de las distintas *proxies* utilizadas para medir el conjunto de las oportunidades de inversión de una empresa, el ratio del valor de mercado sobre el valor contable de los activos de la empresa (*MBA*) es el que contiene mayor información. Asimismo, argumentan que la extracción de un factor común de entre todas las medias comúnmente utilizadas es poco probable para mejorar los resultados obtenidos en los análisis en relación con el ratio *MBA*. Por esta razón la segunda medida utilizada para aproximarnos a las oportunidades de crecimiento será el ratio *MBA*.

Para profundizar en las variables modeladoras de la relación entre diversificación y valor empresarial se estudia si el efecto conjunto de las oportunidades de crecimiento y las fases del ciclo de vida empresarial afecta dicha relación. De acuerdo con las hipótesis $H_{2,a}$, $H_{2,b}$, $H_{2,c}$, se estimará el modelo de la ecuación [2] para cada una de las fases determinadas en el análisis: *crecimiento*, *estabilidad/madurez* y *renovación/declive*.

⁹ El estudio de Adam y Goyal (2008) utiliza el enfoque de las opciones reales para evaluar el desempeño de varias *proxies* del conjunto de oportunidades de inversión (*IOS*). Los autores concluyen que es el ratio del valor de mercado sobre el valor contable de los activos (*MBA*) es el que contiene la mayor información de las oportunidades de inversión de una empresa. Mientras el ratio de inversiones de capital (*CAPX/PPE*) tiene el peor desempeño como variable *proxy* para las oportunidades de inversión.

$$GEV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \varphi_1 GOD_{it})DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} [3]$$

De tal forma que para la ecuación [3] se espera que el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor, GEV_{it} , sea positivo. Este efecto se captura por $(\beta_1 + \varphi_1)$ para las empresas en la fase de *crecimiento* con altas oportunidades de crecimiento (puesto que, GOD_{it} es igual a 1), mientras que para las empresas en esta fase con bajas oportunidades dicho efecto se indica por β_1 (ya que, GOD_{it} es igual a 0). En esta fase esperamos que $(\beta_1 + \varphi_1) > 0$ y además que dicho efecto positivo sea el mayor entre las fases del ciclo, debido a que entre las empresas que se expanden aquellas que lo hacen en una etapa temprana aprovechan la incertidumbre de sus recursos al tener opciones de crecimiento más valoradas para expandirse (Bernardo y Chowdhry, 2002).

$$MEV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \lambda_1 GOD_{it})DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} [4]$$

Para la ecuación [4], se espera que el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor de las empresas en la fase de *estabilidad/madurez*, MEV_{it} , sea también positivo. En este sentido β_1 representa el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor para empresas con un bajo nivel de oportunidades de crecimiento en la fase de *estabilidad/madurez* (ya que GOD_{it} es igual a 0), mientras que este impacto es medido por $(\beta_1 + \lambda_1)$ para las empresas con un alto nivel de oportunidades de crecimiento (puesto que, GOD_{it} es igual a 1) en la misma fase del ciclo de vida.

Finalmente, para la ecuación [5] esperamos que el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor de las empresas en la fase de *renovación/declive*, REV_{it} , sea negativo. En este caso se espera que nuestro parámetro de interés $(\beta_1 + \delta_1) < 0$ para

las empresas con altas oportunidades de crecimiento en la fase de *renovación/declive*, mientras que para las empresas con bajas oportunidades de crecimiento en esta fase está determinado por β_1 (ya que GOD_{it} es igual a 0). De acuerdo con los argumentos de los estudios más recientes cabe la posibilidad de que las empresas en esta fase exhiban una pequeña prima de diversificación, pero en todo caso está se espera que sea la menor en relación con las etapas de *crecimiento* y *estabilidad/madurez*.

$$REV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \delta_1 GOD_{it})DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [5]$$

De acuerdo con las hipótesis presentadas en este apartado esperamos encontrar el efecto de la diversificación sobre el valor de la empresa de la siguiente forma resumida en la presente matriz.

Figura III.1 Efecto de la Diversificación en el Valor Empresarial

OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO	Altas	Mayor Prima (+) $H_{2,b}$	Prima (+) $H_{2,a}$	Descuento (-) $H_{2,c}$
	Bajas	Descuento (-) $H_{2,b}$	Descuento (-) $H_{2,a}$	Descuento (-) $H_{2,c}$
		Crecimiento	Estabilidad/ Madurez	Renovación/ Declive
FASES DEL CICLO DE VIDA				

De acuerdo con el estudio de Santalo y Becerra (2008) el efecto de la diversificación sobre el valor de mercado de las empresas es heterogéneo a través de los sectores. Con la finalidad de contrastar la hipótesis H_3 , se utiliza el modelo propuesto por dicho estudio:

$$EV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \theta_1 NSC_{it})D_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CEX_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [6]$$

Donde EV_{it} representa el exceso de valor, D_{it} la diversificación, medida a través de una variable *dummy* que asigna 1 a las empresas diversificadas y 0 para las empresas especializadas, NSC_{it} , representa el número de empresas especializadas en cada uno de los sectores, $SIZE_{it}$ es el tamaño de la empresa, CEX_{it} es el ratio de inversiones de capital y $PROF_{it}$ es el ratio de rentabilidad. En base a este modelo se puede comparar el desempeño de las empresas diversificadas en sectores dominados por un gran número de competidores especializados *versus* sus resultados en sectores con un número pequeño de empresas especializadas. Se espera que $\beta_1 > 0$, por el contrario el signo de la variable de concentración de empresas especializadas (NSC) se espera negativo.

Finalmente, se estima el modelo de Santalo y Becerra (2008) introduciendo algunas modificaciones para corroborar el efecto conjunto del número de competidores especializados y las oportunidades de crecimiento. El modelo es el siguiente:

$$EV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \gamma_1 GOD_{it} + \alpha_1 NSCD_{it})DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 CEX_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \varepsilon_{it} [7]$$

Donde EV_{it} representa el exceso de valor, DI_{it} es el índice Herfindahl de diversificación, GOD_{it} es una *dummy* que da el valor de 1 para las empresas que tienen un nivel alto de oportunidades de crecimiento y 0 en otro caso. $NSCD_{it}$, es una variable

dummy que asigna 1 para las empresas que participan en sectores dominados por compañías especializadas (están por encima de la media de NSC_{it}) y 0 para empresas participando en sectores dominados por compañías multi-segmento (están por debajo de la media de NSC_{it}). Se introducen las mismas variables de control: $SIZE_{it}$ es el tamaño de la empresa, CEX_{it} es el ratio de inversiones de capital y $PROF_{it}$ es el ratio de rentabilidad. El efecto de la diversificación para empresas con un alto nivel de oportunidades de crecimiento participando en sectores no dominados por empresas especializadas está dado por $(\beta_1 + \gamma_1)$, para dichas empresas en sectores dominados por empresas especializadas este efecto es capturado por $(\beta_1 + \gamma_1 + \theta_1)$. En sentido contrario, para las empresas con bajas oportunidades participando en sectores dominados por empresas multi-segmento el parámetro de interés es (β_1) , mientras que para las empresas con bajas oportunidades en sectores dominados por empresas especializadas es $(\beta_1 + \theta_1)$. Nuestro interés es analizar si las oportunidades de crecimiento pueden tener algún impacto para las empresas diversificadas participando en sectores dominados por competidores especializados.

III.4. Datos y Metodología

III.4.1. Datos

Para el análisis empírico de este trabajo se ha utilizado la base de datos internacional Worldscope y la base europea AMADEUS. La base AMADEUS fue utilizada específicamente para la variable edad. La muestra ha sido conformada por países de la Eurozona. Concretamente, se ha incluido: Alemania, Austria, Bélgica,

España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia y Portugal. Tres países han sido excluidos de la muestra, Grecia, Luxemburgo y Países Bajos, debido a que no proporcionaban datos suficientes para la construcción de los índices de diversificación y exceso de valor.

De acuerdo con la literatura de diversificación¹⁰ se han eliminado aquellas empresas que no tenían información sobre las ventas de sus segmentos¹¹, aquellas que no proporciona el código *SIC* a nivel de cuatro dígitos en el cual participan, las empresas que no informan su código *SIC* a nivel de cuatro dígitos para alguno de sus segmentos y las empresas cuyos activos totales y ventas están próximas a cero. Como requisito adicional las empresas deben tener disponible información sobre su capital total. Asimismo, se han eliminado las empresas del sector financiero (*SIC* 6000-6999) y las empresas *utilities* (*SIC* 4900-4999). Finalmente, se ha considerado como empresas no diversificadas aquellas que participan solamente en un segmento a nivel de 4-dígitos, y diversificadas las empresas que participan en dos o más segmentos a nivel de 4-dígitos.

De acuerdo con la metodología utilizada, una restricción más es impuesta para la inclusión de las empresas en la muestra, y es que las empresas deben tener información por lo menos para seis años consecutivos desde 1995 a 2006. Esta restricción es una condición necesaria puesto que se pierde un año en la construcción de algunas variables, un año más para la estimación de los modelos en primeras diferencias, y cuatro años consecutivos para el test de correlación serial de segundo orden (Arrellano y Bond, 1991). Por lo tanto, la muestra final es un panel incompleto con 700 empresas (4923 observaciones). En la tabla III.3 se presenta una distribución de la muestra por países.

¹⁰ Específicamente, para la depuración de la muestra se ha seguido los lineamientos marcados en los trabajos de Berger y Ofek (1995), Campa y Kedia (2002), Villalonga (2004a) y Santalo y Becerra (2008).

¹¹ Fueron eliminados también los años en los cuales las empresas reportan una diferencia de más del 1% entre la suma de las ventas de sus segmentos y sus ventas totales.

III.4.2. Metodología de Estimación

En la presente tesis se utilizan dos metodologías para alcanzar los objetivos propuestos. En primer lugar, se realiza un análisis *Cluster* para ubicar a las empresas en sus diferentes fases del ciclo de vida. En segundo lugar, los modelos propuestos son estimados mediante Datos de Panel. A continuación se detalla cada una de estas metodologías.

El análisis *Cluster* es una técnica multivariante, la cual agrupa objetos basándose en las características que poseen. El análisis *Cluster* clasifica objetos (es decir, encuestados, productos, empresas, entre otros) de tal forma que cada objeto es muy parecido a los que hay en el conglomerado con respecto a algún criterio de selección predeterminado (Hair, Anderson, Tatham y Black, 1999:492). Los conglomerados resultantes deben mostrar un alto grado de homogeneidad intra-grupo y un alto grado de heterogeneidad inter-grupo. Sin embargo, la principal debilidad de esta técnica es que el valor teórico no es estimado empíricamente sino que utiliza el valor teórico especificado por el investigador.

La literatura señala dos tipos de algoritmos para obtener los conglomerados: jerárquicos y no jerárquicos. Los procedimientos jerárquicos clasifican objetos dentro de un número especificado de grupos (k), los cuales juntos deben satisfacer los siguientes criterios:

- 1) Cada grupo debe contener al menos un objeto
- 2) Cada objeto debe pertenecer a un grupo

Estas condiciones implican que $k \leq n$, donde n es el número total de objetos. Por otro lado, los procedimientos jerárquicos no construyen una única partición con k conglomerados, pero tratan todos los valores de k en el intervalo $[1, n]$. De esta forma,

en los procedimientos jerárquicos los datos no son particionados dentro de un conglomerado en particular en un solo paso. En su lugar, una serie de particiones es llevada a cabo. Existen dos tipos de obtención de conglomerados jerárquicos, de aglomeración y divisivos. En los métodos de aglomeración, cada objeto empieza en su propio conglomerado y en etapas posteriores los dos conglomerados más cercanos se combinan entre sí, dando lugar a uno nuevo. De esta manera, se reduce el número de conglomerados paso a paso. Los métodos divisivos, se empieza con un gran conglomerado que contiene todos los objetos y en pasos sucesivos las observaciones que son más diferentes se dividen y dan pasos a conglomerados más pequeños (Hair et al. 1999:510). Los programas informáticos más habituales utilizan métodos aglomerativos, y los métodos divisivos actúan como métodos aglomerativos al revés, los primeros son los más comúnmente utilizados en la investigación. Los cinco algoritmos más utilizados para desarrollar los conglomerados son: método de encadenamiento simple, encadenamiento completo, encadenamiento medio, método de Ward y el método del centroide¹². En el presente estudio se utiliza el método de Ward, el cual es uno de los métodos más comúnmente utilizado (Everitt, 1993). En el método Ward la distancia entre dos conglomerados es la suma de los cuadrados entre dos conglomerados sumados para todas las variables. En cada paso del procedimiento de aglomeración, se minimiza la suma de los cuadrados dentro del conglomerado para todas las particiones obtenidas mediante la combinación de dos conglomerados en un paso previo (Hair, 1999:513).

Un aspecto relevante en el análisis *Cluster* es la determinación del número óptimo de conglomerados. Desafortunadamente no existen métodos completamente satisfactorios para realizar esta tarea (Everitt, 1979, 1980; Hartigan, 1985). Dado que no

¹² Otros métodos jerárquicos son descritos en Rohlf (1970); Lukasova (1979) y Hansen y Tukey (1992).

existe un criterio estadístico interno para la inferencia, tal como los test de significación estadística de otros métodos multivariantes (Hair, 1999: 515). Una clase de regla de parada es examinar algún tipo de medida de similitud o distancia entre los conglomerados a cada paso sucesivo, donde la solución *cluster* se define cuando la medida de similitud excede a un valor especificado o cuando los valores sucesivos entre los pasos dan un salto súbito. Otras clases de técnicas han sido sugeridas, algunas aplican una técnica estadística o intentan adaptar un test estadístico. Así por ejemplo, Sarle (1983), desarrolla el criterio cubico de elaboración de conglomerados (CCC)¹³ el cual ha dado buenos resultados en el caso de muestras grandes. Por su parte, Duda y Hart (1973), proponen el ratio $J - e(2)/J - e(1)$, donde $J - e(2)$ es la suma de los errores al cuadrado dentro de los conglomerados cuando los datos son particionados en dos conglomerados, y $J - e(1)$, proporciona los errores al cuadrado cuando solo hay un conglomerado. La hipótesis de un solo conglomerado es rechazada si el ratio es más pequeño un valor critico especificado.

La metodología utilizada para la estimación de los modelos propuestos es datos de panel. Esta metodología ha sido elegida debido a la importancia de considerar dos problemas que surgen cuando se analiza el efecto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa. Específicamente, los problemas de heterogeneidad inobservable y de endogeneidad. Primero, a diferencia del análisis de sección cruzada, datos de panel permite controlar la heterogeneidad inobservable, característica crucial en los modelos propuestos, debido a que las empresas deciden diversificarse si poseen los recursos (específicos o generales) adecuados para realizar las inversiones que mejor los exploten. Dichos recursos son específicos para cada empresa (Matsusaka, 2001; Bernardo et al. 2000; Bernardo y Chowdhry, 2002). Por lo tanto, para eliminar el riesgo

¹³ Por sus siglas en inglés “*Cubic Clustering Criterion*”.

de obtener resultados sesgados se ha controlado dicha heterogeneidad modelándola como un efecto individual, η_i , el cual se elimina posteriormente tomando primeras diferencias de las variables. Derivado de lo anterior, el término error en los modelos, ε_{it} , ha sido dividido en cuatro diferentes componentes. El primero es el efecto específico a nivel empresa, η_i . El segundo, d_t , que mide el efecto específico del tiempo a través de las variables *dummy* temporales. El tercer componente, c_i , que controla los efectos específicos a nivel país por medio de variables *dummy*. Finalmente, v_{it} es el error aleatorio.

El segundo problema que nos ha motivado para elegir la metodología de datos de panel es la endogeneidad de la decisión de diversificación realizada por las empresas. En este sentido, la literatura financiera del *descuento de diversificación* ha analizado si dicho descuento es el resultado de elecciones endógenas por parte de la empresa. Diversas razones han llevado a esta conclusión, por ejemplo, Lang y Stulz (1994), argumentan que las empresas presentan un descuento antes de diversificarse. Los resultados de Graham et al. (2002) señalan que las empresas diversificadas adquieren unidades de negocios que ya presentan un descuento, por lo que reducen el valor de la empresa diversificada. Asimismo, distintos estudios argumentan que el descuento puede ser reducido, y en ocasiones convertirse en una prima, si se utilizan controles adecuados para la endogeneidad de la decisión de diversificar (Campa y Kedia, 2002; Gomes y Livdan, 2004; Villalonga, 2004a, 2004b; Santalo y Becerra, 2008). Por lo anterior, la endogeneidad puede ser un problema que ha sido controlado en los modelos propuestos en el presente trabajo. Es por ello, que los modelos han sido estimados utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM), utilizando instrumentos. En concreto, se han utilizado todas las variables del lado derecho en los modelos retardados. Al identificar las variables independientes como endógenas se toma un retardo adicional

sobre la ecuación, siendo los instrumentos válidos, los retardos $t-s$ para $s \geq 2$. 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 solución planteada por Arellano y Bond (1991) de tomar como instrumentos válidos desde $t-2$.

Finalmente, se han realizado los tests de errores de especificación de los modelos. En primer lugar, se utilizó el estadístico Hansen J de sobre-identificación de restricciones con la finalidad de contrastar la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error. Segundo, se ha utilizado el estadístico m_2 , desarrollado por Arellano y Bond (1991), para contrastar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. Tercero, se ha realizado tres contrastes de Wald: z_1 , es un contraste de significación conjunta de los coeficientes; z_2 , es un contraste de significación conjunta de *dummies* temporales y z_3 , es un contraste de significación conjunta de las variables *dummy* de países.

Tabla III.2 Definición de las Variables

Variable	Definición
<i>Exceso de Valor</i>	$EV_{it} = \ln[V/I_{it}(V_{it})]$ <p>Donde, V_{it}, es el capital total de la empresa, $I_{it}(V_{it})$, es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como una empresa de un solo segmento.</p> $I_{it}(V_{it}) = \sum_{i=1}^n AI_{it} * [Ind_{it}(V_{it}/AI_{it})med]$ <p>Donde, $I_{it}(V_{it})$, es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa, AI_{it}, son las ventas del segmento i, $Ind_{it}(V_{it}/AI_{it})$, es la mediana del sector i del ratio del capital total a las ventas de las empresas de un solo segmento. V_{it}, es el capital total de la empresa (valor de mercado del capital común más el valor contable de la deuda).</p> <p>El logaritmo natural del ratio del valor actual de una empresa a su valor imputado es una medida de la pérdida o ganancia de valor de la diversificación. Un exceso de valor positivo indica que la diversificación incrementa el valor de los segmentos más allá que el de las empresas especializadas. Por el contrario, un exceso de valor negativo indica que la diversificación destruye el valor.</p>

<i>Diversificación</i>	$HI_{it} = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$ <p>Donde, n, es el número de unidades de negocio de la empresa, P_i, es la proporción de las ventas de cada una las unidades de negocio respecto a las ventas totales de la empresa. Valores del índice Herfindahl (Berry, 1971) cercanos a uno indican mayor grado de diversificación y viceversa.</p> $TE_{it} = \sum_{i=1}^n P_i \ln (1/P_i)$ <p>Índice de Entropía Total, donde, P_i, es la proporción de las ventas del segmento i, el número de segmentos en los que participa la empresa está representado por n.</p>
<i>Oportunidades de Crecimiento</i>	<p>De acuerdo con la literatura sobre oportunidades de inversión (Myers, 1977; Smith y Watts, 1992; Gaver y Gaver; 1993; Baber et al. 1996) se construyen como paso previo a la <i>dummy</i> dos variables:</p> <p>a) IO_{it}, son las oportunidades de inversión construidas a partir de un factor de tres variables:</p> $MBA_{it} = \frac{MVE_{it} + BVTA_{it} - BVE_{it}}{TA_{it}}$ <p>Donde MVE_{it}, es el valor de mercado del capital, $BVTA_{it}$, es el valor contable del activo total, BVE_{it}, es el valor contable del capital y TA_{it}, es el valor contable del activo total.</p> $MBE_{it} = MVE_{it}/BVE_{it}$ <p>Donde MVE_{it}, es el valor de mercado del capital y BVE_{it}, es el valor contable del capital.</p> $R\&D_{it} = RDE_{it}/TA_{it}$ <p>Donde RDE_{it}, es los gastos de investigación y desarrollo en el año t, TA_{it}, es el valor contable del activo total.</p> <p>b) De acuerdo con Adam y Goyal (2008) se comprueba la robustez de los modelos introduciendo solamente la variable MBA_{it}.</p> <p>Finalmente, a partir de la variable IO_{it} como el ratio MBA_{it} se construye la variable <i>dummy</i> GOD_{it}, que toma el valor 1 para aquellas empresas que tienen oportunidades de crecimiento por encima de la media y 0 aquellas empresas que tienen oportunidades de crecimiento por debajo de la media.</p>

<i>Ratio de Deuda</i>	$DEBT_{it} = \frac{TD_{it}}{MC_{it} + TD_{it} + PSK_{it}}$ <p>Donde TD_{it} es la deuda total de la empresa; MC_{it}, es el valor de mercado de la empresa; PSK_{it}, es el valor de las acciones preferentes.</p>
<i>Dividendos</i>	$DIV_{it} = CDIVP_{it}/TA_{it}$ <p>Donde $CDIVP_{it}$ es los dividendos pagados en efectivo por la empresa en el año t.</p>
<i>Ratio Inversiones de Capital</i>	$CEX_{it} = CAPEX_{it}/TA_{it}$ <p>Donde, $CAPEX_{it}$ es las inversiones de capital, TA_{it}, es el valor contable del activo total en el año t.</p>
<i>Rentabilidad</i>	$PROF_{it} = EBIT_{it}/S_{it}$ <p>Donde, $EBIT_{it}$, es el beneficio antes de intereses e impuestos, S_{it}, es las ventas de la empresa en el año t.</p>
<i>Cash Flow</i>	$CF_{it} = (NI_{it} + BD_{it})/TA_{it}$ <p>Donde NI_{it} es el resultado neto de la empresa en el año t, BD_{it} es el valor contable de los gastos de depreciación de la empresa en el año t, TA_{it} es el valor contable del activo total en el año t.</p>
<i>Crecimiento de las ventas</i>	$GWREV = (S_{it} - S_{it-1})/S_{it-1}$ <p>Donde S_{it}, son las ventas de la empresa en el año t.</p>
<i>Tamaño</i>	$SIZE_{it} = \ln(TA_{it})$ <p>Donde TA_{it}, es el activo total de la empresa en el año t.</p>
<i>Retorno sobre Activos</i>	$ROA_{it} = EBIT_{it}/TA_{it}$ <p>Donde, $EBIT_{it}$, es el beneficio antes de intereses e impuestos, TA_{it}, es el activo total de la empresa en el año t.</p>
<i>Cuota de Mercado</i>	$MS_{jt} = \frac{S_{jt}}{\sum_{j=1}^n S_{jt}}$ <p>Donde S_{jt} son las ventas de la empresa i que participa en el sector j en el año t.</p>
<i>Número de Competidores Especializados</i>	$NSC_{it} = \sum_{l=1}^N \omega_{itl} \ln(n_{it})$ <p>Donde ω_{itl}, es la proporción de las ventas del segmento sobre las ventas totales de la empresa correspondiente al segmento que participa en el</p>

	sector I en el tiempo t que pertenece a la empresa I . $\ln(n_{It})$, representa el logaritmo natural del número de empresas especializadas que participan en el sector I en el año t .
<i>Participación del Mercado de Competidores Especializados</i>	$MSSC_{it} = \sum_{I=1}^N \omega_{itI}(mssc_{It})$ <p>Donde ω_{itI}, es la proporción de las ventas del segmento sobre las ventas totales de la empresa correspondiente al segmento que participa en el sector I en el tiempo t que pertenece a la empresa I. $mssc_{It}$, representa la participación del mercado de las empresas especializadas en el sector I en el año t.</p>
<i>Edad</i>	$AGE_{it} = \ln(YEAR_{it} - INC_i)$ donde INC_i es la fecha de incorporación de la empresa y $YEAR_{it}$ es el año correspondiente al periodo de tiempo.
<i>Madurez Sectorial</i>	$SECTOR_{jt} = \frac{AGE_{jt}}{\sum_{j=1}^n AGE_{jt}}$ <p>Donde AGE_{jt} es la edad de la empresa i que participan en el sector j en el año t.</p>

Tabla III.3 Distribución de la Muestra

País	Número de empresas	Porcentaje de Empresas	Número de Observaciones	Porcentaje de Observaciones
Alemania	284	42.01	1854	39.96
Bélgica	39	5.77	290	6.25
España	46	6.80	327	7.05
Finlandia	72	10.65	540	11.64
Francia	81	11.98	580	12.50
Irlanda	32	4.73	228	4.91
Italia	70	10.36	457	9.85
Austria	35	5.18	251	5.41
Portugal	17	2.51	113	2.44
Total	676	100	4640	100

III.5. Resultados

En esta sección se presentan en primer lugar, los resultados obtenidos del Análisis *Cluster* para determinar el Ciclo de Vida de las empresas que conforman la

muestra. En la sub sección III.4.2. se presentan los estadísticos descriptivos de la muestra global y dividida por tipo de empresa (diversificada o especializada). Los resultados del modelo básico y del modelo con la influencia de las oportunidades de crecimiento son comentados en la sección III.4.3. En la sub sección III.4.4. se analiza el efecto del ciclo de vida en los modelos que contemplan a las oportunidades de crecimiento. Finalmente, los resultados del modelo de heterogeneidad sectorial son resumidos en la sección III.4.5.

III.5.1. Determinación del Ciclo de Vida de la Empresa

Con la finalidad de examinar el ciclo de vida organizacional se realiza una clasificación de las empresas en grupos homogéneos utilizando el Análisis *Cluster* con base en las variables presentadas en la tabla III.4. El Análisis *Cluster* es un análisis exploratorio de datos, el cual ordena diferentes objetos dentro de grupos maximizando la distancia inter-grupos y minimizando la distancia intra-grupos. La utilización de esta técnica es más eficiente que la simple agrupación de las empresas en base a una sola variable, como por ejemplo la edad.

Los algoritmos más utilizados para desarrollar los conglomerados son: método de encadenamiento simple, encadenamiento completo, encadenamiento medio, método de Ward y el método del Centroide. En el presente estudio se utiliza el método de Ward, el cual es uno de los métodos más comúnmente utilizado (Everitt, 1993). En el método Ward la distancia entre dos conglomerados es la suma de los cuadrados entre dos conglomerados sumados para todas las variables. En cada paso del procedimiento de aglomeración, se minimiza la suma de los cuadrados dentro del conglomerado para todas las particiones obtenida mediante la combinación de dos conglomerado en un

paso previo (Hair, 1999:513). Como se señaló en el apartado de la metodología no existe un método completamente satisfactorio para obtener el número óptimo de grupos en el Análisis *Cluster*, sin embargo, una buen camino de vencer esta debilidad en la práctica es utilizar varios test estadísticos simultáneamente. Con la finalidad de alcanzar un consenso sobre el número óptimo de grupos se ha optado por utilizar dos test, pseudo- F y pseudo- t^2 .

TABLA III.4 Número Óptimo de Clusters

Número de <i>Clusters</i>	Pseudo- F (PSF)	Pseudo- t^2 (PST2)
10	4327.26	294.07
9	4537.58	285.63
8	4654.48	725.11
7	4910.42	450.59
6	5195.39	481.73
5	5351.86	784.93
4	5697.43	814.61
3	6484.26	1122.92
2	9213.74	1530.84
1	NA	9213.74

En esta tabla presenta los valores para los dos test estadísticos utilizados para determinar el número óptimo de *clusters* para la muestra, específicamente, el estadístico pseudo- F (PSF) y el pseudo- t^2 (PST2). Para cada test los valores en negrilla indican el número probable de *clusters*.

Los valores estadísticos utilizados para determinar el número óptimo de grupos para el ciclo de vida se presenta en la tabla III.4. El estadístico Pseudo- F (PSF) identifica claramente dos *clusters* para la muestra. Por su parte, el estadístico Pseudo- t^2 (PST2) confirma la posibilidad de dos *clusters*, sin embargo, la diferencia entre dos y tres *clusters* bajo este test no es tan marcada como en el test anterior. Por esta razón se ha realizado el análisis con ambas soluciones.

El perfil de los *clusters*, obtenidos en base a sus valores medios, se presenta en el panel A y B de la tabla III.5. La solución con dos grupos muestra una distribución del 78% de observaciones para el grupo I, mientras que sólo el 22% se ubica en el grupo II. EL grupo I presenta medias mayores en tamaño (*SIZE*), crecimiento de ventas (*GWREV*) y edad sectorial (*SECTOR*). Por el contrario, el grupo II tiene mayores medias en edad (*LNAGE*) y *cash flow* (*CF*). Sin embargo, no existe una diferencia significativa en el *cash flow* entre los grupos. También es interesante apreciar que la media del crecimiento de ventas (*GWREV*) en el grupo II es negativa y con la más baja cuota de mercado (*MS*). Por estos motivos, se le ha denominado “*Fase de Declive*” al *cluster* II.

El grupo I presenta las características de empresas que se encuentran en desarrollo o un crecimiento constante, por su elevado ratio de crecimiento (0.119), mayor tamaño (11.901), más alta cuota de mercado (0.007) y una rentabilidad y *cash flow* positivo (0,049) y (0.078) respectivamente. Sin embargo, al poseer el mayor ratio de crecimiento y de cuota de mercado conformado por un 69% de las observaciones nos hace reflexionar sobre la posibilidad de que se encuentren empresas más jóvenes incluidas, por esta razón se le ha llamado “*Fase de Juventud/Crecimiento*”.

La solución de tres *clusters* se encuentra en el panel C. Esta solución distribuye la muestra en un 28% de las observaciones para el grupo I, un 41% para el grupo II y un 31% de las observaciones para el grupo III. El perfil del grupo I tiene un tamaño medio (10.731), un crecimiento medio de ventas (0.081) y el más bajo *cash flow* (0.059), promedio de edad (1.706) y la rentabilidad (0.019) de los tres grupos. En este sentido, las variables podrían ser indicativas de una *fase de crecimiento temprano*, a pesar de que el tamaño no es el menor de los tres grupos. Con respecto al grupo II se puede observar que es el que tiene mayor tamaño (12.696), mayor *cash flow* (0.091),

edad sectorial (0.468), rentabilidad (0.069) y cuota de mercado (0.010). El rápido crecimiento de las ventas en este grupo aunado a la mayor participación del mercado podría estar dando señales de una *fase de crecimiento o madurez inicial*. Por el contrario, el grupo III se mantiene con el mismo número de observaciones que en la solución de dos *cluster* (1418), al parecer este grupo está caracterizado por el menor tamaño (5.429) y un crecimiento negativo de ventas (-0.275). Sin embargo, goza de valores medios positivos para la rentabilidad (0.058) y *cash flow* (0.080). Finalmente, el tercer grupo no deja claro la determinación de su fase, puesto que por un lado su lento crecimiento en ventas y el menor tamaño podrían hablar de una *fase de declive*, pero por el otro, una rentabilidad intermedia causa desconcierto. Las medias de los tres grupos son estadísticamente diferentes entre ellos para la edad, tamaño, *cash flow*, crecimiento de ventas, rentabilidad y edad sectorial, mientras que para la cuota de mercado las medias no son estadísticamente diferentes entre los grupos I y III.

Tabla III.5 Fases del Ciclo de Vida

Panel A: Perfil de los dos <i>clusters</i>			
Variable	<i>Cluster</i> I (Juventud/ Crecimiento)	<i>Cluster</i> II (Declive)	
	Media	Media	
<i>LNAGE</i>	2.522	2.967	
<i>SIZE</i>	11.901	5.429	
<i>CF</i>	0.078	0.080	
<i>GWREV</i>	0.119	-0.275	
<i>SECTOR</i>	0.435	0.418	
<i>ROA</i>	0.049	0.058	
<i>MS</i>	0.07	0.002	
<i>Observaciones</i>	3222	1418	

Panel B: Perfil de tres <i>clusters</i>			
Variable	<i>Cluster</i> I (Crecimiento)	<i>Cluster</i> II (Estabilidad/ Madurez)	<i>Cluster</i> III (Renovación/ Declive)
	Media	Media	Media

<i>LNAGE</i>	1.706	3.077	2.967
<i>SIZE</i>	10.731	12.696	5.429
<i>CF</i>	0.059	0.091	0.080
<i>GWREV</i>	0.081	0.145	-0.275
<i>SECTOR</i>	0.386	0.468	0.418
<i>ROA</i>	0.019	0.069	0.058
<i>MS</i>	0.002	0.010	0.002
<i>Observaciones</i>	1304	1918	1418

En el Panel A y B se presenta los valores medios de las cinco variables que han sido utilizadas para segregar la muestra dentro de tres *clusters*. *LNAGE*, representa la edad de la empresa y es medido como el logaritmo natural de la edad de la empresa en el año t ; *SIZE*, es el tamaño de la empresa y es medido como el logaritmo natural del activo total de la empresa en el año t ; *CF*, es el *cash flow* escalado por el activo total en el año t ; *GWREV*, representa el crecimiento de las ventas de la empresa medido como el ratio de las ventas en el año t menos las ventas del año $t-1$ sobre las ventas del año $t-1$; *SECTOR*, representa la madurez (edad) del sector j al que pertenece la empresa i y es medido por el ratio de la Σ de la edad de todas las empresas que pertenecen a ese sector j sobre la Σ de las edad de todas las empresas de todos los sectores. *ROA*, es el beneficio antes de intereses e impuestos sobre el activo total; *MS*, es la participación del mercado de la empresa i en el año t . Los estadísticos- t corresponden solamente para los resultados del análisis con tres *clusters*.

Estadísticos- t para los *clusters* del Panel C

Estadístico- t para diferencia en medias entre el *cluster* I y II.

<i>LNAGE</i> :	$t = -36.067^*$
<i>SIZE</i> :	$t = -46.309^*$
<i>CF</i> :	$t = -8.606^*$
<i>GWREV</i> :	$t = -3.372^*$
<i>SECTOR</i> :	$t = -8.244^*$
<i>ROA</i> :	$t = -7.464^*$
<i>MS</i> :	$t = -6.421^*$

Estadístico- t para diferencia en medias entre el *cluster* de empresas II y III.

<i>LNAGE</i> :	$t = 2.596^*$
<i>SIZE</i> :	$t = 133.044^*$
<i>CF</i> :	$t = 3.357^*$
<i>GWREV</i> :	$t = 20.131^*$
<i>SECTOR</i> :	$t = 5.258^*$
<i>ROA</i> :	$t = 2.626^*$
<i>MS</i> :	$t = 6.891^*$

Estadístico- t para diferencia en medias entre el *cluster* I y III.

<i>LNAGE</i> :	$t = -35.007^*$
<i>SIZE</i> :	$t = 95.642^*$
<i>CF</i> :	$t = -4.058^*$
<i>GWREV</i> :	$t = 19.959^*$
<i>SECTOR</i> :	$t = -2.997^*$
<i>ROA</i> :	$t = -4.706^*$
<i>MS</i> :	$t = 0.058$

* Estadístico t significativo al nivel 1%

Consideramos que la solución de tres grupos ofrece una mayor panorámica de la distribución de las empresas al segmentarla de forma más homogénea (28%, 41%, 31%)

y un mayor detalle de las características de cada grupo. Con la finalidad de adentrarnos en los perfiles de cada uno de los tres grupos se presenta la tabla III.6 que contiene variables financieras relevantes a través de cada uno de los *clusters* que pueden contribuir a la determinación de las fases del ciclo de vida.

Las empresas del cluster I tienden a tener el mayor nivel de oportunidades de crecimiento, la media de competidores especializados más alta, el menor índice de diversificación, tanto con la medida de entropía total como el índice Herfindahl, y el menor nivel de deuda. Todas estas características son propias de empresas en transición de la juventud al crecimiento. De acuerdo con los argumentos de la teoría del ciclo de vida. Las oportunidades de crecimiento son gran parte del valor de mercado de las empresas en su juventud, sin embargo les es más difícil obtener financiamiento (Stickney, 1996). En este sentido, las empresas más jóvenes disfrutan de mayores oportunidades de crecimiento en relación con las compañías maduras (Jovanovic, 1982; White, Sondhi y Fried, 1997; Mitchell, 2000; Borghesi et al. 2007). En las fases iniciales del ciclo de vida las empresas pueden mostrar bajos niveles de deuda, porque presentan un mayor nivel de asimetrías y es difícil conseguir financiación en los mercados, así que son financiadas con capital interno y por *ángeles financieros* (Pashley y Philippatos, 1990; Berger y Udell, 1998; Robb, 2002; Fluck et al. 1998; Fluck, 1999). Esto se corrobora con el más bajo nivel de endeudamiento que presentan las empresas en este cluster (0.200). Así mismo, cuando las fricciones de mercado son significativas las empresas rentables con buenas oportunidades tienden a ser forzadas para elegir entre el pago de dividendos y las estrategias de inversiones (Myers y Majluf, 1984). La diversificación corporativa, como una estrategia de inversión, y el reparto de dividendos compiten por los recursos de la empresa. En este sentido, si la empresa diversifica la distribución de dividendos sería más baja y viceversa. En el presente cluster podemos

apreciar que se tienen en media el índice más bajo de diversificación (0.050/0.256) y un nivel de reparto de dividendos igual al del cluster III (0.017). Aunado a las características presentadas en la tabla III.5 y las que se han descrito podemos denominar al cluster I como “*Fase de Crecimiento*”¹⁴.

En el cluster II las empresas tienen el más bajo nivel de oportunidades de crecimiento, exceso de valor positivo, la más alta concentración de empresas especializadas, el mayor nivel de deuda y reparten en media menos dividendos que los cluster I y III. Es posible que en este cluster las empresas ya se encuentren en expansión, puesto que se refleja en un índice medio de diversificación de 0.053/0.282 en relación con el cluster III. El mayor nivel de deuda (0.246) puede ser el resultado de un mayor financiamiento utilizado para crecer más rápido, como es manifestado en la variable de crecimiento de ventas, *GWREV* (0.145) y el mayor tamaño de todos los clusters (12.696). Por otro lado, las empresas al tener buenas oportunidades de crecimiento y fondos para poder ejercerlas, tanto internos como externos, pueden hacer menor uso del reparto de dividendos como se muestra en este cluster, con una media de (0.014). En este sentido, las empresas conforme crecen gozan de un mayor nivel de transparencia y se han creado un nombre ante los mercados, por ello presentan mayores niveles de endeudamiento y su fuente de financiación es generalmente externa, disminuyendo considerablemente el reparto de dividendos (Pashley y Philippatos, 1990; Berger y Udell, 1998; Robb, 2002; Fluck et al. 1998; Fluck, 1999). De acuerdo, con las características financieras presentadas por este cluster se determina que las empresas de este cluster están pasando por una clara “*Fase de Estabilidad/Madurez*”.

¹⁴ Muchos estudios hacen referencia a etapas de Nacimiento y Juventud (Greiner, 1972; Gort y Klepper, 1982; Miller y Friesen, 1984). No obstante, en el presente estudio dichas etapas difícilmente podrían presentarse por las características de la muestra analizada. En este sentido, se trabaja con datos de compañías públicamente cotizadas. En el apartado III. 3.1. se presenta la descripción de la muestra.

Finalmente, las empresas del cluster III tienen un nivel intermedio de oportunidades de crecimiento en relación con el cluster I, un exceso de valor negativo pero no el de mayor descuento, los índices de diversificación más elevados de los tres clusters y la menor concentración de empresas especializadas. De acuerdo con la tabla III.5 se aprecia que el crecimiento de ventas (*GWREV*) es el más bajo y negativo de todos los clusters. Esto es una señal típica de declive en la empresa, en la cual la empresa a pesar de tener recursos tiene poca participación en el mercado y sus competidores van ganando terreno en su sector (Stickney, 1996; White, Sondhi y Fried, 1997). A pesar de que las empresas tienen los más altos índices de diversificación (0.090/0.444) no tienen el más bajo valor de mercado (-0.061), esto puede deberse a que también tienen el menor nivel de concentración de empresas especializadas (1.892). En este sentido, Santalo y Becerra (2008) argumentan que las empresas diversificadas pueden tener una prima o un menor descuento en aquellos sectores que no están dominados por empresas especializadas o que tienen una menor participación de mercado de competidores especializados. Así mismo, las empresas en este cluster tienen un nivel medio de deuda y de dividendos en relación con los otros dos clusters, dejando entre ver que debido a un estancamiento en su sector las empresas han optado por distribuir sus beneficios entre sus accionistas. También es necesario notar que las empresas en este cluster no tienen el mayor tamaño (*SIZE*) de los clusters. Sin embargo, esto se puede deber a que la empresa está llevando a cabo una estrategia de desinversión o cierre de algunas de sus unidades de negocios como una estrategia para mejorar su rentabilidad o su liquidez (Pashley y Philippatos, 1990).

Ahora bien, el cluster III parece tener una combinación de características financieras tanto de declive (por su crecimiento de ventas negativo y participación del mercado baja) como de una probable renovación (oportunidades de crecimiento

intermedias). Desde el punto de vista de la teoría del ciclo de vida, la erosión de la ventaja competitiva que caracteriza la etapa de madurez conduce a una inevitable reestructuración. En la cual las empresas pueden rejuvenecer sus operaciones por medio de cambios estructurales (adquisiciones, fusiones o *joint venture*) o expandiéndose en otros mercados (Gort y Klepper, 1982; Miller y Friesen, 1984). Las empresas intentan liquidar los activos no rentables o productivos en orden de dirigir aquellos recursos a nuevos proyectos que podrían generar ganancias. Es necesario considerar que el concepto de una organización progresando unidireccionalmente por una serie de fases predecibles es una visión demasiado simplista de la realidad (Tornatzky, et al. 1983). Por lo anterior se le ha llamado a esta etapa “*Fase Renovación/Declive*”.

Tabla III.6 Variables Financieras entre los *Clusters*

Variable [§]	<i>Cluster I</i>	<i>Cluster II</i>	<i>Cluster III</i>
IO_{it}	3.209	2.264	2.986
EV_{it}	-0.151	0.001	-0.061
HI_{it}	0.050	0.053	0.090
TE_{it}	0.256	0.282	0.444
NSC_{it}	2.136	2.151	1.892
$DEBT_{it}$	0.200	0.246	0.202
DIV_{it}	0.017	0.014	0.017

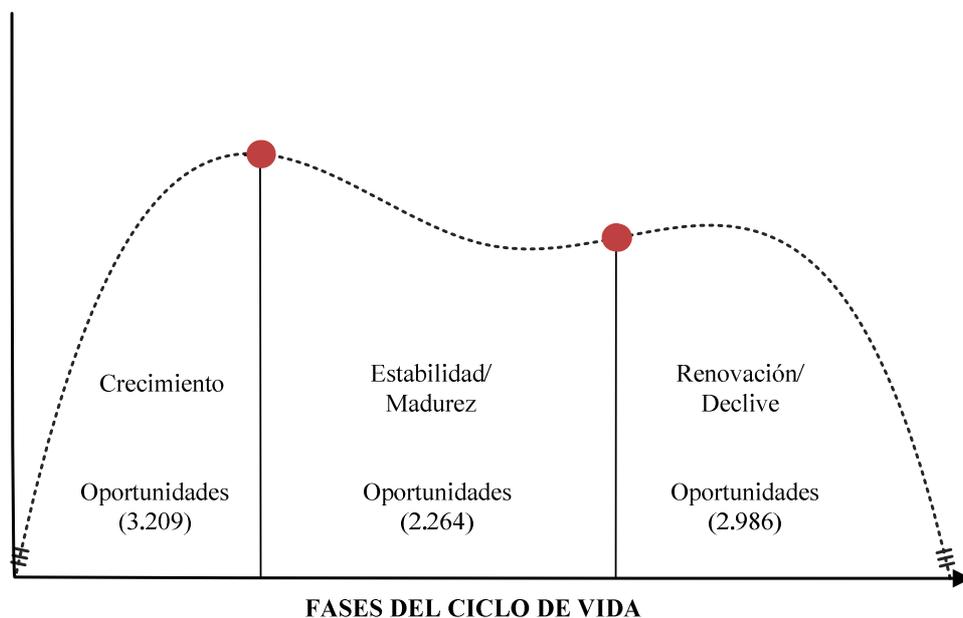
Esta tabla presenta las variables financieras a través de los tres *clusters*. IO , son las oportunidades de crecimiento para la empresa i en el año t . EV , es el exceso de valor de la empresa i en el año t . HI , es el índice de Herfindahl de la empresa i en el año t . TE , es el índice de Entropía Total para la empresa i en el año t ; NSC , es el número de empresas especializadas en el sector j en el año t . $DEBT$, es la deuda de la empresa i en el año t . DIV , dividendos pagados por la empresa i en el año t . Para un mayor detalle de las medidas de cada una de las variables financieras ver la tabla III.2.

[§]Todas las variables son significativas entre los grupos. Con excepción de: IH_{it} , entre los clusters 1 y 2; NSC_{it} , para los clusters 1 y 2; $DEBT_{it}$ y DIV_{it} , para los clusters 1 y 3.

Cada una de las fases del ciclo de vida es caracterizada por una o varias decisiones financieras simultáneamente, las cuales deben ser resueltas de la forma óptima para ayudar a la empresa en la transición de una etapa a otra. La capacidad de la empresa para realizar dicha transición es muy importante ya que de eso depende su

supervivencia en su entorno. En definitiva, la teoría del ciclo de vida organizativo permite apreciar la evolución continua de una empresa a través de sus características financieras más relevantes. En resumen, se puede concluir que, cada una de las fases presenta un perfil bien diferenciado de las empresas lo cual contribuirá a mejorar los resultados en el estudio de la relación entre diversificación y valor de mercado. Bajo este panorama, podemos concluir que la hipótesis (H_1) ha sido aceptada.

Figura III.2 Fases del Ciclo de Vida



En la figura III.1 se puede apreciar las fases del ciclo de vida organizativo para la muestra de la zona Euro. De acuerdo con el análisis Cluster, y solamente mostrando una variable financiera clave del presente estudio. Los primeros estudios del fenómeno del ciclo de vida entendían la evolución de la empresa como un proceso unidireccional y sin posibilidades de ser revertido (Lavoie y Culbert, 1978). Por su parte y en sentido contrario, Romanelli y Tushman, (1986) señalan que las organizaciones se desarrollan por periodos de convergencia y divergencia relacionada más con cambios en la

tecnología que con cambios en el crecimiento. Bajo el panorama anterior, las empresas no necesariamente muestran algún momento inexorable para progresar por una secuencia lineal de fases, pero más bien, observan configuraciones de problemas, estrategias y estructuras (Miller, 1981, 1987; Miller y Friesen, 1984).

III.5.2. Estadísticos Descriptivos de los Modelos

Los estadísticos descriptivos para las variables de los modelos analizados se presentan en la tabla III.7. En el Panel A, se observa los estadísticos de las variables de diversificación, el exceso de valor es en promedio negativo y con un descuento más pronunciado para la muestra de empresas diversificadas (-0.0813). Respecto a los índices de diversificación, el de Entropía Total en media es superior al Herfindahl, 0.5994 y 0.1153 respectivamente. La diferencia se debe principalmente a la construcción de los índices. Por otro lado, en el Panel B se presentan las variables de oportunidades de crecimiento. La muestra de empresas diversificadas tiene un mayor nivel, con una media de 2.8219/1.0812 en relación con las empresas especializadas. Es interesante observar que las empresas diversificadas tienen también un menor nivel de concentración de empresas especializadas en los sectores (2.0368), así como una menor participación de mercado de empresas no diversificadas (0.1171). Finalmente, en el Panel C se presentan las variables financieras más comúnmente utilizadas en los modelos de diversificación corporativa.

Tabla III.7 Estadísticos Descriptivos

Variable	Muestra Global		Diversificadas		Especializadas	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
<i>Panel A: Variables de Diversificación</i>						
EV_{it}	-0.0608	-0.1015	-0.0813	-0.1185	-0.0358	-0.0729
$HERF_{it}$	0.0633	0.0598	0.1153	0.1298	0.0000	0.0000
IE_{it}	0.3214	0.1965	0.5994	0.6422	0.0000	0.0000
<i>Panel B: Oportunidades de Crecimiento y Heterogeneidad Sectorial</i>						
IO_{it}	2.7508	1.9308	2.8219	1.9645	2.6642	1.8698
MBA_{it}	1.0886	0.8445	1.0812	0.8540	1.0975	0.8338
NSC_{it}	2.0681	2.1780	2.0368	2.1522	2.1062	2.2718
$MSSC_{it}$	0.1326	0.1177	0.1171	0.1107	0.1516	0.1356
<i>Panel C: Variables Financieras</i>						
$PROF_{it}$	0.0344	0.0567	0.0232	0.0540	0.0481	0.0608
CEX_{it}	0.0813	0.0405	0.0667	0.0398	0.0990	0.0411
$SIZE_{it}$	9.9231	10.9644	9.6004	10.7744	10.3165	11.1297
DIV_{it}	0.0161	0.0078	0.0151	0.0080	0.0174	0.0077
$DEBT_{it}$	0.2201	0.2120	0.2267	0.2248	0.2121	0.1963
<i>Obs</i>	4640		2549		2091	

La Tabla III.7 presenta los estadísticos descriptivos para la muestra global y subdividida en empresas diversificadas y especializadas. EV_{it} , es el exceso de valor para la empresa i en el año t , $HERF_{it}$, es el índice Herfindahl de diversificación, IE_{it} , es el índice de Entropía Total de Diversificación, $PROF_{it}$, es el ratio de rentabilidad, CEX_{it} , es el ratio de inversiones de capital escalado por activo total, IO_{it} y MBA_{it} , son variables de oportunidades de crecimiento, $SIZE_{it}$, es el tamaño, NSC_{it} , es el número de empresas especializadas en el mercado, $MSSC_{it}$, es la participación del mercado de empresas especializadas, DIV_{it} , son los dividendos pagados y $DEBT_{it}$, es el ratio de la deuda. Para un mayor detalle de la construcción de las variables ver la tabla II.2.

III.5.3. Modelo Básico e Influencia de las Oportunidades de Crecimiento

En la tabla III.8 se presentan los resultados de la estimación del modelo básico que incluye un conjunto de variables de control tradicionalmente utilizadas en la literatura de la diversificación. El modelo básico es estimado primero con el índice Herfindahl y posteriormente con el índice de Entropía Total. Posteriormente se analizan

los resultados del modelo extendido, en el cual la variable clave son las oportunidades de crecimiento.

Analicemos en primer lugar los resultados del modelo básico con el índice Herfindahl en la columna I. Consistente con la teoría del descuento de diversificación el mercado valora negativamente la diversificación. El coeficiente estimado para la diversificación (DI_{it}) es negativo (-0.1959). En este sentido, se encuentra apoyo a los argumentos tradicionales de una estrategia que destruye valor a través de: sobreinversión (Stulz, 1990), la subvención cruzada (Meyer et al., 1992), los mercados de capital interno ineficientes (Lamont, 1997; Shin y Stulz, 1998; Scharfstein y Stein, 2000) y a la búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos en detrimento de la maximización de la riqueza de los accionistas (Amihud y Lev, 1981; Jensen, 1986; Morck, Shleifer y Vishny, 1990; Jensen y Murphy, 1990), entre otras. Estos resultados son consistentes con los trabajos de Lang y Stulz (1994), Berger y Ofek (1995), Rajan et al. (2000), Lamont y Polk (2002).

En relación a las variables de control, el tamaño ($SIZE_{it}$) presenta un coeficiente positivo y significativo. Como señalan las teorías de poder de mercado y economías a escala las empresas diversificadas tienden a ser más grandes afectando positivamente su valor de mercado. Como se esperaba, tanto los coeficientes de rentabilidad ($PROF_{it}$) e inversiones en capital (CEX_{it}) son positivos y significativos. Las inversiones en funcionamiento tienden a ser mayores conforme la empresa crece y se diversifica.

Los resultados del modelo básico con el índice de Entropía Total se presentan en la columna II. La relación negativa de la diversificación sobre el exceso de valor se corrobora, sin embargo en un nivel menor (-0.0474). Las variables de control mantienen la misma relación que en el modelo del índice Herfindahl.

Tabla III.8 Estimación del Modelo Básico

Variable	I (Herfindahl)	II (Entropía)
<i>Constante</i>	-0.4014* (0.1073)	-0.4029** (0.1110)
<i>DI_{it}</i>	-0.1959* (0.0326)	-0.0474* (0.0212)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0321* (0.0090)	0.0341* (0.0093)
<i>CEX_{it}</i>	0.1428* (0.0020)	0.1436* (0.0023)
<i>PROF_{it}</i>	0.0756* (0.0069)	0.0896* (0.0068)
<i>z₁</i>	4295.90 (4)	4470.86 (4)
<i>z₂</i>	78.44 (7)	61.01 (7)
<i>z₃</i>	7.91 (9)	9.02 (9)
<i>m₁</i>	-9.67	-9.29
<i>m₂</i>	-0.18	0.24
Hansen	321.32 (220)	319.01 (220)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

En general, los modelos de la tabla III.8 confirman la visión de una estrategia que es valorada negativamente por el mercado. Dicha valoración es robusta a la inclusión de diferentes medidas de diversificación corporativa. Es necesario enfatizar que estos argumentos se encuentran en línea con una óptica tradicional de la diversificación, que si bien ha sido ampliamente soportada, es el efecto promedio de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa sin considerar potenciales variables moderadoras.

III.5.4. Impacto de las Oportunidades de Crecimiento en la relación de la Estrategia de Diversificación y el Valor Empresarial.

Los resultados de los modelos para analizar la influencia de las oportunidades de crecimiento se encuentran en la tabla III.9. En la columna I se reportan los resultados con el índice Herfindahl. El impacto de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento es positivo y significativo ($-0.3106 + 0.4869 = 0.1763$). Por el contrario, el efecto para las empresas con un bajo nivel de oportunidades de crecimiento es negativo (-0.3106). Por lo tanto, la hipótesis H_2 es corroborada, apoyando los argumentos del impacto positivo de las oportunidades de crecimiento en la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de mercado de las empresas. En este sentido, los resultados se encuentran en línea con los obtenidos por Ferris et al. (2002), que señalan que para 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. Asimismo, Chevalier (2000) concluye que las oportunidades de crecimiento son sistemáticamente diferentes entre los conglomerados y las empresas de un solo segmento. En consecuencia, cuando las empresas diversificadas están conformadas por segmentos con buenas opciones de inversión tienden a obtener un efecto positivo en su valor de mercado (Bernardo et al., 2000). De igual forma, Hund, Monk y Tice (2012) concluyen que el descuento de diversificación es el resultado de un incorrecto *matching* de empresas diversificadas que son viejas, grandes y menos volátiles con empresas especializadas que son más jóvenes, más pequeñas y más volátiles. Finalmente, 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 (Morck y Yeung, 1998).

El presente trabajo no es el primero en estudiar las oportunidades de crecimiento como una posible explicación para el descuento de diversificación, puesto que dicho fenómeno ya ha sido analizado anteriormente, por ejemplo encontramos el estudio de Stowe y Xing (2006). Sin embargo, tres diferencias principales pueden mencionarse. En primer lugar, Stowe y Xing (2006) para el estudio de la influencia de las oportunidades de crecimiento ajustan la medida de exceso de valor de Berger y Ofek (1995). Específicamente, el ajuste lo realizan en el valor imputado de las empresas. El ajuste utilizado por los autores podría ocasionar que cada segmento de las empresas diversificadas dentro de un mismo sector sea comparado con diferentes empresas especializadas en dicho sector en base a sus oportunidades de crecimiento. Mientras que el presente estudio controla el impacto de las oportunidades de crecimiento del lado derecho del modelo con una variable *dummy*. Consideramos que esta es una mejor forma para capturar el efecto real de las oportunidades de inversión en el debate del descuento de diversificación. En segundo lugar, la medida utilizada para el estudio de las oportunidades de crecimiento es distinta. Stowe y Xing (2006) utilizan la *proxy* de inversiones de capital sobre activo total¹⁵ mientras que en los modelos de este trabajo se utiliza como *proxy* un factor obtenido a partir de tres variables señaladas como relevantes en la literatura: ratio de valor de mercado sobre el activo total, el ratio de valor de mercado sobre el valor contable del capital y los gastos en investigación y desarrollo. El objetivo de esta metodología es aislar el constructo subyacente que es común para todas las medidas, el cual posteriormente se utiliza para dividir la muestra

¹⁵ Stowe y Xing (2006) también utilizan el ratio de inversiones de capital neto de depreciación sobre activo total para checar la robustez de sus resultados. Sin embargo, los resultados de estas estimaciones no son reportados en su trabajo.

en empresas con y sin oportunidades de crecimiento (Gaver y Gaver, 1993). Es necesario enfatizar que la *proxy* utilizada en el estudio de Stowe y Xing (2006) es la que contiene menor información sobre las oportunidades de inversión de la empresa de acuerdo con el análisis de Adam y Goyal (2008). Finalmente, nosotros estudiamos el fenómeno de descuento de diversificación entre empresas diversificadas y especializadas mientras que Stowe y Xing (2006) se centran en una muestra de empresas diversificadas solamente. Su objetivo es estudiar el descuento antes y después del incremento de los segmentos de las empresas diversificadas.

En relación con las variables de control, el tamaño tiene un efecto positivo y significativo, confirmando los argumentos de la teoría del poder de mercado y las economías de escala. El coeficiente de la deuda es positivo, confirmando los argumentos del efecto coaseguro (Lewellen, 1971). El efecto coaseguro surge de operar unidades de negocios con *cash flows* correlacionados imperfectamente, lo que le otorga a la empresa diversificada una mayor capacidad de endeudamiento en comparación con empresas especializadas de similar tamaño. De esta forma la capacidad de endeudamiento crea valor al incrementar la desgravación fiscal de intereses. Las empresas envían información al mercado a través de sus decisiones financieras. En este sentido, los dividendos son un mecanismo de transmisión de información (Abeyratna et al., 1993). De acuerdo con estos argumentos el coeficiente de dividendos tiene un signo positivo que apoya a la teoría de señales. Las empresas distribuyen sus dividendos como señal de que se están explotando exitosamente sus oportunidades de inversión (Miller y Rock, 1985). La rentabilidad es la última variable de control del modelo propuesto para el estudio de la diversificación. Como se puede apreciar esta variable también tiene un signo positivo como se esperaba. La rentabilidad afecta positivamente el valor de la

empresa independientemente si es diversificada o especializada (Servaes, 1996). En base a los resultados obtenidos la hipótesis H_2 es aceptada.

Con la finalidad de corroborar la robustez de los resultados obtenidos se estimó el modelo anterior sustituyendo el índice Herfindahl por el índice de Entropía total. Estos resultados pueden observarse en la columna II de la tabla III.9.

Tabla III.9 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento

Variable	I (Herfindahl)	II (Entropía)
<i>Constante</i>	-0.3572* (0.0600)	-0.4937* (0.1001)
<i>DI_{it}</i>	-0.3106* (0.0191)	-0.1938* (0.0201)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>	0.4869* (0.0156)	0.4496 (0.0214)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0220* (0.0052)	0.0363* (0.0084)
<i>DEBT_{it}</i>	0.3771* (0.0265)	0.3261* (0.0499)
<i>DIV_{it}</i>	0.5747* (0.0575)	0.4361* (0.0839)
<i>PROF_{it}</i>	0.0573* (0.0058)	0.0624* (0.0064)
<i>z₁</i>	3281.86 (6)	947.50 (6)
<i>z₂</i>	425.99 (7)	58.86 (7)
<i>z₃</i>	15.84 (9)	8.92 (9)
<i>m₁</i>	-9.52	-9.21
<i>m₂</i>	-0.40	0.10
Hansen	409.73 (306)	397.31 (306)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

Para las empresas que tienen un nivel alto de oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo y significativo ($-0.1938 + 0.4496 = 0.2558$). Por el contrario, el efecto negativo se mantiene para las empresas con bajas oportunidades de crecimiento (-0.1938). Por otra parte, las variables de control se mantienen la misma relación con el exceso de valor corroborando la robustez de los resultados. Los modelos de oportunidades de crecimiento han sido estimados también con el ratio *MBA* (ratio de valor de mercado al valor de activo total) como una alternativa para checar la robustez de los resultados obtenidos. En síntesis, el descuento de diversificación puede ser explicado, en parte, por la diferencia en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y especializadas.

III.5.5. Influencia del Ciclo de Vida Organizacional en los Modelos de Diversificación

Los resultados de los modelos tomando en consideración las fases del ciclo de vida son presentados en la tabla III.10. En primer lugar se analizan los resultados de la fase de crecimiento, en la columna I. El efecto de la diversificación para las empresas con un nivel alto de oportunidades en esta fase es positivo ($-0.4326 + 1.0574 = 0.6248$), en tanto que este mismo efecto para las empresas con bajas oportunidades de crecimiento es negativo (-0.4326). Estos resultados dan apoyo a la hipótesis $H_{2,b}$. De acuerdo con lo esperado, son las empresas que conforman esta etapa del ciclo las que obtienen un efecto positivo de la diversificación. En este sentido, Bernardo y Chowdhry (2002) concluyen que las empresas que se expanden en fases tempranas de su ciclo pueden obtener mayores beneficios en comparación con las empresas maduras. Respecto a las variables de control estas permanecen con la misma relación que el modelo estimado para la muestra global en la tabla III.9 y III.10.

Para la fase de *estabilidad/crecimiento*, columna II. Se puede apreciar que el efecto de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento es positivo y significativo, aunque menor en relación con la fase de *crecimiento* ($-0.4078 + 0.5118 = 0.1040$). Para las empresas en esta misma fase pero con oportunidades bajas el efecto es también negativo (-0.4078). El efecto de la diversificación en el caso de empresas maduras no necesariamente es un descuento, este dependerá de si o no las empresas tienen opciones de inversión que el mercado valore positivamente. La prima obtenida por el grupo de empresas maduras es menor en relación con la del grupo de empresas en *crecimiento*. Sin embargo, esto puede ser justificado por los estudios de Mitchell (2000) y Klepper y Thompson (2006) que han analizado la relación entre el crecimiento y edad de la empresa concluyendo que las empresas cuando son maduras tienen un menor nivel de oportunidades con respecto a aquellas empresas jóvenes o en crecimiento. En este sentido, el enfoque de opciones reales también hace su contribución al señalar que las empresas multi-segmento pueden ser descontadas por el mercado porque han ejercido sus oportunidades de crecimiento en relación a las empresas especializadas. En base a estos resultados se encuentra apoyo a la hipótesis $H_{2.a}$. En general, todas las variables de control permanecen idénticas.

Finalmente, en la columna III se presentan los resultados para el grupo de empresas en una fase de *renovación/declive*. Este grupo tienen un efecto ligeramente positivo para las empresas que gozan de altas oportunidades de crecimiento ($-0.2221 + 0.2492 = 0.0282$) en relación con sus contrapartes, que tienen bajas oportunidades (-0.2221). De acuerdo con estos resultados la hipótesis $H_{2.c}$ no es apoyada en este trabajo. Sin embargo, es interesante analizar la probable fuente de esta prima. En los resultados del análisis cluster este grupo tenía oportunidades de crecimiento intermedias, una rentabilidad positiva y el número de competidores especializados es el menor de los tres

grupos. De acuerdo con Santalo y Becerra (2008) las empresas diversificadas en sectores que son dominados por empresas especializadas sufren de un descuento, por el contrario la diversificación es positiva en sectores dominados por empresas multi-segmento. Los argumentos anteriores podrían explicar el por qué estas empresas presentan una prima de diversificación. Finalmente, todos los modelos de oportunidades de crecimiento han sido estimados también con el ratio *MBA* (ratio de valor de mercado al valor de activo total) como una alternativa para checar la robustez de los resultados obtenidos.

**Tabla III.10 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento
Por Fases del Ciclo de Vida (Herfindahl)**

Variable	I Crecimiento	II Estabilidad/ Madurez	III Renovación/ Declive
<i>Constante</i>	-0.2975* (0.0537)	-0.7533** (0.0352)	0.2956 (0.4733)
<i>DI_{it}</i>	-0.4326* (0.0149)	-0.4078* (0.0153)	-0.2221* (0.0810)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>	1.0574* (0.0150)	0.5118* (0.0075)	0.2492* (0.0978)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0055 (0.0046)	0.0588* (0.0027)	-0.0311** (0.0133)
<i>DEBT_{it}</i>	0.3146* (0.0176)	0.4554* (0.0151)	0.2874** (0.1316)
<i>DIV_{it}</i>	1.1846 (0.0267)	1.7246* (0.0440)	-0.4762** (0.2353)
<i>PROF_{it}</i>	0.0431* (0.0051)	-0.0165* (0.0034)	0.0428** (0.1983)
<i>z₁</i>	14375.66 (6)	8181.05 (6)	160.90 (6)
<i>z₂</i>	6566.73 (7)	9523.43 (7)	18.49 (7)
<i>z₃</i>	376.87 (9)	4302.03 (9)	2.86 (9)
<i>m₁</i>	-6.08	-4.15	-4.45
<i>m₂</i>	0.12	-1.42	0.36
Hansen	210.92 (227)	237.10 (199)	194.89 (187)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad

entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

En la tabla III. 11 se presentan los resultados de los modelos estimados pero reemplazando el índice Herfindahl por el de Entropía Total. El efecto positivo de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento se mantiene constante a través de las tres etapas del ciclo de vida. En la etapa de *crecimiento* la prima de diversificación es de 0.4405, en la etapa de *estabilidad/madurez* es de 0.4303 y para la etapa de *renovación/declive* la prima es de 0.2436. Nuevamente, la mayor prima es para las empresas que conforman el grupo de *crecimiento*. Por el contrario, las empresas con bajas oportunidades de crecimiento son descontadas por el mercado (-0.3074, -0.2285, -0.1382). Todas las variables de control mantienen el mismo comportamiento que con el índice Herfindahl a excepción de la rentabilidad. Los modelos de oportunidades de crecimiento han sido estimados también con el ratio *MBA* (ratio de valor de mercado al valor de activo total) como una alternativa para checar la robustez de los resultados obtenidos.

Los resultados proporcionan una clara evidencia de la influencia positiva de las oportunidades de crecimiento en la relación entre diversificación y exceso de valor. De igual forma, se aprecia como estas oportunidades varían a través del ciclo de vida (Maksimovic y Phillips, 2008). En este sentido, según el estudio de Bernardo y Chowdhry (2002), las oportunidades de inversión de las empresas pueden ser valuadas de forma diferente dependiendo de su base de recursos y de la fase del ciclo de vida en la cual se encuentran.

**Tabla III.11 Estimación del Modelo con Oportunidades de Crecimiento
Por Fases del Ciclo de Vida (Entropía)**

Variable	I Crecimiento	II Estabilidad/ Madurez	III Renovación/ Declive
<i>Constante</i>	-0.4981* (0.1023)	-0.3382* (0.1249)	0.1391 (0.4931)
<i>DI_{it}</i>	-0.3074* (0.0254)	-0.2285* (0.0294)	-0.1382* (0.0322)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>	0.7479* (0.0305)	0.6588* (0.0376)	0.3818* (0.0393)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0281* (0.0095)	0.0221** (0.0100)	0.0016 (0.0143)
<i>DEBT_{it}</i>	0.2925* (0.0380)	0.5480* (0.0473)	0.4182* (0.1256)
<i>DIV_{it}</i>	1.1777* (0.0619)	1.2618* (0.1291)	-0.3389*** (0.2216)
<i>PROF_{it}</i>	-0.0197* (0.0054)	-0.0382* (0.0047)	0.1689* (0.0291)
<i>z₁</i>	2266.51 (6)	1487.60 (6)	317.77 (6)
<i>z₂</i>	251.26 (7)	43.58 (7)	17.32 (7)
<i>z₃</i>	8.62 (9)	27.38 (9)	3.33 (9)
<i>m₁</i>	-6.17	-6.19	-3.85
<i>m₂</i>	0.30	-1.48	0.44
Hansen	210.84 (227)	213.10 (198)	170.91 (187)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

III.5.6. Diversificación y Heterogeneidad Sectorial

Finalmente, se analizan los resultados de los modelos que incluyen el efecto sectorial en la relación de la diversificación y valor de mercado. En la columna I de la

tabla III.12 se encuentran los resultados del modelo propuesto por Santalo y Becerra (2008) que incluye la variable de logaritmo del número de empresas especializadas (NSC_{it}), variable clave en su estudio. Un incremento en el número de empresas especializadas tiene un gran efecto en los resultados de empresas diversificadas cuando hay pocas empresas especializadas en el sector, y viceversa. La función logarítmica captura esta no linealidad.

El coeficiente de la *dummy* de diversificación es positivo y significativo (0.0982). Por el contrario, el coeficiente de la interacción entre la *dummy* de diversificación y el promedio ponderado del número de compañías especializadas es negativo y significativo (-0.0743). En la Figura III.1 se muestra este efecto. Claramente, la diversificación crea valor cuando hay pocas empresas especializadas, y a medida que los sectores son dominados por compañías especializadas esta prima se convierte en un descuento. Específicamente, un incremento del 100% en el promedio ponderado del número de empresas especializadas (NSC_{it}) en los sectores en los cuales participa una empresa diversificada se convierte en una disminución del 5%¹⁶ en el exceso de valor. Las variables de control introducidas en el modelo mantienen el mismo efecto discutido en el modelo básico y el de oportunidades de crecimiento. Estos resultados apoyan la hipótesis H_3 sobre la heterogeneidad sectorial. En general, estos resultados corroboran la importancia de considerar variables sectoriales en el estudio del fenómeno de la diversificación. Asimismo, arrojan luz para comprender que el efecto de la diversificación no es homogéneo a través de los sectores del mercado. Con la finalidad de profundizar un poco más en el estudio de la concentración de competidores especializados el presente trabajo modifica el modelo estimado por Santalo y Becerra (2008). Dos cambios se realizan, primero la variable del número de competidores

¹⁶ El 5% es el resultado de multiplicar $0.0743 * \log(2)$, datos provenientes de la tabla III.12.

especializados se convierte en una *dummy* que segmenta la muestra en empresas participando en sectores dominados por compañías especializadas y en empresas participando en sectores no dominados por éstas¹⁷. En segundo lugar, se utiliza el índice Herfindahl de diversificación y se introduce al modelo la variable de oportunidades de crecimiento (GOD_{it}).

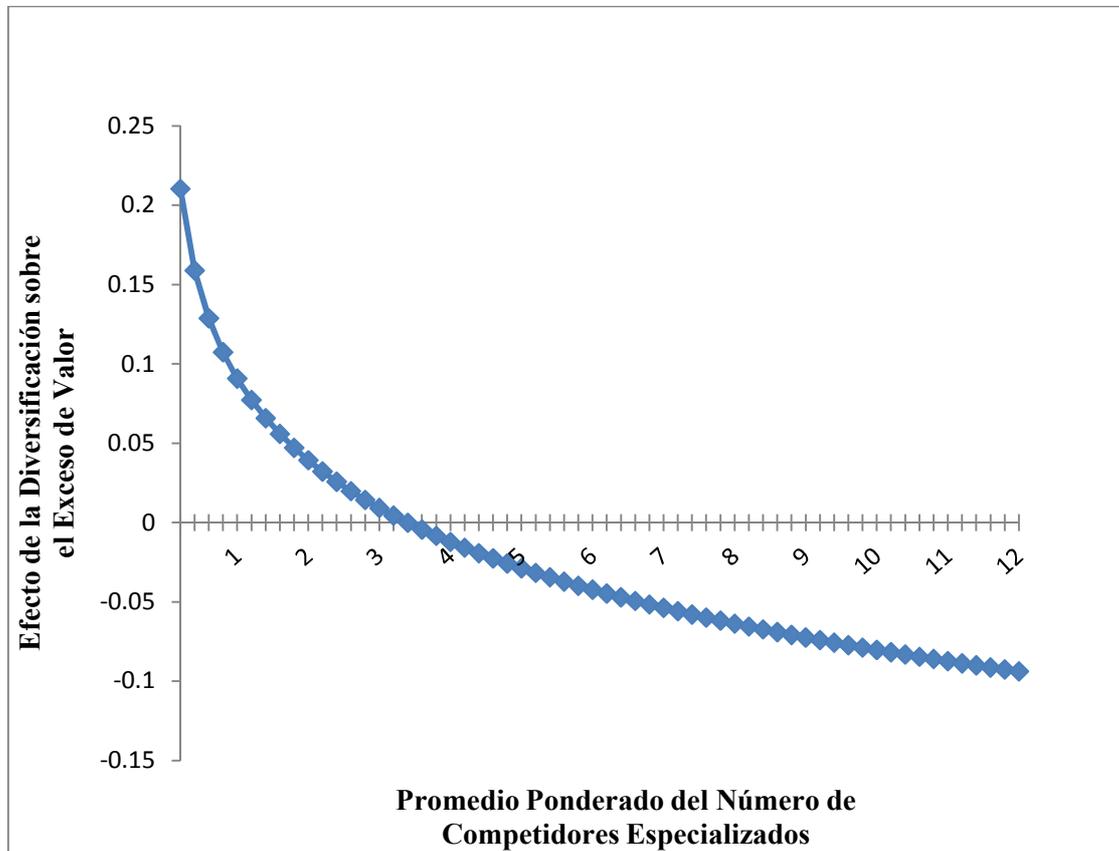
Tabla III.12 Estimación del Modelo con Heterogeneidad Sectorial y Oportunidades de Crecimiento

Variable	I (Heterogeneidad Sectorial)	II (Oportunidades de Crecimiento)
<i>Constante</i>	-0.4216* (0.0908)	-0.2273* (0.0177)
<i>DI_{it}</i>	0.0982* (0.0398)	-0.2309* (0.0082)
<i>DI_{it}_NSC_{it}</i>	-0.0743* (0.0211)	-0.0813* (0.0044)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>		0.4188* (0.0065)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0339* (0.0076)	0.0098* (0.0014)
<i>CEX_{it}</i>	0.1440* (0.0019)	
<i>DEBT_{it}</i>		0.4183* (0.0079)
<i>DIV_{it}</i>		0.6294* (0.0121)
<i>PROF_{it}</i>	0.0688* (0.0061)	0.0560* (0.0034)
<i>z₁</i>	1281.81 (4)	2000.86 (7)
<i>z₂</i>	76.51 (7)	8298.78 (7)
<i>z₃</i>	7.75 (9)	271.50 (9)
<i>m₁</i>	-9.61	-9.49
<i>m₂</i>	-0.22	-0.40
Hansen	369.41 (263)	439.34 (349)

¹⁷ La variable *dummy* ($NSCD_{it}$) se construye a partir de la media del número de competidores especializados (NSC_{it}). Asignando 1 para las empresas que participan en sectores con un número de empresas especializadas por encima de su media y 0 en el caso de que se encuentren en sectores en los cuales el número de competidores especializados está por debajo de la media.

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asíntóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asíntoticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

Figura III.3 Efecto de la Diversificación sobre el Exceso de Valor



En la figura III.1 se muestra el efecto de la diversificación sobre el exceso de valor como una función del número de empresas especializadas en el sector. Esta figura ha sido construida usando los datos del modelo estimado en la columna I de la tabla III.12: $y = 0.0908 - 0.0743 \log x$, donde y es el efecto de la diversificación sobre el valor de mercado y x es el número de competidores especializados.

Los resultados de este modelo se pueden observar en la columna II de la tabla III.12. En este modelo se analiza el efecto conjunto de la concentración de competidores especializados y las oportunidades de crecimiento en el valor de la diversificación. El efecto de la diversificación en sectores dominados por competidores especializados y un nivel alto de oportunidades de crecimiento es positivo y significativamente distinto de cero $[-0.2309 + (-0.0813) + 0.4188 = 0.1066]$. Sin embargo, las empresas con un bajo nivel de oportunidades en esos mismos sectores presentan un marcado descuento $[-0.2309 + (-0.0813) = -0.3122]$. Ahora analicemos el efecto de la diversificación en los sectores que no son dominados por las compañías especializadas. En estos sectores las empresas que gozan de altas oportunidades de crecimiento exhiben una prima de diversificación $[-0.2309 + 0.4188 = 0.1879]$, en tanto que sus contrapartes, con bajas oportunidades son descontadas por el mercado (-0.2309) . Es interesante observar que cuando las empresas gozan de un buen nivel de oportunidades de crecimiento el participar en sectores dominados o no por competidores especializados no parece tener un efecto relevante. Sin embargo, la prima obtenida por esta clase de empresas es mayor cuando se compite en sectores en los cuales hay un bajo número de empresas especializadas (0.1879) . Todo lo contrario ocurre cuando las empresas no tienen buenas oportunidades de inversión. Estos resultados confirman la hipótesis $H_{3.a}$. Las empresas que emprenden una estrategia de diversificación deben evaluar si poseen aun oportunidades para expandirse en nuevos segmentos de tal forma que puedan gozar de las ventajas de economías de escala, poder de mercado y obtención de sinergias. Si esto no es considerado las empresas multi-segmento tendrán que asumir fuertes costes en relación con las empresas especializadas.

**Tabla III.13 Estimación del Modelo con Heterogeneidad Sectorial y
Oportunidades de Crecimiento por Fases del Ciclo de Vida**

Variable	I Crecimiento	II Estabilidad/ Madurez	III Renovación/ Declive
<i>Constante</i>	-0.1795* (0.1569)	-0.6409* (0.0049)	0.2766 (0.4586)
<i>DI_{it}</i>	-0.4796* (0.0149)	-0.2953* (0.0022)	-0.1825* (0.0651)
<i>DI_{it}_NSC_{it}</i>	0.0935* (0.0090)	-0.2847* (0.0005)	-0.0525 (0.1033)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>	0.9971* (0.0114)	0.1126* (0.0011)	0.2109** (0.0938)
<i>SIZE_{it}</i>	-0.0057* (0.0017)	0.0497* (0.0003)	-0.0328** (0.0131)
<i>DEBT_{it}</i>	0.3384* (0.0110)	0.4668* (0.0029)	0.2294*** (0.1243)
<i>DIV_{it}</i>	1.2592* (0.0220)	1.8221* (0.0033)	-0.5459** (0.2292)
<i>PROF_{it}</i>	0.0264* (0.0027)	-0.0150* (0.0026)	0.0349*** (0.0188)
<i>z₁</i>	47000.51 (6)	41000.60 (6)	172.48 (6)
<i>z₂</i>	33201.87 (7)	26000.58 (7)	20.25 (7)
<i>z₃</i>	474.14 (9)	79942.79 (9)	3.12 (9)
<i>m₁</i>	-6.07	-4.67	-4.47
<i>m₂</i>	0.10	-1.41	0.37
Hansen	212.27 (255)	247.27 (227)	202.12 (201)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla III.3. La definición de las variables se encuentra en la tabla III.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asíntoticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asíntoticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asíntoticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

Como se ha estudiado en el presente trabajo, las oportunidades de crecimiento varían conforme las empresas recorren su ciclo de vida. Por esta razón se estima el modelo anterior para cada fase del ciclo de vida. En la columna I de la tabla III.13 se

presentan los resultados para la fase de *crecimiento*. Las empresas que participan en sectores dominados por competidores especializados y que tienen altas oportunidades de crecimiento son valorados positivamente por el mercado [$-0.4796 + 0.0935 + 0.9971 = 0.6110$]. Por el contrario, las empresas con bajas oportunidades participando en los mismos sectores sufren un marcado descuento [$-0.4796 + 0.0935 = -0.3861$]. El efecto de la diversificación para las compañías presentes en sectores dominados por empresas multi-segmento con un buen nivel de oportunidades de inversión es positivo y significativamente diferente de cero [$-0.4796 + 0.9971 = 0.5175$]. En tanto que para las empresas que no gozan de un buen nivel de oportunidades el efecto es negativo (-0.4796). Nuevamente, los resultados confirman el efecto atenuante de las oportunidades de crecimiento para las empresas que participan en sectores dominados por competidores especializados. En concreto, el número de empresas especializadas en los sectores no afecta negativamente a las compañías diversificadas que tienen altas oportunidades de crecimiento.

Para la fase de *estabilidad/madurez* los resultados se presentan en la columna II. En los sectores dominados por competidores especializados el efecto de la diversificación es negativo tanto para las empresas con altas oportunidades [$-0.2953 + (-0.2847) + 0.1126 = -0.4674$] como para las compañías con bajas oportunidades [$-0.2953 + (-0.2847) = -0.5800$]. En el caso de los sectores dominados por compañías multi-segmento, los resultados son similares. Las empresas con altas oportunidades de crecimiento tienen también un descuento [$-0.2953 + 0.1126 = -0.1827$] y el descuento para sus contrapartes, con bajas oportunidades de inversión es de -0.2953 . Cabe señalar que a pesar de que en esta fase las oportunidades de crecimiento no provocan una prima de diversificación el descuento obtenido sí es menor para aquellas empresas que tienen

altas oportunidades de crecimiento y participan en sectores en los cuales hay pocas empresas especializadas (-0.1827).

Finalmente, los resultados para la fase de *renovación/declive* son similares a los obtenidos en la fase de *madurez*. En los sectores dominados por jugadores especializados el efecto de la diversificación es negativo para ambos grupos de empresas, con altas y bajas oportunidades de crecimiento. Para las empresas con altas oportunidades el efecto es negativo $[-0.1825 + (-0.0525) + 0.2109 = -0.0241]$. Mientras que este efecto para empresas con bajas oportunidades es también negativo $[-0.1825 + (-0.0525) = -0.2350]$. Para los sectores con pocos competidores especializados y altas oportunidades de crecimiento positivo pero no significativo $[-0.1825 + 0.2109 = 0.0284]$, caso contrario para las compañías con bajas opciones de inversión (-0.1825). La pequeña prima (0.0284) obtenida para el grupo de empresas en sectores dominados por compañías multi-segmento y con altas oportunidades de inversión podría deberse a que en esta fase hay la menor concentración de empresas especializadas.

El efecto moderador de las oportunidades de crecimiento nuevamente se confirma, esta vez en conjunto con la variable sectorial (número de competidores especializados). Los resultados obtenidos en este apartado, en su conjunto, confirma que la relación entre estrategia de diversificación y valor de mercado es más compleja de lo anteriormente estudiado.

III.6. Conclusiones

En este capítulo investiga como las oportunidades de crecimiento y el ciclo de vida afectan la relación entre la diversificación y la valuación del mercado de las

empresas. Para cumplir con este objetivo, en primer lugar determinamos el ciclo de vida de las empresas y encontramos que existen tres fases: crecimiento, estabilidad/madurez y renovación/declive. En la fase de crecimiento, las empresas son caracterizadas por grandes oportunidades de crecimiento, la media de competidores especializados más alta, el menor índice de diversificación y el menor nivel de deuda. En la fase de estabilidad/madurez, las empresas tienen el más bajo nivel de oportunidades de crecimiento, exceso de valor positivo, la más alta concentración de empresas especializadas, el mayor nivel de deuda y reparten en media menos dividendos. Las empresas de la etapa de renovación/declive tienen un nivel intermedio de oportunidades de crecimiento, un exceso de valor negativo pero no el de mayor descuento, los índices de diversificación más elevados de los tres clusters y la menor concentración de empresas especializadas. Los resultados muestran que las características financieras, concretamente las oportunidades de crecimiento, varían a través de las diferentes fases del ciclo de vida.

Posteriormente, se estiman los modelos tradicionales en el fenómeno de la diversificación utilizando un panel de la zona Euro para el periodo comprendido entre 1995 a 2006. Los resultados iniciales apoyan una destrucción de valor por parte de la diversificación. Sin embargo, una vez que el modelo básico es modificado para considerar las oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo para las empresas que gozan de un alto nivel de oportunidades de crecimiento. En síntesis, el descuento de diversificación puede ser explicado, en parte, por la diferencia en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y especializadas.

Más interesante aun, es observar que este efecto se mantiene a través de las fases del ciclo de vida de las empresas. No obstante, la mayor prima de diversificación se da en las empresas con altas oportunidades de inversión en la fase de crecimiento. Por otro

lado, aunque las empresas en la fase de madurez tienen una prima esta es menor en relación con aquellas empresas de la fase de crecimiento. Este resultado puede ser derivado del argumento que las empresas diversificadas han ejercido sus opciones de crecimiento mediante la propia diversificación y el paso del tiempo.

Finalmente, se ha obtenido evidencia del efecto sectorial en la relación diversificación-valor de mercado. Dejando en evidencia que el número de empresas especializadas pueden afectar los resultados de las empresas diversificadas. Es decir, en sectores en los cuales el número de competidores especializados es muy grande las empresas diversificadas obtienen un descuento, por el contrario en los sectores con pocos competidores especializados el efecto de la diversificación es positivo. Aun más importante, los resultados proporcionan apoyo al efecto moderador en esta relación. En los sectores dominados por empresas especializadas si las empresas diversificadas tienen altas oportunidades de crecimiento no se ven afectadas por este fenómeno.

Los resultados obtenidos corroboran la complejidad del fenómeno de diversificación y apoyan los argumentos de creación de valor. Toda empresa que considere llevar a cabo una estrategia de diversificación debería analizar cuáles son sus oportunidades de crecimiento, en qué fase del ciclo de vida se encuentra y la concentración de empresas especializadas en el sector de interés.

En definitiva, los resultados obtenidos de los modelos de valor en empresas diversificadas de la zona Euro estudiados en este capítulo ponen en evidencia que la diversificación puede ser una estrategia que crea valor. En este sentido, dichos modelos ameritan un mayor análisis y consideramos que una variable clave que puede coadyuvar a robustecer estas relaciones es la estructura de gobierno que las empresas mantienen a lo largo de su vida.

CAPÍTULO IV

ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO Y ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN

IV.1. Introducción

La evidencia empírica sobre el *descuento de diversificación* es amplia y robusta como se ha expuesto en el capítulo uno (Weston, 1970; Lewellen, 1971; Chandler, 1977; Bemheim y Winston, 1990; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Comment y Jarrell, 1995; Tirole, 1995; Rajan et al. 2000; Lamont y Polk, 2002). En el corazón del debate de este fenómeno se encuentra cuál es la motivación de la diversificación. Los estudios proponen principalmente dos vertientes: conflictos de agencia y persecución de una estrategia racional a través del aprovechamiento de oportunidades de crecimiento. En este sentido, la literatura financiera apoya sus conclusiones en la existencia de conflictos de agencia entre los propietarios y los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1989; Denis, Denis y Sarin, 1997; Lins y Servaes, 1999; Beiner y Schmid, 2005). La teoría de la agencia argumenta que los directivos diversifican sus empresas más en beneficio de sus propios intereses que en lugar de la maximización del valor de los accionistas. Los directivos podrían diversificar para obtener prestigio, poder, mayor nivel de compensación, disminución de su riesgo profesional (Amihud y

Lev, 1981; Jensen, 1986; Jensen y Murphy, 1990; Stulz, 1990). Por otro lado, los accionistas tienen derecho a establecer mecanismos para monitorear las actividades y limitar los comportamientos oportunistas por parte de los directivos (Jensen y Meckling, 1976, Gedajlovic y Shapiro, 1998). Este tipo de mecanismos son llamados *gobierno corporativo*. Tradicionalmente, el gobierno corporativo se define como el conjunto de relaciones mediante las cuales los grupos con intereses en la empresa (accionistas y administradores), establecen y controlan la dirección estratégica y los resultados de la misma (Eiteman, Stonehill y Moffet, 2007). Los mecanismos de gobierno corporativo se clasifican según su carácter, interno o externo, a la empresa.

En este contexto, los mecanismos internos y externos se han identificado como un medio eficaz que contribuye a reducir el conflicto de intereses entre el agente y el principal en las empresas (Brickley et al. 1997; Conyon y Peck, 1998; Jensen y Meckling, 1976; Singh y Harianto, 1989). Los mecanismos internos son: los consejos de administración (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), la concentración de la propiedad (Cubbin y Leech, 1983; Leech y Leahy, 1991), contratos de incentivos (Jensen y Meckling, 1976), endeudamiento (Grossman y Hart, 1982; Jensen, 1986) y los dividendos (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Los mecanismos externos son: el mercado de control corporativo (Grossman y Hart, 1980), competencia en los mercados de productos (Hart, 1983) y de trabajo (Fama, 1980), los mercados de capitales (Jensen, 1991; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1996) y la protección legal del inversor (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2002). Ahora bien, los modelos de gobierno pueden diferir de un país a otro, debido a que el grado de protección legal de los inversionistas y el nivel de cumplimiento de las normas legales difiere entre los países (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999).

La relación entre estos mecanismos y el valor de la empresa aún no es concluyente (Agrawal y Knoeber, 1996; Baliga, et al. 1996; Bloom y Milkovich, 1998; Core, et al. 1999; Dalton, et al. 1998; Evans y Weir, 1995; Hermalin y Weisbach, 1991; Jensen y Murphy, 1990; Kren y Kerr, 1997; Kosnik y Bettenhausen, 1992). Por un lado, los estudios muestran una relación significativa entre las estructuras de gobierno y el valor de mercado de las empresas (Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Bauer, Günster y Otten, 2004; Gompers, Ishii, y Metrick, 2003; Nandelstadh y Rosenberg, 2003). Asimismo, la evidencia también es negativa e incluso inexistente (Demsetz y Lehn, 1985).

Nuestro objetivo es el estudio de los mecanismos internos de gobierno, específicamente, la estructura de propiedad en las empresas diversificadas. La finalidad es dilucidar el por qué empresas diversificadas a pesar de tener estructuras óptimas de gobierno pueden o no ser descontadas por el mercado.

En este sentido, si la estrategia de diversificación es el resultado de problemas de agencia dentro de la empresa, entonces se debería observar diferencias significativas entre las estructuras de gobierno de empresas diversificadas y especializadas. Porque mecanismos de gobierno débiles permitan a los directivos llevar a cabo la diversificación a pesar de sus costes (Anderson, Bates, Bizjal, y Lemmon, 2000).

Para alcanzar el objetivo de este capítulo el trabajo se estructura de la siguiente forma: primeramente se analiza la relación entre la estrategia de diversificación y la propiedad directiva, así como con la concentración de la propiedad. Posteriormente, se realiza un análisis de la muy reciente literatura del ciclo de vida del gobierno corporativo. De acuerdo con este orden de ideas, se proponen los modelos econométricos y se describen los datos y metodología utilizada. Finalmente, se presentan los resultados y conclusiones del capítulo.

IV.2. Marco Teórico e Hipótesis

IV.2.1. Problemas de Agencia en la Diversificación Corporativa

La separación de la propiedad y el control en las empresas puede causar comportamientos oportunistas por parte de los directivos, lo que se traduce en una destrucción del valor de mercado de las compañías (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986, 1993). Al tener una mayor discrecionalidad los directivos pueden llevar a cabo estrategias de sobreinversión, por ejemplo mediante la diversificación (Jensen, 1986, 1988).

La Teoría de la Agencia predice que los directivos 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 literatura financiera ha resumido los motivos que llevan a los directivos a diversificar en: incremento de compensaciones (Jensen y Murphy, 1990), poder y prestigio (Jensen, 1986); reducción del riesgo asumido por los agentes (Amihud y Lev, 1981); atrincheramiento a través de inversiones que requieren sus habilidades particulares (Shleifer y Vishny, 1990a; 1990b), entre otros. Desde este enfoque, la diversificación es justificada por los beneficios privados y preferencias personales de los directivos.

En síntesis, la teoría de la agencia fundamenta que la motivación de la diversificación no es más que el resultado de un comportamiento oportunista de sus directivos. En este sentido, Denis, Denis y Sarin (1997) concluyen que los costes de agencia están asociados a la decisión de diversificarse. El descuento de diversificación ampliamente documentado argumenta que la diversificación destruye el valor de la

empresa, siendo su principal teoría de apoyo la Teoría de la Agencia (Weston, 1970; Lewellen, 1971; Chandler, 1977; Bemheim y Winston, 1990; Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Comment y Jarrell, 1995; Tirole, 1995; Rajan et al. 2000; Lamont y Polk, 2002; Dalton et al. 2007). Estos estudios sugieren que los costes de la diversificación superan sus beneficios. La literatura financiera también ha ocupado sus esfuerzos para poner una solución a estos conflictos de intereses. En este sentido, para asegurar que los intereses de los propietarios y de los directivos estén alineados la literatura sugiere la implementación de mecanismos de control, tales como el consejo de administración, contratos de compensaciones, estructura de propiedad y el mercado laboral, entre otros.

La revisión de la literatura confirma que la estructura de propiedad tiene importantes implicaciones para el gobierno corporativo y para la rentabilidad (Short, 1994; Shleifer y Vishny, 1997; Dalton et al. 2007), siendo los principales mecanismos de control la concentración de la propiedad (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Leech y Leahy, 1991, Lozano, Miguel y Pindado 2004) y la participación accionarial de los gestores (Stulz, 1988; Morck, Shleifer y Vishny, 1988; McConnell y Servaes, 1990, Lozano Miguel y Pindado 2005).

El presente estudio se centra en el análisis de la propiedad directiva y la concentración de propiedad en las empresas diversificadas. En este sentido, la propiedad directiva es alcanzada por el incremento de propiedad en la empresa, y por la asignación de acciones de la empresa a sus directivos. De este modo, la literatura financiera muestra que pueden ocurrir dos efectos opuestos en la implementación de este mecanismo. Por un lado, la correlación entre propiedad directiva y el valor de la empresa es positivo debido a que los directivos asumen los costes de sus acciones al tener una participación accionaria de la empresa, *hipótesis de alineación de intereses*,

(Jensen y Meckling, 1976). Por el contrario, conforme el directivo tienen una mayor participación accionaria en la organización obtiene mayor poder de voto y puede pasar por alto los intereses de otros accionistas, *hipótesis de atrincheramiento*, (Jensen y Meckling, 1976).

Los mecanismos basados en la estructura de propiedad se han puesto en práctica desde décadas para lograr el objetivo de alinear los intereses de los gestores y de los propietarios. Específicamente, para el caso de las empresas diversificadas la evidencia empírica en esta línea es también opuesta. Por ejemplo, Anderson et al. (2000), concluyen que los mecanismos internos de gobierno no están relacionados con el descuento de diversificación. De la misma forma, Rose y Shepard (1997), argumentan que los CEO's de las empresas diversificadas tienen niveles más altos de compensación respecto a las empresas especializadas, y que esta prima de compensación es más consistente con la hipótesis de correspondencia de aptitudes que con la hipótesis de atrincheramiento. De tal forma que, empresas más difíciles de gestionar tienen CEO's con un alto nivel de capacidades y aptitudes. Por su parte, Denis et al. (1997), corroboran los argumentos anteriores, debido a que no obtienen evidencia de correlación entre las estructuras de gobierno y el descuento de diversificación. El conjunto de estos argumentos sugieren que la estrategia de diversificación no es dirigida completamente por la teoría de agencia.

Por otro lado, se encuentran aquellos autores que argumentan que las diferencias en las estructuras de gobierno, efectivamente, pueden explicar el descuento que sufren las empresas diversificadas. Liebeskind y Opler (1994) señalan que las empresas que cotizan públicamente son más diversificadas que las empresas no cotizadas. Los autores concluyen que el bajo grado de diversificación en las empresas no cotizadas es el resultado de menores costes de agencia asociados a estructuras de propiedad

concentradas. Asimismo, el grado de ocupación de los consejeros está inversamente relacionado con el valor de la empresa. Es decir, empresas en las cuales los miembros de su consejo participan simultáneamente como consejeros externos en otras empresas sufren un pronunciado descuento de diversificación (Jiraporn; Kim y Davidson, 2008). Por otra parte, la protección de los derechos de los accionistas también ha sido un mecanismo estudiado en las empresas diversificadas. Un mayor nivel de protección de los derechos de los accionistas está inversamente relacionado a la probabilidad de diversificar, las empresas en las cuales los derechos de los accionistas son más suprimidos debido a estructuras de gobierno restrictivas presentan un considerable descuento de diversificación (Jiraporn, Kim, Davidson y Singh, 2006). Para el caso de Singapore, Chen y Ho (2000) no encuentran una relación significativa entre el la propiedad directiva y el nivel de diversificación.

En el caso de las empresas diversificadas este tipo de mecanismo cada vez ha tomado más relevancia. De tal forma que, en ausencia de una alineación de intereses los directivos podrían emprender proyectos con valor neto negativo, es decir sobreinvertir.

De acuerdo a los argumentos, la propiedad directiva es un mecanismo que ayuda a aliviar el conflicto de intereses entre propietarios y gestores (Lozano, Miguel y Pindado, 2005). Sin embargo, una excesiva cantidad de propiedad directiva podría tener el efecto negativo en los resultados corporativos, debido a que niveles superiores de propiedad directiva podrían permitirle a los gestores de la empresa atrincherarse. Una forma para evitar que este fenómeno se dé dentro de las corporaciones es la concentración de la propiedad. De acuerdo a Shleifer y Vishny (1986), los grandes inversionistas juegan un papel determinante, y concluyen que el precio de las acciones de las empresas incrementa conforme la proporción mantenida por estos accionistas aumenta. Actualmente, se le conoce como *hipótesis de control*, en la cual se pretende

reducir la discrecionalidad de los directivos en la toma de decisiones que afectan las inversiones. En este sentido, la concentración de la propiedad mejora los resultados de la empresa y permite un mayor control de los directivos (Agrawal y Mandelker, 1990, Lozano, Miguel y Pindado 2005). Ampliamente documentado ha sido este tópico para el mercado Anglosajón, así para el caso de Estados Unidos se concluyó una relación positiva entre productividad y grandes accionistas (Hill y Snell, 1989).

Por otra parte, la literatura también ha sostenido que no existe una relación directa entre la concentración de la propiedad y el valor empresarial (McConnell y Servaes, 1990; Leech y Leahy, 1991). Por ejemplo, Mudambi y Nicosia (1998), confirman la relación negativa entre la concentración de la propiedad y los resultados para el mercado Británico.

La anterior evidencia proporciona conclusiones contrarias y controvertido, dejando abierta la posibilidad a una relación no lineal entre concentración de la propiedad y el valor de la empresa. Es decir, que los beneficios de la concentración de la propiedad pueden exceder sus costos hacia la izquierda del punto de inflexión – y por lo tanto a mayor nivel de concentración corresponden mejores resultados- y lo opuesto podría ocurrir hacia el lado derecho del punto (Miguel, Pindado y de la Torre, 2004) Estos argumentos sostienen la *hipótesis de expropiación*. En este sentido, en algunos países el problema de la agencia se da entre propietarios mayoritarios y accionistas minoritarios, en lugar de directivos y accionistas. El fenómeno de la expropiación es más probable que ocurra en empresas en las cuales los grandes accionistas están presentes (Faccio y Lang, 2002). En definitiva, el fenómeno de la expropiación agrava el conflicto de agencia y reduce el valor de mercado de las empresas.

De acuerdo a la literatura anterior, se considera que las empresas deben establecer mecanismos internos de gobierno para evitar actos oportunistas por parte de

sus gestores. Un buen equilibrio de estos mecanismos redundará en mayor valor de mercado para las compañías. En este sentido, la teoría de agencia argumenta que la diversificación es el resultado de este tipo de actos. Una de las maneras en las que se puede resolver el conflicto de intereses entre propietarios y gestores es mediante la propiedad directiva y la concentración de propiedad, según se establece en los estudios anteriormente revisados. De este modo, se considera que las empresas diversificadas que implementen la propiedad directiva, sin llegar al nivel de atrincheramiento, y ejerzan un adecuado control tendrán una buena estructura de gobierno corporativo. Por ende tendrán mayor probabilidad de aliviar estos conflictos. En tal virtud:

H_{4.a.}: El efecto de la diversificación en las empresas con una estructura de gobierno corporativo eficiente será positivo.

H_{4.b.}: El efecto de la diversificación en las empresas con una estructura de gobierno corporativo ineficiente será negativo.

Si bien, la teoría de la agencia ha permitido una gran comprensión del impacto de la estrategia de diversificación sobre el valor de las organizaciones y ha permitido establecer los mecanismos más idóneos para prevenir los posibles comportamientos oportunistas por parte del agente, los resultados obtenidos en el capítulo III revela que no siempre la estrategia de diversificación destruye el valor de mercado de las empresas. Esto se debe principalmente a las oportunidades de crecimiento que tienen las empresas en cada una de las fases de su ciclo de vida. El capítulo anterior nos ha permitido comprender que cuando se estudia la relación estrategia de diversificación-valor de la empresa es de vital importancia considerar el efecto moderador de las oportunidades de crecimiento (Ferris et al., 2002; Chevalier, 2000; Bernardo et al., 2000; Andres, Fuente

y Velasco, 2012; Hund, Monk y Tice, 2012). Por lo anterior, es interesante analizar si los mecanismos internos estudiados en este capítulo pueden verse afectados por la introducción de esta variable moderadora en los modelos propuestos. Por estos motivos, en el presente capítulo en los modelos econométricos planteados se considerará la variable de oportunidades de inversión (GOD_{it}). En tal virtud:

H_{4.c.}: El efecto de la diversificación en las empresas con altas oportunidades de crecimiento y una estructura de gobierno corporativo eficaz/ineficaz será positivo.

H_{4.d.}: El efecto de la diversificación en las empresas con bajas oportunidades de crecimiento y una estructura de gobierno corporativo eficaz/ineficaz será negativo.

IV.2.2. Influencia del Ciclo de Vida en el Gobierno Corporativo

De acuerdo con la teoría del ciclo de vida, el cambio en una empresa es inminente y constante conforme crece y evoluciona en su estructura (Downs, 1967; Scott, 1971; Greiner, 1972; Torbert, 1974; Lyden, 1975; Lavoie y Culbert, 1978; Neal, 1978; Adizes, 1979; Kimberly, 1979; Miles, 1980; Quinn y Cameron, 1983; Miller y Friesen, 1984). En este sentido, las empresas pueden diferenciarse según la etapa del ciclo de vida en la cual se encuentren. Así por ejemplo, las empresas pueden perseguir distintos tipos de estrategias en cada una de las fases de su ciclo de vida (Lichtenstein y Lyons, 2008). Por su parte, el enfoque basado en el conocimiento del gobierno reconoce la importancia del contexto estratégico y la relevancia de diferentes tipos de conocimiento en diferentes etapas del ciclo de vida de la empresa (Zahra y Filatotchev

2004). *Si cuando evoluciona una empresa a través de su ciclo, evolucionan con ella su estructura estratégica y financiera, entonces se espera que sus mecanismos regulatorios evolucionen también para poder asegurar su función adecuadamente dentro de la empresa.* En este sentido el gobierno corporativo se ha estudiado desde una perspectiva económica y financiera sin tomar en consideración la dinámica a la cual toda entidad es sujeta debido al proceso natural de evolución, que es el cambio. Desde este punto de vista, el gobierno corporativo puede necesitar ser comprendido como un sistema dinámico que puede cambiar conforme las empresas evolucionan sobre sus etapas.

Específicamente, la evolución de la empresa es acompañada por cambios en la estructura de propiedad, composición de la junta, el grado de implicación del fundador, entre otras. Estos argumentos sugieren que los cambios en las dinámicas estratégicas de la empresa y su gobierno corporativo están inter-vinculados, y el ciclo de vida de la empresa puede ir mano a mano con los cambios dramáticos en su sistema de gobierno (Filatotchev y Wright, 2005). La rapidez con la cual una empresa adapte sus mecanismos de gobierno a su entorno será crucial para supervivencia (Lichtenstein y Lyons, 2008).

Este enfoque es relativamente nuevo, por lo que existen muy pocos estudios que exploren la evolución del gobierno corporativo en el ciclo de vida de la empresa (Lynall, Golden, y Hillman, 2003; Zahra y Filatotchev, 2004; Filatotchev, Toms, y Wright, 2005; Chen, Dyball y Wright, 2009; Elsayed, 2009). La mayoría de estos estudios son más teóricos que empíricos (Lynall, Golden, y Hillman, 2003; Zahra y Filatotchev, 2004; Filatotchev, Toms, y Wright, 2005). Así por ejemplo, Lynall et al. (2003), argumentan que la composición del consejo y, consecuentemente los resultados de la empresa son una función de las etapas del ciclo de vida de la empresa y el poder relativo de los CEO's. La estructura de liderazgo del consejo de administración también

ha sido sujeta a la hipótesis de un ciclo de vida del gobierno corporativo, los resultados corroboran esta hipótesis, determinan que la estructura de liderazgo varía con el tamaño, la edad y la estructura de propiedad de la empresa (Elsayed, 2009). Por su parte, Huse y Zattoni (2008) concluyen que existe una relación entre el comportamiento de la junta y las etapas del ciclo de vida de las empresas. Sin embargo, para el caso de la empresa diversificada no existen estudios que exploren esta línea de investigación.

En el capítulo III se realizó una revisión de las etapas del ciclo de vida, concluyendo que las empresas en cada una de estas etapas: crecimiento, madurez y renovación/declive, tienen una combinación de características financieras específica. Asimismo, se observó que en la etapa de crecimiento es cuando más oportunidades de inversión tienen las empresas. De acuerdo a estos resultados es lógico esperar que sus estructuras de gobierno corporativo tengan que evolucionar de acuerdo a estos perfiles. En este sentido, y para el caso de las empresas diversificadas, se ha dado por sentado que la teoría de la agencia es aplicable a cualquier etapa del ciclo, pero en realidad, esta teoría puede no explicar todo el fenómeno. Morroni (2007) hace la siguiente pregunta *“deberían las empresas ser gestionadas de la misma manera cuando experimentan diferentes etapas del ciclo de vida”*, o por el contrario, *“debería haber un sistema de gobierno corporativo para las empresas a través de su ciclo de vida”*. En este contexto, Filatotchev, et. al. (2006) rechaza la idea de un sistema de gobierno universal. De hecho, los negocios cambian rápidamente, diferentes empresas (en diferentes etapas del ciclo) necesitan adaptarse para desafiar su entorno, y una manera de hacerlo es adaptando sus estructuras de gobierno corporativo, construido sobre la comprensión de su posición en el ciclo de vida y con el objetivo de incrementar su ventaja competitiva.

Por su parte, el enfoque basado en el conocimiento del gobierno reconoce la importancia del contexto estratégico y la relevancia de diferentes tipos de conocimiento

en diferentes etapas del ciclo de vida de la empresa (Zahra y Filatotchev 2004). Si cuando evoluciona una empresa a través de su ciclo, evolucionan con ella su estructura estratégica y financiera, entonces se espera que sus mecanismos regulatorios evolucionen también para poder asegurar su función adecuadamente dentro de la empresa. En este sentido, el gobierno corporativo se ha estudiado desde una perspectiva económica y financiera sin tomar en consideración la dinámica a la cual toda entidad es sujeta debido al proceso natural de evolución, que es el cambio. Desde este punto de vista, el gobierno corporativo puede necesitar ser comprendido como un sistema dinámico que puede cambiar conforme las empresas evolucionan sobre sus etapas.

Específicamente, la evolución de la empresa es acompañada por cambios en la estructura de propiedad, composición de la junta, el grado de implicación del fundador, entre otras. Estos argumentos sugieren que los cambios en las dinámicas estratégicas de la empresa y su gobierno corporativo están inter-vinculados, y el ciclo de vida de la empresa puede ir mano a mano con los cambios dramáticos en su sistema de gobierno (Filatotchev y Wright, 2005). La rapidez con la cual una empresa adapte sus mecanismos de gobierno a su entorno será crucial para supervivencia (Lichtenstein y Lyons, 2008).

En síntesis, el objetivo de este epígrafe es *arrojar luz sobre cómo cambian los mecanismos internos de gobierno en las fases de: crecimiento, madurez y renovación/declive.*

IV.3. Modelos Empíricos

Para investigar el efecto de las estructuras de gobierno corporativo en las empresas diversificadas se proponen los siguientes modelos econométricos.

$$EV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \lambda_1 IOD_{it} + \gamma_1 OCD_{it}) DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

La variable dependiente, EV_{it} representa el exceso de valor. La variable DI_{it} es el índice Herfindahl de diversificación, variable clave de todos los modelos. Con la finalidad de corroborar la robustez de los resultados se ha construido otra variable de diversificación en base al Índice de Entropía Total IE_{it} . Los mecanismos internos de gobierno estudiados en el presente capítulo son la propiedad directiva, para ellos se ha obtenido información de la propiedad directiva y la concentración de la propiedad. La propiedad directiva, IOD_{it} , es una variable dummy construida a partir de los puntos de corte obtenidos en el estudio de Miguel, Pindado y Torre (2004). En el cual estudian el impacto de la estructura de propiedad para las empresas Españolas¹⁸. En este sentido, IOD_{it} , toma el valor de 1 cuando hay una convergencia de intereses entre los propietarios y los directivos y el valor de 0 cuando los directivos se atrincheran. La concentración de propiedad, OCD_{it} , es una variable dummy que toma el valor 1 cuando existe control por parte de los grandes accionistas y el valor 0 cuando los grandes accionistas expropian la riqueza de los accionistas minoritarios.

Las variables de control consideradas en el presente modelo han sido comúnmente usadas en el estudio de la diversificación. La estrategia de diversificación ha sido asociada a un mayor tamaño empresarial, por ello se incluye la variable $SIZE_{it}$ que es el tamaño de la empresa, y $PROF_{it}$ es el ratio de rentabilidad.

En este sentido, si la estrategia de diversificación es el resultado de problemas de agencia se espera que las empresas con un estructura de gobierno eficiente tengan una

¹⁸ En su estudio Miguel, Pindado y Torre (2004) obtienen dos puntos de corte para la propiedad directiva. Alineación de intereses cuando la propiedad está por debajo del 35% y por encima del 70%. Por el contrario, para el atrincheramiento el rango de valores está entre el 35% y el 70% de propiedad. Para la concentración de propiedad obtienen solamente un punto de corte que es por debajo del 87% para la hipótesis de control y más del 87% de propiedad se da el fenómeno de la expropiación. De esta forma se logra captar el efecto no lineal de la estructura de propiedad que ha sido extensamente documentado en la literatura financiera.

prima, que estará representado por $(\beta_1 + \lambda_1 + \gamma_1)$ mientras que este impacto es medido por (β_1) para las empresas con estructuras de gobierno ineficientes.

Los resultados obtenidos en el estudio del capítulo III dejan en claro la importancia de incluir en los modelos de diversificación el nivel de oportunidades de crecimiento para las empresas diversificadas. Porque el descuento de diversificación se torna en prima una vez considerada esta variable proponemos el modelo [2], en el cual se toma en consideración las diferencias en oportunidades de crecimiento conjuntamente con las variables de estructura de propiedad.

$$EV_{it} = \beta_0 + (\beta_1 + \lambda_1 IOD_{it} + \gamma_1 OCD_{it} + \delta_1 GOD_{it}) DI_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

La variable dependiente, EV_{it} representa el exceso de valor. La variable DI_{it} es el índice Herfindahl de diversificación, variable clave de todos los modelos. La propiedad directiva, IOD_{it} , es una variable dummy que toma el valor de 1 cuando hay una convergencia de intereses y el valor de 0 cuando los directivos se atrincheran. La concentración de propiedad, OCD_{it} , es una variable dummy que toma el valor 1 cuando existe control por parte de los grandes accionistas y el valor 0 cuando los grandes accionistas expropián la riqueza de los accionistas minoritarios. Las oportunidades de crecimiento se captan mediante la variable, GOD_{it} , que es una variable que toma el valor 1 cuando las empresas tienen altas oportunidades de crecimiento y 0 cuando tienen bajas oportunidades. Se mantienen las variables de control del modelo [1], $SIZE_{it}$ que es el tamaño de la empresa, y $PROF_{it}$ que es el ratio de rentabilidad.

Los parámetros de interés para corroborar las hipótesis H4.c. están dados por $(\beta_1 + \lambda_1 + \gamma_1 + \delta_1)$ para las empresas con una estructura de gobierno eficiente – propiedad directiva y control- y altas oportunidades de crecimiento y por $(\beta_1 + \delta_1)$

para aquellas empresas con altas oportunidades pero que tienen una estructura de gobierno ineficiente. Por lo tanto, se esperará un signo positivo y significativo para dichos parámetros. Por el contrario, para dar sustento a la hipótesis H4.d. se espera un signo negativo para los parámetros dados por $(\beta_1 + \lambda_1 + \gamma_1)$, este parámetro corresponde a las empresas con bajas oportunidades de crecimiento pero con una estructura eficiente gobierno. Finalmente, también se espera un signo negativo para el parámetro (β_1) , que se refiere al efecto de la diversificación sobre el valor de las empresas con bajas oportunidades de crecimiento y mecanismos de gobierno ineficientes.

Finalmente, para cerrar el estudio de los mecanismos internos de gobierno se estima el modelo [1] para cada una de las fases del ciclo de vida determinadas en el capítulo III. El objetivo es analizar si los mecanismos internos, específicamente la estructura de propiedad, varían a través de las distintas fases del ciclo, así como medir su impacto en el valor de las empresas.

IV.4. Muestra y Metodología

IV.4.1. Datos

Para el análisis empírico de este trabajo se ha utilizado la base de datos internacional Worldscope. La muestra ha sido conformada por países de la zona Euro. Concretamente, se ha incluido: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia y Portugal. Tres países han sido excluidos de la muestra, Grecia, Luxemburgo y Países Bajos, debido a que no proporcionaban datos suficientes para la construcción de los índices de diversificación y exceso de valor.

De acuerdo con la literatura de diversificación¹⁹ se han eliminado aquellas empresas que no tenían información sobre las ventas de sus segmentos²⁰, aquellas que no proporciona el código *SIC* a nivel de cuatro dígitos en el cual participan, las empresas que no informan su código *SIC* a nivel de cuatro dígitos para alguno de sus segmentos y las empresas cuyos activos totales y ventas están próximas a cero. Como requisito adicional las empresas deben tener disponible información sobre su capital total. Asimismo, se han eliminado las empresas del sector financiero (*SIC* 6000-6999) y las empresas *utilities* (*SIC* 4900-4999). Finalmente, se ha considerado como empresas no diversificadas aquellas que participan solamente en un segmento a nivel de 4-dígitos, y diversificadas las empresas que participan en dos o más segmentos a nivel de 4-dígitos.

De acuerdo con la metodología utilizada, una restricción más es impuesta para la inclusión de las empresas en la muestra, y es que las empresas deben tener información por lo menos para seis años consecutivos desde 1995 a 2006. Esta restricción es una condición necesaria puesto que se pierde un año en la construcción de algunas variables, un año más para la estimación de los modelos en primeras diferencias, y cuatro años consecutivos para el test de correlación serial de segundo orden (Arrellano y Bond, 1991). Por lo tanto, la muestra final es un panel incompleto con 700 empresas (4923 observaciones). En la tabla IV.1 se presenta una distribución de la muestra por países.

¹⁹ Específicamente, para la depuración de la muestra se ha seguido los lineamientos marcados en los trabajos de Berger y Ofek (1995), Campa y Kedia (2002), Villalonga (2004a) y Santalo y Becerra (2008).

²⁰ Fueron eliminados también los años en los cuales las empresas reportan una diferencia de más del 1% entre la suma de las ventas de sus segmentos y sus ventas totales.

Tabla IV.1 Distribución de la Muestra

País	Número de empresas	Porcentaje de Empresas	Número de Observaciones	Porcentaje de Observaciones
Alemania	138	37.29	968	35.49
Bélgica	12	3.24	94	3.44
España	35	9.45	258	9.46
Finlandia	48	12.97	385	14.11
Francia	44	11.89	342	12.54
Irlanda	22	5.94	169	6.19
Italia	35	9.45	242	8.87
Austria	23	6.21	179	6.56
Portugal	13	3.56	90	3.34
Total	370	100	2727	100

IV.4.2 Metodología de Estimación

La metodología utilizada para la estimación de los modelos propuestos es datos de panel. Esta metodología ha sido elegida debido a la importancia de considerar dos problemas que surgen cuando se analiza el efecto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa. Específicamente, los problemas de heterogeneidad inobservable y de endogeneidad. Primero, a diferencia del análisis de sección cruzada, datos de panel permite controlar la heterogeneidad inobservable, característica crucial en los modelos propuestos, debido a que las empresas deciden diversificarse si poseen los recursos (específicos o generales) adecuados para realizar las inversiones que mejor los exploten. Dichos recursos son específicos para cada empresa (Matsusaka, 2001; Bernardo et al. 2000; Bernardo y Chowdhry, 2002). Por lo tanto, para eliminar el riesgo de obtener resultados sesgados se ha controlado dicha heterogeneidad modelándola como un efecto individual, η_i , el cual se elimina posteriormente tomando primeras diferencias de las variables. Derivado de lo anterior, el termino error en los modelos,

ε_{it} , ha sido dividido en cuatro diferentes componentes. El primero es el efecto específico a nivel empresa, η_i . El segundo, d_t , que mide el efecto específico del tiempo a través de las variables *dummy* temporales. El tercer componente, c_i , que controla los efectos específicos a nivel país por medio de variables *dummy*. Finalmente, v_{it} es el error aleatorio.

El segundo problema que nos ha motivado para elegir la metodología de datos de panel es la endogeneidad de la decisión de diversificación realizada por las empresas y de la estructura de propiedad. En este sentido, la literatura financiera del *descuento de diversificación* ha analizado si dicho descuento es el resultado de elecciones endógenas por parte de la empresa. Diversas razones han llevado a esta conclusión, por ejemplo, Lang y Stulz (1994), argumentan que las empresas presentan un descuento antes de diversificarse. Los resultados de Graham et al. (2002) señalan que las empresas diversificadas adquieren unidades de negocios que ya presentan un descuento, por lo que reducen el valor de la empresa diversificada. Asimismo, distintos estudios argumentan que el descuento puede ser reducido, y en ocasiones convertirse en una prima, si se utilizan controles adecuados para la endogeneidad de la decisión de diversificar (Campa y Kedia, 2002; Gomes y Livdan, 2004; Villalonga, 2004a, 2004b; Santalo y Becerra, 2008). Por lo anterior, la endogeneidad puede ser un problema que ha sido controlado en los modelos propuestos en el presente trabajo. Respecto con la estructura de propiedad, el problema de la endogeneidad ha sido bien ampliamente estudiado. Desde el trabajo seminal de Demsetz (1983), el cual concluye que *la estructura de propiedad de la empresa es el resultado endógeno de la selección competitiva en la que se equilibran las ventajas y desventajas en costes para llegar a una organización equilibrada en la empresa*. Posteriormente estos argumentos fueron apoyados por las conclusiones del trabajo de Demsetz y Villalonga (2001). Desde

entonces otros muchos trabajos se han unido para corroborar estas conclusiones (Hermalin y Weisbach, 1988; Loderer y Martin, 1997; Cho, 1998; Goergen, 1998; Palia, 2001; Gugler y Weigand, 2003; Bushee, 2004; Pindado y de la Torre, 2004).

Es por ello, que los modelos han sido estimados utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM), utilizando instrumentos. En concreto, se han utilizado todas las variables del lado derecho en los modelos retardados. Al identificar las variables independientes como endógenas se toma un retardo adicional sobre la ecuación, siendo los instrumentos válidos, los retardos $t-s$ para $s \geq 2$. 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 solución planteada por Arellano y Bond (1991) de tomar como instrumentos válidos desde $t-2$.

Finalmente, se han realizado los tests de errores de especificación de los modelos. En primer lugar, se utilizó el estadístico Hansen J de sobre-identificación de restricciones con la finalidad de contrastar la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error. Segundo, se ha utilizado el estadístico m_2 , desarrollado por Arellano y Bond (1991), para contrastar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. Tercero, se ha realizado tres contrastes de Wald: z_1 , es un contraste de significación conjunta de los coeficientes; z_2 , es un contraste de significación conjunta de *dummies* temporales y z_3 , es un contraste de significación conjunta de las variables *dummy* de países.

Tabla IV.2 Definición de las Variables

Variable	Definición
<i>Exceso de Valor</i>	<p>$EV_{it} = \ln[V/I_{it}(V_{it})]$</p> <p>Donde, V_{it}, es el capital total de la empresa, $I_{it}(V_{it})$, es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa como una empresa de un solo segmento.</p> $I_{it}(V_{it}) = \sum_{i=1}^n AI_{it} * [Ind_{it}(V_{it}/AI_{it})med]$ <p>Donde, $I_{it}(V_{it})$, es el valor imputado de la suma de los segmentos de la empresa, AI_{it}, son las ventas del segmento i, $Ind_{it}(V_{it}/AI_{it})$, es la mediana del sector i del ratio del capital total a las ventas de las empresas de un solo segmento. V_{it}, es el capital total de la empresa (valor de mercado del capital común más el valor contable de la deuda).</p> <p>El logaritmo natural del ratio del valor actual de una empresa a su valor imputado es una medida de la pérdida o ganancia de valor de la diversificación. Un exceso de valor positivo indica que la diversificación incrementa el valor de los segmentos más allá que el de las empresas especializadas. Por el contrario, un exceso de valor negativo indica que la diversificación destruye el valor.</p>
<i>Diversificación</i>	<p>$HI_{it} = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$</p> <p>Donde, n, es el número de unidades de negocio de la empresa, P_i, es la proporción de las ventas de cada una las unidades de negocio respecto a las ventas totales de la empresa. Valores del índice Herfindahl (Berry, 1971) cercanos a uno indican mayor grado de diversificación y viceversa.</p> $TE_{it} = \sum_{i=1}^n P_i \ln (1/P_i)$ <p>Índice de Entropía Total, donde, P_i, es la proporción de las ventas del segmento i, el número de segmentos en los que participa la empresa está representado por n.</p>
<i>Oportunidades de Crecimiento</i>	<p>De acuerdo con la literatura sobre oportunidades de inversión (Myers, 1977; Smith y Watts, 1992; Gaver y Gaver; 1993; Baber et al. 1996) se construyen como paso previo a la <i>dummy</i> dos variables:</p> <p>a) IO_{it}, son las oportunidades de inversión construidas a partir de un factor de tres variables:</p>

	<p>$MBA_{it} = \frac{MVE_{it} + BVTA_{it} - BVE_{it}}{TA_{it}}$</p> <p>Donde MVE_{it}, es el valor de mercado del capital, $BVTA_{it}$, es el valor contable del activo total, BVE_{it}, es el valor contable del capital y TA_{it}, es el valor contable del activo total.</p> <p>$MBE_{it} = MVE_{it}/BVE_{it}$</p> <p>Donde MVE_{it}, es el valor de mercado del capital y BVE_{it}, es el valor contable del capital.</p> <p>$R\&D_{it} = RDE_{it}/TA_{it}$</p> <p>Donde RDE_{it}, es los gastos de investigación y desarrollo en el año t, TA_{it}, es el valor contable del activo total.</p> <p><i>b) De acuerdo con Adam y Goyal (2008) se comprueba la robustez de los modelos introduciendo solamente la variable MBA_{it}.</i></p> <p>Finalmente, a partir de la variable IO_{it} como el ratio MBA_{it} se construye la variable <i>dummy</i> GOD_{it}, que toma el valor 1 para aquellas empresas que tienen oportunidades de crecimiento por encima de la media y 0 aquellas empresas que tienen oportunidades de crecimiento por debajo de la media.</p>
<i>Propiedad Directiva</i>	IOD_{it} es una variable dummy que toma el valor de 1 cuando existe alineación de intereses y el valor 0 cuando cuando los directivos se atrincheran.
<i>Concentración de Propiedad</i>	IOD_{it} es una variable dummy que asigna el valor 1 para las empresas en donde los grandes accionistas ejercen control y 0 en otro caso.
<i>Rentabilidad</i>	<p>$PROF_{it} = EBIT_{it}/S_{it}$</p> <p>Donde, $EBIT_{it}$, es el beneficio antes de intereses e impuestos, S_{it}, es las ventas de la empresa en el año t.</p>
<i>Tamaño</i>	<p>$SIZE_{it} = \ln(TA_{it})$</p> <p>Donde TA_{it}, es el activo total de la empresa en el año t.</p>

IV.5. Resultados

En esta sección se presentan en primer lugar, los estadísticos descriptivos de la muestra global y dividida por tipo de empresa (diversificada o especializada). Los

resultados del modelo gobierno corporativo básico y extendido se analizan en la subsección IV.5.2. Finalmente, el análisis de los mecanismos internos de gobierno a lo largo del ciclo de vida es resumido en la sección IV.5.3.

IV.5.1. Estadísticos Descriptivos de los Modelos

Los estadísticos descriptivos para las variables de los modelos analizados se presentan en la tabla IV.3. En el Panel A, se observa los estadísticos de las variables de diversificación, el exceso de valor es en promedio negativo y con un descuento más pronunciado para la muestra de empresas diversificadas (-0.0952). Respecto a los índices de diversificación, el de Entropía Total en media es superior al Herfindahl, 0.3058 y 0.0595 respectivamente. La diferencia se debe principalmente a la construcción de los índices. Por otro lado, en el Panel B se presentan las variables de oportunidades de crecimiento. La muestra de empresas diversificadas tiene un mayor nivel, con una media de 2.6419/1.0487 en relación con las empresas especializadas. En el Panel C, se presentan los estadísticos de las variables de estructura de propiedad, en media las empresas diversificadas tienen mayor nivel de propiedad directiva (0.0921) y menor nivel de concentración de propiedad (0.4725), en relación con las empresas especializadas. Lo anterior confirma el perfil de las empresas de la Zona Euro, que utilizan mayormente la concentración de la propiedad para garantizar la creación de valor. Finalmente, en el Panel D se presentan las variables financieras más comúnmente utilizadas en los modelos de diversificación corporativa.

Tabla IV.3 Estadísticos Descriptivos

Variable	Muestra Global		Diversificadas		Especializadas	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
<i>Panel A: Variables de Diversificación</i>						
EV_{it}	-0.0738	-0.1345	-0.0952	-0.1560	-0.0486	-0.1004
$HERF_{it}$	0.0595	0.0366	0.1101	0.1259	0.0000	0.0000
IE_{it}	0.3058	0.1285	0.5824	0.6294	0.0000	0.0000
<i>Panel B: Oportunidades de Crecimiento</i>						
IO_{it}	2.5834	1.8569	2.6419	1.9117	2.5145	1.7965
MBA_{it}	1.0410	0.8080	1.0487	0.8133	1.0320	0.8025
<i>Panel C: Estructura de Propiedad</i>						
MO_{it}	0.0896	0.0501	0.0921		0.0868	
OC_{it}	0.5770	0.5107	0.4725		0.5502	
<i>Panel D: Variables Financieras</i>						
$PROF_{it}$	0.0577	0.0598	0.0548	0.0593	0.0631	0.0608
$SIZE_{it}$	10.5096	11.3798	10.3154	11.2355	10.7380	11.4606
<i>Obs</i>	2727		1474		1253	

La Tabla IV.3 presenta los estadísticos descriptivos para la muestra global y subdividida en empresas diversificadas y especializadas. EV_{it} , es el exceso de valor para la empresa i en el año t , $HERF_{it}$, es el índice Herfindahl de diversificación, IE_{it} , es el índice de Entropía Total de Diversificación, IO_{it} y MBA_{it} , son variables de oportunidades de crecimiento, MO_{it} , es la propiedad directiva, OC_{it} , es la concentración de propiedad, $PROF_{it}$, es el ratio de rentabilidad, $SIZE_{it}$, es el tamaño. Para un mayor detalle de la construcción de las variables ver la tabla IV.2.

IV.5.2. Problemas de Agencia en la Diversificación Corporativa

En la tabla IV.4 se presentan los resultados de la estimación del modelo básico que incluye un conjunto de variables de control tradicionalmente utilizadas en la literatura de la diversificación. El modelo básico, para el estudio del gobierno corporativo, es estimado primero con el índice Herfindahl y después con el índice de Entropía Total. Posteriormente, se analizan los resultados del modelo extendido, en el cual la variable clave son las oportunidades de crecimiento.

Analizamos en primer lugar los resultados del modelo básico con el índice Herfindahl en la columna I. Consistente con la teoría del descuento de diversificación el mercado valora negativamente la diversificación. Específicamente para las empresas con una estructura de gobierno ineficiente el efecto es negativo (-0.3330), este coeficiente apoya la *hipótesis de atrincheramiento* de los directivos, es decir cuando los gestores tienen una participación directiva que va más allá del nivel óptimo para las empresas, estas se verán afectadas con un descuento. Las empresas que no tienen un nivel adecuado de mecanismos internos de gobierno son afectadas por comportamientos oportunistas de sus directivos (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986, 1993; Amihud y Lev, 1999; Denis y Thothadri, 1999). Por lo tanto, la hipótesis $H_{4.b}$ es apoyada en este estudio. Más interesante es el efecto de la diversificación en las empresas que tienen estructuras de gobierno eficientes, puesto que el coeficiente es negativo, dado por $[-0.3330 + (-0.0126) + 0.2792] = -0.0634$. Existe también un descuento para esta clase de empresas de aproximadamente 6.3%, a pesar de ser un descuento inferior a aquel de las empresas con estructuras ineficientes no encontramos apoyo para la hipótesis $H_{4.a}$. En este sentido, no se puede apoyar el argumento de que los costes de agencia estén asociados con la diversificación (Denis, Denis y Sarin, 1997; Dey, 2008) puesto que, el descuento de diversificación se manifiesta tanto para empresas con estructuras ineficientes como con aquellas empresas que tienen mecanismos internos de gobierno eficientes. Estos resultados están en línea con Denis et al. (1997); Chen y Ho (2000) y Mudambi y Nicosia (1998). En relación a las variables de control, el tamaño ($SIZE_{it}$) presenta un coeficiente positivo y significativo. Como señalan las teorías de poder de mercado y economías a escala las empresas diversificadas tienden a ser más grandes afectando positivamente su valor de mercado. Como se esperaba, el coeficiente de rentabilidad ($PROF_{it}$) es positivo y significativo.

Con la finalidad de corroborar la robustez de los resultados anteriores, se estimó el mismo modelo pero con el índice de entropía. En general los resultados se mantienen. Tanto las empresas con estructuras eficientes como aquellas con estructuras de gobierno ineficientes son descontadas por el mercado, 11.1% y 6,24% de descuento respectivamente.

**Tabla IV.4 Estimación de Modelos con Propiedad Directiva y
Concentración de Propiedad**

Variable	I (Herfindahl)	II (Entropía)
<i>Constante</i>	-0.5836* (0.0162)	-0.6081* (0.0775)
<i>DI_{it}</i>	-0.33300* (0.0029)	-0.0624* (0.0218)
<i>DI_{it}_IOD_{it}</i>	-0.0126** (0.0062)	0.0160 (0.0230)
<i>DI_{it}_OCD_{it}</i>	0.2792* (0.0184)	-0.0654* (0.0221)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0456* (0.0015)	0.0499* (0.0062)
<i>PROF_{it}</i>	0.0277* (0.0031)	0.0275* (0.0045)
<i>z₁</i>	18000.53 (5)	2878.06 (5)
<i>z₂</i>	19990.04 (7)	71.42 (7)
<i>z₃</i>	1416.10 (9)	13.78 (9)
<i>m₁</i>	-8.54	-8.28
<i>m₂</i>	-0.43	-0.52
Hansen	265.38 (263)	260.87 (263)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla IV.4. La definición de las variables se encuentra en la tabla IV.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

Si la diversificación es el resultado de comportamientos oportunistas por parte de los directivos se esperaría que sean solamente descontadas aquellas empresas con estructuras ineficientes de gobierno, es decir aquellas empresas en las cuales no existe propiedad directiva que alivie el conflicto de intereses o no hay suficiente concentración de la propiedad. Sin embargo, y como los resultados de los modelos anteriores arrojan está situación no es así. Con la finalidad de profundizar en dichos resultados integramos al modelo la variable de oportunidades de crecimiento que ha sido estudiada en el capítulo III. Los resultados obtenidos confirmaron que la diferencia en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y especializadas puede explicar la disminución de valor de las compañías que llevan a cabo la estrategia de diversificación. Es decir, las oportunidades de crecimiento actúan como una variable moderadora en los modelos de diversificación estudiados.

En la tabla IV.5 se aprecian los resultados obtenidos, en primer lugar se analiza los resultados del índice Herfindahl, columna I. El efecto de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento y estructuras eficientes de gobierno corporativo es positivo y significativo. La prima de diversificación está dada por $[-0.3667 + (-0.0412) + 0.3546 + 0.4738 = 0.4205]$, aproximadamente es un 42% de prima para esta clase de empresas, apoyando los argumentos del impacto positivo de las oportunidades de crecimiento en la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de mercado de las empresas. En este sentido, los resultados se encuentran en línea con los obtenidos por Liebeskind y Opler (1994); Dey (2008) y Ferris et al. (2002). Es interesante observar que las empresas que tienen altas oportunidades de crecimiento y alineación de intereses pero no son monitoreadas por sus grandes accionistas también obtienen una prima por diversificación del 6.5% $[-0.3667 + (-0.0412) + 0.4738 = 0.0659]$. Para el caso de las empresas con estructuras de gobierno ineficientes pero con

altas oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo y significativo. La prima obtenida es de 10.7% $[-0.3667 + 0.4738 = 0.1071]$, pareciera que las oportunidades de inversión amortiguaran o soportaran mecanismos ineficientes de gobierno o que el mercado asimilará el riesgo de este tipo de ineficiencia compensada por los beneficios de esas futuras oportunidades de inversión. Para el caso de las empresas que presentan problemas de atrincheramiento pero en las cuales se ejerce el control tienen también una prima de diversificación del 46.1% $[-0.3667 + 0.3546 + 0.4738 = 0.4617]$. La estrategia de diversificación para el grupo de empresas que tienen altas oportunidades de crecimiento son valoradas positivamente por el mercado, tanto si tienen los dos mecanismos internos de gobierno (alineación de intereses y control), si solamente ejercen alguno de ellos o si no tuvieran niveles adecuados de ninguno de estos mecanismos. Es necesario remarcar que en el sub grupo de empresas que tienen eficientes estructuras de gobierno la prima de diversificación es más alta (42%), pero aún más relevantes es el hecho de que cuando el mecanismo más importante es el control esta prima de diversificación se incrementa a un 46%. Este fenómeno puede atribuirse al hecho de que los mecanismos de gobierno son una respuesta endógena al entorno de negocios y económico de las empresas (Dey, 2008). Asimismo, los resultados obtenidos apoyan el argumento “*one size does not fit all*”, por lo cual es necesario profundizar en el estudio del desarrollo de las estructuras de gobierno a través de sus ciclo de vida.

Por el contrario, el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con bajas oportunidades es siempre negativo y significativo, tanto para las empresas con estructuras de gobierno eficientes como ineficientes. Por ejemplo, en el grupo de empresas con alineación de intereses y control el descuento es del 5.3% y para las empresas con atrincheramiento y en las cuales no se ejerce control por parte de sus

principales accionistas el descuento es del 36.6%. En síntesis, cuando las empresas diversificadas están conformadas por segmentos con buenas opciones de inversión tienden a obtener un efecto positivo en su valor de mercado y la influencia de sus mecanismos internos de gobierno es clara, para aquellas empresas con mecanismos eficientes habrá un descuento pero no es el caso para aquellas empresas que tienen bajas oportunidades y mecanismos ineficientes, puesto que el mercado las sanciona severamente mediante un descuento por diversificación que va desde el 5% al 46%. Las oportunidades de crecimiento de las empresas se revelan nuevamente como una variable que hace la diferencia para elegir la mejor estructura de gobierno corporativo.

Figura IV.1. Estructuras de Gobierno y Oportunidades de Gobierno

Estructura de Gobierno	Eficiente	<i>H_{4.d.}</i> Descuento (-)	<i>H_{4.c.}</i> Prima (+)
	Ineficiente	<i>H_{4.d.}</i> Descuento (-)	<i>H_{4.c.}</i> Prima (+)
		Bajas	Altas
		Oportunidades de Crecimiento	

En la columna II de la tabla IV.5 se estima el mismo modelo pero sustituyendo el índice Herfindahl por el de Entropía. En general los resultados obtenidos se mantienen, aquellas empresas con altas oportunidades y eficientes estructuras de gobierno obtienen una prima del 24%, esta prima es inferior a aquella obtenida con el

índice Herfindahl (42%) esto es debido a la construcción de los índices, sin embargo los resultados son significativos. Para las empresas con bajas oportunidades y estructuras ineficientes el efecto de la diversificación es negativo -0.1658.

Tabla IV.5 Estimación de Modelos con Propiedad Directiva, Concentración de Propiedad y Oportunidades de Crecimiento

Variable	I (Herfindahl)	II (Entropía)
<i>Constante</i>	-0.6802* (0.0067)	-0.6330* (0.0533)
<i>DI_{it}</i>	-0.3667* (0.0008)	-0.1658* (0.0128)
<i>DI_{it}_IOD_{it}</i>	-0.0412* (0.0013)	-0.0225 (0.0189)
<i>DI_{it}_COD_{it}</i>	0.3546* (0.0017)	0.0013 (0.0117)
<i>DI_{it}_GOD_{it}</i>	0.4738* (0.0003)	0.4346* (0.0115)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0538* (0.0005)	0.0504* (0.0039)
<i>PROF_{it}</i>	0.0172* (0.0009)	0.0092** (0.0042)
<i>z₁</i>	62000.80 (6)	5518.80 (6)
<i>z₂</i>	5000.12 (7)	202.69 (7)
<i>z₃</i>	1173.99 (9)	32.44 (9)
<i>m₁</i>	-8.56	-8.40
<i>m₂</i>	-0.45	-0.50
Hansen	289.19 (306)	310.79 (306)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla IV.5. La definición de las variables se encuentra en la tabla IV.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z_1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z_2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z_3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

IV.5.3. Influencia del Ciclo de Vida en el Gobierno Corporativo

Con la finalidad de observar cómo los mecanismos internos de gobierno evolucionan a través del ciclo de vida de las empresas se han estimado tres modelos con las variables de estructura de propiedad, uno para cada una de las fases: crecimiento, estabilidad/madurez y renovación/declive. Los resultados de las estimaciones se muestran en la tabla IV.8, en la columna I se encuentran los coeficientes para el grupo de empresas en la *fase de crecimiento*. El efecto de la diversificación para las empresas con una eficiente estructura de gobierno (alineación de intereses y control) es negativo y significativo, el descuento es del 8% [$-0.7125 + 0.9884 + (-0.3624) = -0.0865$]. Asimismo, para el grupo de empresas con estructuras ineficientes de gobierno (conflicto de intereses y sin control) el efecto de la diversificación es negativo -0.7125 . Cuando existe atrincheramiento y falta de control el mercado sanciona severamente a este grupo de empresas. Por el contrario y más interesante es el efecto de la diversificación en el grupo de empresas en el cual existe alineación de intereses pero no se ejerce control por parte de sus principales accionistas. En este grupo de empresas existe una prima de diversificación del 27% [$-0.7125 + 0.9884 = 0.2759$]. Esta relación positiva puede ser el resultado de menores conflictos de agencia, debido a que en las primeras fases de vida los intereses de accionistas y gestores coinciden para hacer crecer a la empresa (Wong, 2010). En este sentido, parece más relevante para crear valor en la *fase de crecimiento* la existencia de una alineación de intereses que la concentración de propiedad.

**Tabla IV.6 Estimación del Modelo con Estructura de Propiedad
por Fases del Ciclo de Vida (Herfindahl)**

Variable	I Crecimiento	II Estabilidad/ Madurez	III Renovación/ Declive
<i>Constante</i>	-0.2591* (0.0750)	-0.4462* (0.0187)	-0.2956* (0.4733)
<i>DI_{it}</i>	-0.7125* (0.2642)	-0.8501*** (0.4519)	-0.1695* (0.0188)
<i>DI_{it}_IOD_{it}</i>	0.9884* (0.2822)	0.9169** (0.4505)	-0.1474 (0.1567)
<i>DI_{it}_OCD_{it}</i>	-0.3624* (0.0371)	-0.1540* (0.0083)	0.3596** (0.1645)
<i>SIZE_{it}</i>	0.0033 (0.0061)	0.0415* (0.0015)	0.0516** (0.0171)
<i>PROF_{it}</i>	-0.0477* (0.0041)	0.1380* (0.0019)	-0.3435** (0.0205)
<i>z₁</i>	17996.85 (5)	11000.05 (5)	434.36 (5)
<i>z₂</i>	385.34 (7)	41782.96 (7)	340.69 (7)
<i>z₃</i>	56.87 (9)	7613.27 (9)	2.31 (9)
<i>m₁</i>	-4.33	-5.64	-6.27
<i>m₂</i>	-0.71	-1.30	0.06
Hansen	117.36 (194)	173.45 (169)	101.66 (142)

Las regresiones son realizadas con el panel descrito en la tabla IV.8. La definición de las variables se encuentra en la tabla IV.2. El resto de la información es: a) Errores estándar asintóticos bajo Heterocedasticidad entre paréntesis. b) *, ** y *** indican el nivel de significatividad al 1%, 5% y 10%, respectivamente. c) z1 es el test Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. d) z2 es el test Wald de significación conjunta de las dummies temporales, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. e) z3 es el test Wald de significación conjunta de las dummies de países, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad entre paréntesis. f) m_i es un test de correlación serial de orden i usando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuidos como N(0,1) bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación serial. g) Hansen es un test de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidos como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término error, grados de libertad entre paréntesis.

Los resultados para la *fase de estabilidad/madurez* se muestran en la columna II.

El efecto de la diversificación en las empresas que tienen buenos mecanismos de gobierno es negativo y significativo, al igual que en la fase de crecimiento. El descuento es del 8.7% $[-0.8501 + 0.9169 + (-0.1540) = -0.0872]$. Para el grupo de empresas con estructuras ineficientes el descuento es aún más pronunciado (-0.8501). En comparación

Figura IV.2. Estructuras de Gobierno a través de las Fases del Ciclo de Vida

Estructura de Gobierno	Eficiente	Descuento (-)	Descuento (-)	Prima (+)
	Ineficiente	Descuento (-)	Descuento (-)	Descuento (-)
		Crecimiento	Estabilidad/Madurez	Renovación/Declive
		Fase del Ciclo Vida		

con la *fase de crecimiento* el mercado sanciona más a las empresas en fase de madurez que no tienen ninguno de los dos mecanismos actuando eficientemente. Para el grupo de empresas con alineación de intereses pero sin control se obtiene una prima del 6.6% [$-0.8501 + 0.9169 = 0.0668$], esta prima es inferior a aquella obtenida por las mismas empresas pero en fase de crecimiento (27%). En este sentido, pareciera que el control sea más necesario conforme la empresa avanza en su ciclo de vida.

Finalmente, para las empresas en la *fase de renovación/declive* el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con mecanismos de gobierno eficientes (alineación de intereses y control) es positivo y significativo. Estas empresas obtienen una prima del 4.2% [$-0.1695 + (-0.1474) + 0.3596 = 0.0427$]. Para las empresas que solamente tienen una alineación de intereses pero no se ejerce control el efecto de la diversificación es negativo (-0.3169). Por el contrario, para el grupo de empresas con control pero en las cuales existe un conflicto de intereses se obtienen una prima de diversificación del 19% [$-0.1695 + 0.3596 = 0.190$]. El mercado sanciona severamente a

las empresas que no tienen estructuras eficientes de gobierno, el descuento es del 16.95%. Al parecer en la *fase de renovación/declive* el control se convierte en el mecanismo con mayor pesos para controlar los actos oportunistas de los gestores. En este sentido, conforme las empresas se expanden y crecen los directivos tienden a alcanzar sus propios objetivos dando lugar a un conflicto de intereses entre directivos y accionistas (Muller, 1972). La figura 4.2 resume de forma clara los resultados obtenidos en cada una de las fases del ciclo de vida de la empresa.

Los resultados obtenidos en este epígrafe permiten vislumbrar la necesidad de implementar mecanismos de gobierno adecuados a cada una de las fases de las empresas. En la *fase de crecimiento* es de mayor relevancia la alineación de intereses, mientras que por el contrario en la *fase de renovación/declive* en la cual el control se convierte en el mecanismo con mayor peso.

IV.6. Conclusiones

Existen muy pocos estudios que exploren la relación entre gobierno corporativo y el valor de las empresas diversificadas en los países Europeos, los cuales tienen un perfil más concentrado que aquéllos anglosajones. Nuestro trabajo contribuye a ampliar la literatura de diversificación al estudiar la relación entre los mecanismos internos de gobierno, específicamente la estructura de propiedad, y la estrategia de diversificación en una muestra de la zona Euro, utilizando la metodología de datos de panel. Los modelos básicos de diversificación se amplían al incluir la variable de oportunidades de crecimiento, la cual ha sido estudiada de forma aislada.

La estimación de los modelos básicos es consistente con la teoría del descuento de diversificación, el mercado valora negativamente la diversificación. Específicamente, para las empresas con una estructura de gobierno ineficiente el efecto es negativo apoyando la hipótesis de atrincheramiento de los directivos. Más interesante es el efecto de la diversificación en las empresas que tienen estructuras de gobierno eficientes, puesto que mantienen un coeficiente negativo. En este sentido, no se puede apoyar el argumento de que los costes de agencia estén asociados con la diversificación. Puesto que, el descuento de diversificación se manifiesta tanto para empresas con estructuras ineficientes como con aquellas empresas que tienen mecanismos internos de gobierno eficientes.

Si la diversificación es el resultado de comportamientos oportunistas por parte de los directivos se esperaría que sean solamente descontadas aquellas empresas con estructuras ineficientes de gobierno. Sin embargo, y como los resultados de los modelos anteriores arrojan, está situación no es así. Con la finalidad de profundizar en dichos resultados integramos al modelo la variable de oportunidades de crecimiento. El efecto de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento y estructuras eficientes de gobierno corporativo es positivo apoyando los argumentos del impacto positivo de las oportunidades de crecimiento en la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de mercado de las empresas.

Para el caso de las empresas con estructuras de gobierno ineficientes pero con altas oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo y significativo. En este sentido, se puede concluir que las oportunidades de inversión soportaran mecanismos ineficientes de gobierno o que el mercado asimilará el riesgo de este tipo de ineficiencia compensada por los beneficios de esas futuras oportunidades de inversión. Por el contrario, el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con

bajas oportunidades es siempre negativo y significativo, tanto para las empresas con estructuras de gobierno eficientes como ineficientes. Este fenómeno puede atribuirse al hecho de que los mecanismos de gobierno son una respuesta endógena al entorno de negocios y económico de las empresas.

En síntesis, cuando las empresas diversificadas están conformadas por segmentos con buenas opciones de inversión tienden a obtener un efecto positivo en su valor de mercado y la influencia de sus mecanismos internos de gobierno es clara. Para las empresas que tienen bajas oportunidades y mecanismos ineficientes su impacto en el valor de mercado es negativo, puesto que el mercado las sanciona severamente mediante un descuento por diversificación que va desde el 5% al 46%. Por lo tanto, las oportunidades de crecimiento de las empresas se revelan nuevamente como una variable que hace la diferencia para elegir la mejor estructura de gobierno corporativo.

En relación con el estudio de los mecanismos internos de gobierno y el ciclo de se estimaron tres modelos con las variables de estructura de propiedad, uno para cada una de las fases: *crecimiento*, *estabilidad/madurez* y *renovación/declive*. Los resultados de las estimaciones para el grupo de empresas en la *fase de crecimiento*. El efecto de la diversificación para las empresas con una eficiente estructura de gobierno es negativo. Asimismo, para el grupo de empresas con estructuras ineficientes de gobierno el efecto de la diversificación es negativo. Cuando existe atrincheramiento y falta de control el mercado sanciona severamente a este grupo de empresas. Por el contrario y más interesante es el efecto de la diversificación en el grupo de empresas en el cual existe alineación de intereses pero no se ejerce control por parte de sus principales accionistas. En este grupo de empresas existe una prima de diversificación del 27%. Esta relación positiva puede ser el resultado de menores conflictos de agencia, debido a que en las primeras fases de vida los intereses de accionistas y gestores coinciden para hacer crecer

a la empresa. En este sentido, parece más relevante para crear valor en la *fase de crecimiento* la existencia de una alineación de intereses que la concentración de propiedad.

Los resultados para la *fase de estabilidad/madurez* en las empresas que tienen buenos mecanismos de gobierno es negativo al igual que en la fase de crecimiento. Para el grupo de empresas con estructuras ineficientes el descuento es aún más pronunciado. En comparación con la *fase de crecimiento* el mercado sanciona más a las empresas en fase de madurez que no tienen ninguno de los dos mecanismos actuando eficientemente. Para el grupo de empresas con alineación de intereses pero sin control se obtiene una prima del 6.6%, esta prima es inferior a aquella obtenida por las misma empresas pero en fase de crecimiento. En este sentido, pareciera que el control sea hace más necesario conforme la empresa avanza en su ciclo de vida.

Finalmente, para las empresas en la *fase de renovación/declive* el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con mecanismos de gobierno eficientes es positivo. Estas empresas obtienen una prima del 4.2%. Para las empresas que solamente tienen una alineación de intereses pero no se ejerce control el efecto de la diversificación es negativo. Por el contrario, para el grupo de empresas con control pero en las cuales existe un conflicto de intereses se obtienen una prima de diversificación del 19%. El mercado sanciona severamente a las empresas que no tienen estructuras eficientes de gobierno, el descuento es del 16.95%. Al parecer en la *fase de renovación/declive* el control se convierte en el mecanismo con mayor pesos para controlar los actos oportunistas de los gestores. En este sentido, conforme las empresas se expanden y crecen los directivos tienden a alcanzar sus propios objetivos dando lugar a un conflicto de intereses entre directivos y accionistas.

Los resultados obtenidos en este epígrafe permiten vislumbrar la necesidad de establecer mecanismos de gobierno adecuados a cada una de las fases de las empresas. En la *fase de crecimiento* es de mayor relevancia la alineación de intereses, mientras que por el contrario en la *fase de renovación/declive* en la cual el control se convierte en el mecanismo con mayor peso.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES

La relación entre estrategia de diversificación y valor de la empresa ha sido ampliamente documentada durante las últimas décadas. Se han realizado grandes esfuerzos para identificar cuáles son las variables que pueden influenciar esta relación. En este sentido, esa es la pregunta central que ha motivado el presente trabajo. Por qué a pesar de tener evidencia de que la diversificación destruye el valor de las empresas, en la actualidad cada vez son más las compañías que optan por llevar a cabo esta estrategia. En orden de encontrar respuesta a estos comportamientos, es necesario pues, profundizar en el estudio de variables modeladoras que contribuyan a contextualizar el efecto de la diversificación. En concreto, se han estudiado las oportunidades de crecimiento y el ciclo de vida organizacional. Cada una de estas variables ha sido objeto de innumerables estudios, sin embargo se han realizado de forma independiente. El presente trabajo es el primero al incorporar dichas variables conjuntamente en los modelos de diversificación corporativa. Adicionalmente, se proporciona evidencia de la influencia de los mecanismos de gobierno interno en la relación diversificación-valor. Finalmente, se aporta evidencia de uno de los tópicos de estudio más reciente en el área de gobierno corporativo, el ciclo de vida. En este sentido, se analiza cómo van

cambiando la interrelación de estos mecanismos conforme la empresa evoluciona en las fases del ciclo de vida. A continuación se resumen los objetivos alcanzados en este trabajo.

En primer lugar se determinaron las fases del ciclo de vida de las empresas que conformaron la muestra. Los resultados evidencian la existencia de tres fases: crecimiento, estabilidad/madurez y renovación/declive. En la fase de crecimiento, las empresas son caracterizadas por grandes oportunidades de crecimiento, la media de competidores especializados más alta, el menor índice de diversificación y el menor nivel de deuda. En la fase de estabilidad/madurez, las empresas tienen el más bajo nivel de oportunidades de crecimiento, exceso de valor positivo, la más alta concentración de empresas especializadas, el mayor nivel de deuda y reparten en media menos dividendos. Las empresas de la etapa de renovación/declive tienen un nivel intermedio de oportunidades de crecimiento, un exceso de valor negativo pero no el de mayor descuento, los índices de diversificación más elevados de los tres clusters y la menor concentración de empresas especializadas. Los resultados muestran que las características financieras, concretamente las oportunidades de crecimiento, varían a través de las diferentes fases del ciclo de vida.

Una vez clasificadas las empresas en las diferentes fases del ciclo de vida se procedió a estimar los modelos tradicionales en el fenómeno de la diversificación. Los resultados iniciales apoyan una destrucción de valor por parte de la diversificación. Sin embargo, una vez que el modelo básico es modificado para considerar las oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo para las empresas que gozan de un alto nivel de oportunidades de crecimiento. En síntesis, el descuento de diversificación puede ser explicado, en parte, por la diferencia en oportunidades de crecimiento entre empresas diversificadas y especializadas.

Más interesante es observar que este efecto se mantiene a través de las fases del ciclo de vida de las empresas. No obstante, la mayor prima de diversificación se da en las empresas con altas oportunidades de inversión en la *fase de crecimiento*. Por otro lado, aunque las empresas en la *fase de madurez* tienen una prima esta es menor en relación con aquellas empresas de la *fase de crecimiento*. Este resultado puede ser derivado del argumento que las empresas diversificadas han ejercido sus opciones de crecimiento mediante la propia diversificación y el paso del tiempo.

Adicionalmente, también se ha obtenido evidencia del efecto sectorial en la relación diversificación-valor de mercado. Dejando en evidencia que el número de empresas especializadas pueden afectar los resultados de las empresas diversificadas. Es decir, en sectores en los cuales el número de competidores especializados es muy grande las empresas diversificadas obtienen un descuento, por el contrario en los sectores con pocos competidores especializados el efecto de la diversificación es positivo. Aún más importante, los resultados proporcionan apoyo al efecto moderador en esta relación. En los sectores dominados por empresas especializadas si las empresas diversificadas tienen altas oportunidades de crecimiento no se ven afectadas por este fenómeno.

Los resultados obtenidos corroboran la complejidad del fenómeno de diversificación y apoyan los argumentos de creación de valor. Toda empresa que considere llevar a cabo una estrategia de diversificación debería analizar cuáles son sus oportunidades de crecimiento, en qué fase del ciclo de vida se encuentra y la concentración de empresas especializadas en el sector de interés.

Para alcanzar nuestro segundo objetivo y arrojar luz sobre la motivación de la estrategia de diversificación se estiman modelos econométricos considerando los mecanismos internos de gobierno, propiedad directiva y concentración de propiedad.

En este sentido, la estimación de los modelos básicos es consistente con la teoría del descuento de diversificación, el mercado valora negativamente la diversificación. Específicamente, para las empresas con una estructura de gobierno ineficiente el efecto es negativo apoyando la hipótesis de atrincheramiento de los directivos. Más interesante es el efecto de la diversificación en las empresas que tienen estructuras de gobierno eficientes, puesto que mantienen un coeficiente negativo. En este sentido, no se puede apoyar el argumento de que los costes de agencia estén asociados con la diversificación. Puesto que, el descuento de diversificación se manifiesta tanto para empresas con estructuras ineficientes como con aquellas empresas que tienen mecanismos internos de gobierno eficientes.

Si la diversificación es el resultado de comportamientos oportunistas por parte de los directivos se esperaría que sean solamente descontadas aquellas empresas con estructuras ineficientes de gobierno. Sin embargo, y como los resultados de los modelos anteriores arrojan, está situación no es así. Con la finalidad de profundizar en dichos resultados integramos al modelo la variable de oportunidades de crecimiento. El efecto de la diversificación para las empresas con altas oportunidades de crecimiento y estructuras eficientes de gobierno corporativo es positivo apoyando los argumentos del impacto positivo de las oportunidades de crecimiento en la relación entre la estrategia de diversificación y el valor de mercado de las empresas.

Para el caso de las empresas con estructuras de gobierno ineficientes pero con altas oportunidades de crecimiento el efecto de la diversificación es positivo y significativo. En este sentido, se puede concluir que las oportunidades de inversión soportaran mecanismos ineficientes de gobierno o que el mercado asimilará el riesgo de este tipo de ineficiencia compensada por los beneficios de esas futuras oportunidades de inversión. Por el contrario, el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con

bajas oportunidades es siempre negativo y significativo, tanto para las empresas con estructuras de gobierno eficientes como ineficientes. Este fenómeno puede atribuirse al hecho de que los mecanismos de gobierno son una respuesta endógena al entorno de negocios y económico de las empresas.

En síntesis, cuando las empresas diversificadas están conformadas por segmentos con buenas opciones de inversión tienden a obtener un efecto positivo en su valor de mercado y la influencia de sus mecanismos internos de gobierno es clara. Para las empresas que tienen bajas oportunidades y mecanismos ineficientes su impacto en el valor de mercado es negativo, puesto que el mercado las sanciona severamente mediante un descuento por diversificación que va desde el 5% al 46%. Por lo tanto, las oportunidades de crecimiento de las empresas se revelan nuevamente como una variable que hace la diferencia para elegir la mejor estructura de gobierno corporativo.

En relación con el estudio de los mecanismos internos de gobierno y el ciclo de vida empresarial se estimaron tres modelos con las variables de estructura de propiedad, uno para cada una de las fases: crecimiento, estabilidad/madurez y renovación/declive. Por lo que se refiere a las estimaciones del grupo de empresas en la fase de crecimiento, el efecto de la diversificación para las empresas con una eficiente estructura de gobierno es negativo. Asimismo, para el grupo de empresas con estructuras ineficientes de gobierno el efecto de la diversificación es negativo. Cuando existe atrincheramiento y falta de control el mercado sanciona severamente a este grupo de empresas. Por el contrario y más interesante es el efecto de la diversificación en el grupo de empresas en el cual existe alineación de intereses pero no se ejerce control por parte de sus principales accionistas. En este grupo de empresas existe una prima de diversificación del 27%. Esta relación positiva puede ser el resultado de menores conflictos de agencia, debido a que en las primeras fases de vida los intereses de accionistas y gestores

coinciden para hacer crecer a la empresa. En este sentido, parece más relevante para crear valor en la fase de crecimiento la existencia de una alineación de intereses que la concentración de propiedad.

Los resultados para la *fase de estabilidad/madurez* en las empresas que tienen buenos mecanismos de gobierno es negativo al igual que en la fase de crecimiento. Para el grupo de empresas con estructuras ineficientes el descuento es aún más pronunciado. En comparación con la *fase de crecimiento* el mercado sanciona más a las empresas en fase de madurez que no tienen ninguno de los dos mecanismos actuando eficientemente. Para el grupo de empresas con alineación de intereses pero sin control se obtiene una prima del 6.6%, esta prima es inferior a aquella obtenida por las mismas empresas pero en fase de crecimiento. En este sentido, pareciera que el control sea más necesario conforme la empresa avanza en su ciclo de vida.

Por último, para las empresas en la *fase de renovación/declive* el efecto de la diversificación en el grupo de empresas con mecanismos de gobierno eficientes es positivo. Estas empresas obtienen una prima del 4.2%. Para las empresas que solamente tienen una alineación de intereses pero no se ejerce control el efecto de la diversificación es negativo. Por el contrario, para el grupo de empresas con control pero en las cuales existe un conflicto de intereses se obtienen una prima de diversificación del 19%. El mercado sanciona severamente a las empresas que no tienen estructuras eficientes de gobierno, el descuento es del 16.95%. Al parecer en la *fase de renovación/declive* el control se convierte en el mecanismo con mayor peso para controlar los actos oportunistas de los gestores. En este sentido, conforme las empresas se expanden y crecen los directivos tienden a alcanzar sus propios objetivos dando lugar a un conflicto de intereses entre directivos y accionistas.

Los resultados obtenidos en este epígrafe permiten vislumbrar la necesidad de establecer mecanismos de gobierno adecuados a cada una de las fases de las empresas. En la *fase de crecimiento* es de mayor relevancia la alineación de intereses, mientras que por el contrario en la *fase de renovación/declive* el control se convierte en el mecanismo con mayor peso.

El presente trabajo ha aportado evidencia que ayuda a comprender por qué algunas empresas diversificadas obtienen un descuento en tanto que otras pueden obtener un efecto positivo. Consideramos que al llevar a cabo la estrategia de diversificación las empresas deben realizar un análisis concienzudo y preciso de cuál es su nivel de oportunidades, la fase del ciclo de vida en la que se encuentran y el sector en el cual desempeñarán sus futuras actividades. Realizar una evaluación conjunta de estos factores permitirá entender la naturaleza dinámica de esta estrategia y de la propia empresa. Si bien es necesario tener mecanismos de gobierno que mitiguen potenciales conflictos de agencia también es necesario permitir que dichos mecanismos evolucionen conjuntamente con las necesidades y cambios a los que se enfrenta la compañía.

Finalmente, es necesario establecer las limitaciones del presente trabajo. El estudio se ha llevado a cabo solamente con una muestra de empresas que cotizan públicamente por esta razón la determinación del ciclo de vida excluye la fase de nacimiento. Sería interesante identificar cuáles son las características financieras de esta etapa del ciclo y cómo impactaría la diversificación del valor de estas compañías en etapas tempranas. En relación con los mecanismos de gobierno, es necesario incluir otros mecanismos y analizar su efecto simultáneo en los modelos de diversificación. Específicamente, se estudió la estructura de propiedad en las empresas de la zona Euro, dejando fuera variables como el consejo de administración, la cual ha dado importantes resultados en otras investigaciones, esto se debió a que nuestra muestra se reducía

drásticamente al incluir esta variable. De igual manera, los mecanismos externos de gobierno corporativo pueden ayudar a ampliar nuestros resultados.

REFERENCIAS

-
- Aaker, D. (1984). *Strategic Market Management*, John Wiley & Sons. New York.
- Abel, A, Dixit, A, Eberly, J, y Pindyck, R. (1996). "Options, the Value of Capital, and Investment." *Quarterly Journal of Economics*. 111, 753-77.
- Abeyratna, G., Power, D. y Lonie, A. (1996). "The Stock Market Reaction to Dividend Announcements." *Journal of Economic Studies*, 23, 32-52.
- Adam, T. and Goyal, V. (2008). "The Investment opportunity Set and its Proxy Variables." *The Journal of Financial Research*, XXXI(1), 41-63.
- Adizes, I. (1999). *Managing Corporate Life Cycles*. Paramus: Prentice Hall Press.
- Adizes, I. (1979). "Organizational passages: Diagnosing and treating life cycle problems in organizations." *Organizational Dynamics*, 9, 3-25.
- Adizes, I. (1989). *Corporate Life Cycles*, Prentice Hall.
- Adizes, I. (1990). *Os ciclos de vida das organizações: como e porque as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito*. São Paulo: Ed. Pioneira.
- Agrawal y Mandelker, (1990). "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 143-161.
- Agrawal, A. y Knoeber, C. (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Amihud, Y. y Lev, B. (1981). "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers." *The Rand Journal of Economics*, 12(2), 605-618.
- Amihud, Y. y Lev, B., 1999. "Does the corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?" *Strategic Management Journal*, 20(11), 1063-1069.
- Anderson, C. Bates, Bizjal, y Lemmon, J. (2000). "Corporate Governance and Firm Diversification." *Financial Management*, 29(1), 5-22.

- Anderson, C. y Reeb D. (2004). "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500." *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Anderson, C. y Reeb, D. (2004). "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms." *Administrative Science Quarterly*, 49, 209–237.
- Andrés, P. y Fuente, G. (2004). "Opciones reales y diversificación corporativa: evidencia para el caso español." *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 19, 33-54.
- Andres, P., Fuente, G. y Velasco, P. (2012). "Tackling the Corporate Diversification-Value Puzzle using the Real Options Approach Corporate Diversification: A key to Future Investment Opportunities? Evidence from U.S. firms under Real Options' approach." Working paper. Universidad Autónoma de Madrid.
- Ansoff, H. (1976). "Managing strategic surprise by response to weak signals." *California Management Review*, winter. 21-33.
- Anthony, J. y Ramesh, K. (1992). "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of Life cycle Hypothesis." *Journal of Accounting and Economics*, 2(3), 203-227.
- 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, 277-297.
- Arellano, M. y Bover, S. (1995). "Another look at the instrumental variable estimation of error-component models." *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Baber, W., Janakiraman, S. y Kang, S. (1996). "Investment Opportunities and the Structure of Executive Compensation." *Journal of Accounting and Economics*, 21, 297-318.
- Baliga, B., Charles, R. y Ramesg, S. (1996). "CEO Duality and firm Performance: What's the Fuss?" *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53.
- Barnea, A. y Logue, D. (1973). "Stock Market Based measures of Corporate

- Diversification.” *Journal of Industrial Economics*, 22. 51-60.
- Barney, J. (1991). “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage.” *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. (1991). “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage.” *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Bauer, R., Günster, N. y Otten, R. (2004). “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The effect on Stock Returns, Firm Value and Performance.” *Journal of Asset Management*, 5, 91-104.
- Bausch, A. y Pils, F. (2009). “Product diversification strategy and financial performance: meta-analytic evidence on causality and construct multidimensionality.” *Review of Managerial Science*, 3(3), 157-190.
- Beiner, S. y Schmid, M. (2005), “Agency Conflicts, Corporate Governance, and Corporate Diversification - Evidence from Switzerland.” Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=666264.
- Bell, C. y McNamara, J. (1991). *High-tech Ventures: The Guide for Entrepreneurial Success*. Addison-Wesley Pub. Co.
- Bemheim y Winston, (1990). “Multimarket Contact and Collusive Behavior.” *RAND Journal of Economics*, 21, 1-26.
- Berger, A. y Udell, G. (1998). “The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.” *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.
- Berger, P. y Ofek, E. (1995). “Diversification's Effect on Firm Value.” *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Bernardo, A. y Chowdhry, B. (2002). “Resources, Real Options, and Corporate Strategy.” *Journal of Financial Economics*, 63(1). 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. (1975). *Corporate Growth and Diversification*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Berry, C. (1971). "Corporate Growth and Diversification." *Journal of Law and Economics*, 14(2), 371-383.
- Bertrand, M. y Schoar, A. (2006). "The role of Family in Family Firms." *The Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96.
- Bettis, R. (1981). "Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms." *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Bettis, R. y Hall, W. (1982). "Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return." *Academy of Management*, 25(2), 254-264.
- Black, E. (1998). "Life-cycle impacts on the incremental value relevance of earnings and cash flow measures." *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40-56.
- Black, E. (2004). "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Bloom y Milkovich, (1998). "A SHRM on International Compensation and Reward Systems." Working Paper No. 98-11. Ithaca, NY: Cornell University, School of Industrial and Labor Relations, Center for Advanced Human Resource studies. <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cahrswp/124>.
- Blume, M. (1971). "On the Assessment of Risk." *Journal of Finance*, march, 1-10.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models." *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Borghesi, R., Houston, J. y Naranjo, A. (2007). "Value, Survival, and the Evolution of Firm Organizational Structure." *Financial Management*, 36(3), 5-31.

- Brickley, J., Coles, J. y Jarrell, G. (1997). "Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board." *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Bulan, L., Subramanian, N. y Tanlu, L. (2007). "On the Timing of Dividend Initiations. Financial Management." 36(4), 31-65.
- Burch, T., Nanda, V. y Narayanan, M. (2000). "Industry Structure and the Conglomerate 'Discount': Theory and Evidence." Working paper. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=231529
- Burch, T., Nanda, V. y Narayanan, M. (2003). "Industry Structure and Value-motivated Conglomeration." Working Paper, July. University of Michigan Business School,
- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A. (2003). "Family Firms." *Journal of Finance*, 58(5), 2167-2202.
- Bushee, B. (2004). "Identifying and Attracting the "right" Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors." *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 28-35.
- Campa, J. y Kedia, S. (2002). "Explaining the Diversification Discount." *Journal of Finance*, 57(4), 1731-1762.
- Carter, J. (1977). "In Search of Synergy: A Structure-Performance Test." *Review of Economics and Statistics*, 59(3). 279-289.
- Chandler, R. (1977). *The Visible Hand*, Belknap Press, Cambridge, MA.
- Chandler, R. (1990). *Scale and Scope: the dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, Belknap Press.
- Chang, Y. y Thomas, H. (2006). "The Impact of Diversification Strategy on Risk-return performance." *Strategy Management*, 10(3). 271-284.
- Chatterjee, S. y Blocher, J. (1992). "Measurement of Firm Diversification; Is It Robust." *Academy of Management Journal*. 35(4). 874-888.

- Chen, R., Dyball, M. y Wright, S. (2009). "The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations." *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 208-223.
- Chen, S. y Ho, K. (2000). "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value: The Singapore Evidence." *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 315-326.
- 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 the investment policies of merging firms." Working Paper. University of Chicago. <http://www.uchicago.edu/fac/judith.chevalier/research/>.
- Cho, M-H. (1998). "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis." *Journal of Financial Economics* 47, 103–121.
- Christensen, H. y Montgomery, C. (1981). "Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure." *Strategic Management Journal*, 2(4), 327-343.
- Chung, K. y Charoenwong, C. (1991). "Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks." *Financial Management*, 20(3), 21-33.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. (2000). "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Coase, R. (1937). "The Nature of the Firm." *Economica*, 4. 386-405.
- Collins, D. y Kothari, S. (1989). "An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients." *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181.
- Collis, D. y Montgomery, C. (1998). *Corporate Strategy: A Resource-Based Approach*.

- Boston: Irwin/McGraw Hill.
- Comment, R. y Jarrell, G. (1995). "Corporate Focus and Stock Returns." *Journal of Financial Economics*, 37(1), 67-87.
- Canyon, M. y Peck, S. (1998). "Board control, remuneration committees, and top management compensation." *Academy Management Journal*, 41(2). 146-157.
- Core, J., Holthausen, R. y Larcker, D. (1999). "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cubbin, J. y Leech, D. (1983). "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement." *The Economic Journal*, 93(370), 351-369.
- Cuervo, G. (1994). *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Civitas, Madrid.
- Cuervo, G. (1994). *Rentabilidad y Creación de Valor en la Empresa*. Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. Barcelona.
- Dalton, C., Hitt, M., Trevis, S. y Dalton, C. (2007). "The fundamental Agency Problem and Its Mitigation." *The Academy of Management Annals*, 1(1), 1-64.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., y Johnson, J. (1998). "Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance." *Strategic Management Journal*, 19, 269-291.
- Danbolt, J.; Hirst, I. y Jones, E. (2002). "Measuring Growth Opportunities." *Applied Financial Economics*, 12. 203-212.
- Davis, R. y Duhaime, I. (1992). "Diversification, Vertical Integration and Industry Analysis: New Perspectives and Measurement." *Strategic Management Journal*, 13, 511-524
- DeAngelo, H., De Angelo, L. y Stulz, R. (2006). "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory." *Journal of*

-
- Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Demirguc-Kunt, A. y Maksimovic, V. (1996). "Stock market development and financial intermediaries: stylized facts." *World Bank Economic Review*, 10, 291-321.
- Demsetz, H. (1983). "The Structure of Ownership and the theory of the Firm." *Journal of Law & Economics*, XXVI, 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001). "Ownership Structure and Corporate Performance." *Journal of Corporate Finance*. 7, 209-233.
- Denis D., Denis D. y Sarin, A. (1997). "Ownership Structure and Top Executive Turnover." *Journal of Financial Economics*, 45(2), 193-221.
- Denis, D. y Thothadri, B. (1999). "Internal Capital Markets, Growth Opportunities, and the Valuation Effects of Corporate Diversification." Working Paper, Purdue University.
- Dey, A. (2008). "Corporate Governance and Agency Conflicts." *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
- Dibella, A. y Nevis, E. (1999). *Como as organizações aprendem: uma estratégia integrada voltada para a construção de capacidade de aprendizagem*. Sao Paulo: Educator.
- Dickinson, V. (2005). "Firm Life Cycle and Future Profitability and Growth." Working paper. School of Business, University of Wisconsin-Madison.
- Downs, A. (1967). *Inside Bureaucracy*. Boston: Little, Brown.
- Easterbrook, F. (1984). "Two Agency Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Eiteman, D., Stonehill, A. y Moffet, M. (2007). *Multinational Business Finance*, Australia Pearson Education, 12 ed. Australia.

- Elsayed, K. (2009). "A Multi-theory Perspective of Board Leadership Structure." *British Journal of Management*. Version electronica, publicado online 14 may <http://www3.interscience.wiley.com/journal/122385637/abstract?CRETRY=1&SRETRY=0>
- Erdorf, S., Hartmann-Wendels, T., Heinrichs, N. y Matz, M. (2012). "Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature." Working Paper 1968977. <http://ssrn.com/abstract=1968977>.
- Evans, J. y Weir, C. (1995). Decision Processes, Monitoring, Incentives and Large Firm Performance in the UK." *Management Decision*, 33(6), 32-38.
- Everitt, B. (1979). "Unresolved Problems in Cluster Analysis." *Biometrics*, 35(1), 169-181.
- Everitt, B. (1980). *Cluster Analysis*. 1 ed. London Heinemann Educational Books Ltd.
- Faccio, M., Lang, L. y Young, L. (2000). "Dividends and Expropriation." Working Paper, january 2000.
- Faccio, M. y Lang, L. (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations." *Journal of Financial Economics*, 65,365-395.
- Fama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of Firm." *The Journal of Political Economy*, 88, 2. 188-202.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983). "Separation Ownership and Control." *Journal Law & Economics*, XXVI. 301-327.
- Fama, E. y French, K. (2001). "Disappearing dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay." *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- 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, 231-252.

- Filatotchev, I. y Wright, M. (2005). *The Corporate Governance Life Cycle*. In Filatotchev, I y Wright, M. (Eds). *The Life Cycle of Corporate Governance*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- Filatotchev, I.; Toms, S. and Wright, M. (2006). "The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle." *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Fluck, Z., Malkiel, B. y Quandt, R. (1998). "The Predictability of Stock Returns: A Cross-Sectional Simulation." Working paper http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6451
- Fluck, Z. (1999). "The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict." *Review Financial Studies*, 12(2), 379-404.
- Fluck, Z. y Lynch, A. (1999). "Why do Firms Merge and then Divest? A Theory of Financial Synergy." *Journal of Business*, 72, 319-346.
- Galbraith, J. (1982). "Designing the innovating organization." *Organizational Dynamics*, 10, 3. 5-25.
- Galve, C. y Salas, V. (1992). "Estructura de Propiedad de la empresa Española." *Revista de Economía Española*. 701, 79-90.
- Gaver, J. y Gaver, K. (1993). "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Gedajlovic. E. y Shapiro, D. (1998). "Management and ownership effects: Evidence from Five Countries." *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Goergen, M. (1998). *Corporate governance and financial performance – a study of German and UK initial public offerings*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Goergen, M. y Renneboog, L. (2001). "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids." *European Financial Management*. 10(1), 9-45.

- Gomes, J. y Lividan, D. (2004). "Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence." *Journal of Finance*, 59(2), 507-535.
- Gomez-Mejia, L., Makri, M. y Larraza, M. (2010). "Diversification Decisions in Family-Contolled Firms." *Journal of Management Studies*, 47(2), 223-252.
- Gompers, P., Ishii, J. y Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices." Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920
- Gort, M. (1962). *Diversification and Integration in American Industry*, Princenton, Princenton University Press.
- Gort, M. y Klepper, S. (1982). "Time Paths in the diffusion of product innovations." *The Economic Journal*, 92. 630-653.
- Graham, J.; Lemmon, M. and Wolf, J. (2002). "Does Corporate Diversification Destroy Value?" *Journal of Finance*, 57(2), 695-720.
- Grant, R. y Jammine, A. (1988). "Performance Differences between the Wrigley/Rumelt Strategic Categories." *Strategic Management Journal*, 9(4), 333-346.
- Greiner, L. (1972). "Evolution and Revolution as Organizations Grow." Harvard Business Review.
- Grossman, S. y Hart, O. (1980). "Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation." *Bell Journal of Economics*, 11. 42-64.
- Grossman, S. y Hart, O. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. In *The Economics of Information and Uncertainty*. 107-140.
- Grossman, S. y Hart, O. (1983). "An Analysis of the Principal-Agent Problem." *Econometrica*, 51(1), 7-45.
- Grullon, G., Michaely, R. y Swaminathan, B. (2002). "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *The Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Gugler, K. y Weigand, J. (2003). "Is Ownership Really Endogenous?" *Applied*

-
- Economics Letters*, 10(8), 483-486.
- Habbershon, T. y Williams, M. (1999). "A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms." *Family Business Review*, 12(1) 1-25.
- Hadlock, C., Ryngaert, M. y Thomas, S. (2001). "Corporate Structure and Equity Offerings: Are there Benefits to Diversification?" *Journal of Business*, 74, 613-635.
- Hair, J. (1995). *Multivariate data analysis with readings*. Edit. Prentice Hall International.
- Hair, J., Anderson, R., Tatham, R. y Black, W. (1999). *Análisis Multivariante*, Ed. Prentice Hall
- Hall, Jr. y John, St. (1994). "A Methodological Note on Diversity Measurement." *Strategic Management Journal*, 15. 153-168.
- Hansen, K. y Tukey, J. (1992). "Tuning a Major Part of a Clustering Algorithm." *International Statistical Review*, 60(1), 21-43.
- Harris, M., Kriebel, C. y Raviv, A. (1982). "Asymmetric information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation." *Management Science*, 20, 604-620.
- Hart, O. (1983). "The Market Mechanism as an Incentive Scheme." *The Bell Journal of Economics*, 14(2), 366-382.
- Hart, O. y Tirole, J. (1990). "Vertical Integration and market Foreclosure." *Bookings Papers on Economic Activity*, 72. 205-576.
- Hartigan, J. (1985). "Statistical Theory in Clustering." *Journal of Classification*, 2(1), 63-76.
- Heaney, R. y Holmen, M. (2008). "Family Ownership and the Cost of Under-Diversification." *Applied Financial Economics*. 18(21), 1721-1737.
- Herfindahl, O. (1950). *Concentration in the steel industry*. Unpublished Ph.D.

- dissertation. Columbia University, New York, 1950.
- Hermalin, B. y Weisbach, M. (1991). "The effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance". *Financial Management*. 20(49), 101-112.
- Hermalin, B., Weisbach, M. (1988). "The determinants of board composition." *RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Hill, C. y Snell, S., (1989). "Effects of ownership Structure and Control on Corporate Productivity." *Academy of Management*. 32(1), 25-46.
- Hirschman, A. (1945). *National Power and the Structure of Foreign*. Berkeley.
- Hirschman, A. (1964). "The Paternity of an Index." *American Economic Review*, 54, 761-762.
- Hitt, M., Hoskisson, R. y Ireland, R. (1994). "A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance." *Journal of Management*, 20(2), 297-326.
- Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R., y Moesel, D. (1993). "Construct Validity of an Objective (entropy) Categorical Measure of Diversification Strategy." *Strategic Management Journal*, 14, 215-235.
- Hubbard, R. y Palia, D. (1999). "A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital markets view." *Journal of Finance*, 54, 1131-1152.
- Hund, J., Monk, D. Y Tice, S. (2007). "Discounting the Discount: Diversification and Growth Rate Uncertainty." Working paper, Tulane University.
- Hund, J., Monk, D. y Tice, S. (2012). "Apples to Apples: The Economic Benefit of Corporate Diversification." Working paper http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023786
- Huse, M. y Zattoni, A. (2008). "Trust, Firm Life Cycle, and Actual Board Behavior: Evidence from "One of the Lads" in the Board of Three Small Firms." *International Studies of Management and Organization*. 38(3), 71-97.

-
- Hyland, D. (1999). "Why Firms Diversify: An Empirical Examination." Unpublished manuscript. Arlington: University of Texas at Arlington.
- Hyland, D. y Diltz, J. (2002). "Why Firms Diversify: An Empirical Examination." *Financial Management*, 31, 51-81.
- Jacquemin, A. y Berry, C. (1979). "Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth." *Journal of Industrial Economics*, 27 (4). 359-369.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. (1988). "The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. The Merger Boom." Federal Reserve Bank of Boston, 31.
- Jensen, M. y Murphy, K. (1990). "Performance pay and top management incentives." *The Journal of Political Economy*, 98. 225-264.
- Jensen, M. (1991). "Corporate Control and the Politics of Finance." *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 13-33.
- Jensen, M., (1993). "Takeovers: Their Causes and Consequences." *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1.
- Jiraporn, P., Kim, Y. y Davidson, W. (2008). "Multiple directorships and corporate diversification." *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 418-435.
- Jiraporn, P., Kim, Y., Davidson, W. y Singh, M. (2006). "Corporate Governance, Shareholder Rights and Firm Diversification: An Empirical Analysis." *Journal of Banking & Finance*. 30(3), 947-963.
- Jovanovic, B. (1982). "Selection and Evolution of Industry." *Econometrica*. 50(3), 649-670.

-
- Kallapur, S. y Trombley, M. (1999). "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth." *Journal of Business & Accounting*, 26(3), 505-519.
- Kaplan, S. y Weisbach, M. (1992). "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures." *Journal of Finance*, 47, 107-138.
- Kazanjian, R. (1988). "Relation of Dominant Problems to Stages of Growth in Technology-Based New Ventures." *The Academy of Management Journal* 31(2), 257-279.
- Kester, W. (1984). "Today's Options for Tomorrow's Growth." *Harvard Business Review*, (March/April), 153-160.
- Kets de Vries, M. (1993). "The dynamics of Family Controlled Firms: The Good and the Bad News." *Organizational Dynamics*, 21(3), 59-71.
- Khanna N. y Tice, S. (20019). "The Bright Side of Internal Capital Markets." *The Journal of Finance*, 56(4), 1489–1528.
- Khanna, N. y Palepu, K. (2000). "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups." *The journal of Finance*. 55(2), 867-891.
- Khorana, A. y Zenner, M. (1998). "Executive compensation of large acquirers in the 1980s", *Journal of Corporate Finance*, 4, 209-240.
- Khoroshilov, Y. (2003). "A dynamic Model of Diversification and Divestiture." Working paper, University of Michigan.
- Kimberly, J. (1979). "Issues in the creation of organizations: initiation, innovation and institutionalization." *Academy of Management Journal*, 22. 437-457.
- Klepper, S. y Thompson, P. (2006). "Submarkets and the Evolution of Market Structure." *The RAND Journal of Economics*, 37(4), 861-886.
- Kole, S. (1991). *An Investigation of the Bundling of Compensation Plans*. Working

- paper. University of Rochester, Rochester. NY.
- Kosnik, R. y Bettenhausen, K. (1992). "Agency theory and the Motivational Effect of Management Compensation: An Empirical Contingency Study." *Group Organization Management*. 17(3), 309-330.
- Kren, L. y Kerr, J. (1997). "The effects of Outside Directors and Board Shareholdings on the Relation Between Chief Executive Compensation and Firm Performance." *Accounting and Business Research*. 27(4), 297-309.
- La Porta, R., López-de-Salines, F. y Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance*, 54, 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation." *The Journal of Finance*, LVII(3), 1147-1170.
- Lacobucci, D. y Rosa, P. (2005). "Growth, diversification, and Business Group Formation in Entrepreneurial Firms." *Small Business Economics*. 25(1), 65-82.
- Lamont, O. (1997). "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets." *Journal of Finance*, 52. 83-109.
- Lamont, O. y Polk, C. (2002). "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks." *Journal of Financial Economics*, 63(2), 51-77.
- Lang L., Stulz R. y Walkling R. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 315-335.
- Lang, H. y Stulz, R. (1994). "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance." *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Lavoie, D. y Culbert, S. (1978). "Stages in organization and development." *Human Relations*, 31. 417-438.
- Leech, D. y Leahy, J. (1991). "Ownership Structure, control Type classifications and the Performance of Large British Companies." *Economic Journal*. 101(409), 1418-1437.

-
- Lester, D. (2004). "Organizational life cycle stage and strategy: Must they match?" *International Journal of Management & Decision Making*, 5(2-3), 144-170.
- Lewellen, W. (1971). "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger." *Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Lewellen, W., Loderer, C. y Martin, K. (1987). "Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), 287-310.
- Lichtenberg, F. (1991). "The Managerial Response to Regulation of Financial Reporting for Segments of Business Enterprise." *Journal of Regulatory Economics*, 3. 241-249.
- Lichtenberg, F. (1992). "Industrial De-diversification and its Consequences for Productivity." *Journal Economics Behavior and Organization*. 18, 427-438.
- Lichtenstein, G. y Lyons, T. (2008). "Revisiting the business life-cycle: Proposing an actionable model for assessing and fostering entrepreneurship." *International Journal of Entrepreneurship & Innovation*, 9, 4. 221-230.
- Liebeskind, J. y Opler, T. (1994). "Corporate Diversification and Agency Costs: Evidence from Privately Held Firms." Working Paper. Ohio State University.
- Lins, K. y Servaes, H. (1999). "International Evidence on the Value of corporate Diversification." *The Journal of Finance*. 54(6), 2215-2239.
- Lins, K. y Servaes, H. (2002). "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?" *Financial Management*, 31(2), 5-31.
- Lippitt, G. y Schmidt, W. (1967). "Crises in a Developing Organization." *Harvard Business Review*, march, 102-112.
- Loderer, C., Martin, K., 1997. "Executive stock ownership and performance: tracking faint traces." *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
- Lozano, B., Miguel, A. y Pindado, J. (2004). "El Conflicto Accionista-Directivo:

- Problemas y Propuestas de Solución.” *Tribuna de Economía*, 813. 225-245.
- Lozano, B., Miguel, A. y Pindado, J. (2005). “Propiedad y Gestión en el Mercado de Control Empresarial: Un Enfoque de Agencia.” *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. XXXIV, 124, 113-139.
- Lukasova, A. (1979). “Hierarchical Agglomerative Clustering Procedure.” *Pattern Recognition*, 11(5-6), 365-381.
- Lyden, F. (1975). “Using Parrsons’ functional analysis in the study of public organizations.” *Administrative Science Quarterly*. 20. 59-70.
- Lynall, M., Golden, B. y Hillman, A. (2003). “Board Composition form Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View.” *Academy Management Review*, 28(3). 416-431.
- Mackey, T. (2006). *Essays on Corporate Diversification and Firm Value*. Dissertation Ph. D. The Ohio state University.
- Majd, S. y Myers, S. (1987). “Tax asymmetries and Corporate Income Tax Reform.” *Journal of Financial Economics*, 12(2), 147-175.
- Maksimovic, V. y Phillips, G. (2002). “Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries? Theory and Evidence.” *Journal of Finance*, 57(2), 721-767.
- Maksimovic, V. y Phillips, G. (2008). “The Industry Life cycle, Acquisitions and Investment: Does Firm Organization Matter?” *The Journal of Finance*, 63(2), 673-708.
- Mansi, S. y Reeb, D. (2002). “Corporate Diversification: What Gets Discounted?” *Journal of Finance*, 57(5), 2167-2183.
- Markides, C. y Williamson, P. (1996): “Corporate Diversification and Organizational Structure: A Resources-Based View”, *Academy of Management Journal*, 39(2), 340-367.
- Markowitz, H. (1952). “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, 12, 77-99.

- Mason, S. y Merton, R. (1985). The role of contingent claims analysis in corporate finance. In E.I. Airman y M. Subrahmanyam, Eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, IL, Irwin, 7-54.
- Matsusaka, J. (2001). "Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities." *Journal of Business*, 74(3), 409-431.
- McConnell, J. y Servaes, H. (1990). "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- McConnell, J. y Muscarella, C. (1995). "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm." *Journal of financial Economics*, 14(3), 399-422.
- 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, 383-400.
- Meyer, M.; Milgrom, P. y Roberts, J. (1992). "Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes." *Journal of Economics and Management Strategy*, 1, 9-35.
- Miguel, A., Pindado, J. y Torre, C. (2004). "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain." *Strategic Management Journal*. 25(12), 1199-1207.
- Miles, R. (1980). *Macro Organizational Behaviour*. Santa Monica, CA.
- Milgrom, P. y Roberts, J. (1992). *Economics Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Milgrom, P. y Roberts, J. (1994). "Comparing Equilibrium." *American Economic Review*, 84. 441-459.
- Miller, D. (1981). "Toward a New Contingency Approach: the Search for Organizational Gestalts." *Journal of Management Studies*, 18, 1-26.
- Miller, D. (1987). "The Genesis of Configuration." *Academy of Management Review*, 12, 686-701.

-
- Miller, D. y Friesen (1984). "A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle." *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Miller, D., Breton-Miller, I. y Lester, R. (2010). "Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly –traded Companies." *Strategic Management Journal*. 31(2), 201-223.
- Miller, M. y Rock, K., (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information." *Journal of Finance*, 40, 1031-1052.
- Mishra, C. y McConaughy, D. (1999). "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt." *Entrepreneurship: Theory and Practice*. 23.
- Mitchell, M. (2000). "The Scope and Organization of Production: Firm Dynamics over the Learning Curve." *The RAND Journal of Economics*, 31(1), 180-205
- Montgomery, C. (1982): "The Measure of Firm Diversification: Some new Empirical Evidence", *Academy of Management Journal*, 25(2), 299-307.
- Montgomery, C. (1985). "Product-Market Diversification and Market Power." *Academy Management Journal*, 28(4), 789-798.
- Montgomery, C. y Singh, (1984). "Diversification Strategy and systematic Risk." *Strategic Management Journal*. 5. 181-191.
- Montgomery, C. y Wernerfelt, B. (1988). "Diversification, Ricardian Rents and Tobin's q ." *Rand Journal of Economics*, 19. 623-632.
- Montgomery, C. (1994). "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspectives*, 8, 163-178.
- Morck, R. y Yeung. B. (1998). *Why firms diversify: Internalization vs. Agency Behavior*. J. Hand and B. Lev. Oxford, U.K., Oxford University.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, 20. 293-315.

- Morck, R.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1990). "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Morrone, M. (2007). "Complementarities among Capability, Transaction and Scale-scope considerations in Determining Organizational Boundaries." *Technology Analysis & Strategic Management*, 19(1), 31-44.
- Motta, A. (2003). "Managerial Incentives and internal Capital Markets." *The Journal of Finance*, 58(3), 1193-1220.
- Mudambi, R. y Nicosia, C. (1998). "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry." *Applied Financial Economics*. 8(2), 175-180.
- Muller, D. (1972). "A Life Cycle Theory of the Firm." *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219.
- Muller, D. (1972). "A Theory of Conglomerate Mergers." *The Quarterly Journal Economics*, 83, 643-659.
- Myers, S. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*. 5(2). 147-175.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have." *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nandelstadh, A. y Rosenberg, M. (2003). "Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: Evidence from Finland." Working Paper 497. Swedish School of Economics and Business Administration.
- Nayyar, P. (1992). "On the Measurement of Corporate Diversification Strategy; Evidence from Large U.S. Service Firm." *Strategic Management Journal*, 13. 219-235.
- Neal, J. (1978). *The life cycle of an alternative organization*. Boston: Intercollegiate Case Clearinghouse.

- Palepu, K. (1985). "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure." *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-235.
- Palia, D. (2001). "The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution." *Review of Financial Studies*, 14(3), 735-764.
- Panzar, J. y Willig, R. (1977). "Economies of Scale in Multi-Output Production." *The Quarterly Journal of Economics*, 91(3), 481-493.
- Panzar, J. y Willig, R. (1981). "Economies of Scope." *The American Economic Review*, 71(2), 268-272.
- Pashley, M. y Philippatos, G. (1990). "Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence." *Applied Economics*, 22, 1181-1196.
- Pástor, L. y Veronesi, P. (2003). "Stock Valuation and Learning about Profitability." *The Journal of Finance*, LVIII (5), 1749-1789.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York; John Wiley.
- Petersen, M. y Rajan, R. (1994). "The Effect of Credit Market competition on Lending Relationships." NBER Working paper 49221.
- Pindado, J. y Torre, C. (2004). "Why is Ownership Endogenous?" *Applied Economics Letters*, 11(14), 901-904.
- Pitts, R. y Hopkins, H. (1982). "Firm Diversity: Conceptualization and Measurement." *Academy of Management Review*, 7(4), 620-629.
- Quinn, R. y Cameron, K. (1983). "Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence." *Management Science*, 29(1), 33-51.
- Rajan, R., Servaes, H. y Zingales, L. (2000). "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment." *Journal of Finance*, 55(1), 35-80.
- Robb, A. (2002). "Small Business Financing: Differences between Young and Old Firms." *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 7(2), 46-65.

- Rohlf, F. (1970). "Perspectives on the application of Multivariate Statistics to Taxonomy." *Taxon*, 20(1), 85-90.
- Romanelli, E. y Tushman, M. (1986). "Inertia, Environments and Strategic choice: A quasi-experimental Design for comparative Longitudinal Research." *Management Science*, 32, 608-621.
- Rose, N. y Shepard, A. (1997). "Firm Diversification and CEO Compensations: Managerial Ability or Executive Entrenchment?" *Rand Journal of Economics*. 28(39), 489-514.
- Rumelt, R. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School Press, Boston, pp. 11-32.
- Rumelt, R. (1982). "How important is industry in explaining firm profitability?" Unpublished working paper, UCLA.
- Raynor, M. (2002). "Real Organizations for Real Options: The Administrative Implications of Creating and Exercising Real Options through Corporate Diversification." 4th Annual Conference on Real Options-Theory meets Practice, junio 22.
- Santalo, J. y Becerra, M. (2006). "The dominance of diversified versus specialized firms across industries." *Journal of Business Research*, 59(3), 335-340.
- Santalo, J. y Becerra, M. (2008). "Competition from Specialized Firms and the Diversification-Performance Linkage" *Journal of Finance*, 63(2) 851-883.
- Sarle, W. (1983). *Cubic Clustering Criterion*. SAS Technical Report A-108. Cary, NC: SAS institute Inc.
- Scharfstein, D. y Stein, J. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment." *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
- Schipper, K. y Thompson, R. (1983). "Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms." *Journal of Financial Economics*, 11, 85-119.

-
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C. y Achleitner, A. (2008). "Family Firms, Agency Costs and Risk Aversion-Empirical Evidence from Diversification and Hedging Decisions." Working Paper 2008-13. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1314823.
- Schulze, W., Lubatkin, M. y Dino, R. (2003). "Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion among the Directors of Private Family Firms." *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
- Scott, B. (1971). *Stages of Corporate Development Part. 1. Case 9*. 294-371. Intercollegiate Case Clearing House, Harvard Business School, Boston.
- Scott, J. (1982). "Multimarket Contact and Economic Performance." *Review of Economics and Statistics*, 64, 368-375.
- Scott, M. y Bruce, R. (1987). "Five stages of growth in small business." *Long Range Planning*, 20(3), 45-52.
- Servaes, H. (1996). "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave." *Journal of Finance*, 51, 1201 -1225.
- Sharpe, W. (1966). "Mutual Found Performance." *Journal of Business*, 119-138.
- Sharpe, W. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19. 425-442.
- Sheng-Syan, C. y Wai, K. (2000). "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value: The Singapore Evidence." *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 315-326.
- Shine, H. y Stulz, R. (1998). "Are Internal Capital Markets Efficient?" *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (2), 531-552.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control" *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shleifer, A. y Vishny, R. y Morck, R. (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*. 20, 293-201

315.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1989). "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics*, 25(2), 123-139.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1990a). "Managerial Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments". *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1990b). "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms." *American Economic Review Papers and Proceedings*, 80, 148-153.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1992). "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach." *Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Short, H. (1994). "Ownership, control, financial structure and the performance of firms." *Journal of Economic Surveys*, 8, 3. 203-249.

Shyu, J. y Chen, Y. (2009). "Diversification, Performance, and the Corporate Life Cycle." *Emerging Markets Finance & Trade*. 45(6), 57-68.

Singh, H. y Harianto, F. (1989). "Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes." *Academy Management Journal*, 32(1), 7-24.

Smith, C. y Watts, R. (1992). "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies." *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.

Smith, K. y Schreiner, J. (1969). "A Portfolio Analysis of Conglomerate Diversification." *Journal of Finance*, 24(3), 413-427.

Smith, K. y Schreiner, J. (1970). "A Reply", *Journal of Finance*, 25(4), 915-916.

Smith, K., Mitchell, T. y Summer, C. (1985). "Top Level Management Priorities in Different Stages of the Organizational Life." *Academy of Management Journal*, 28, 799-820.

- Stein, J. (1997). "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources." *Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Stein, J. (2003). Agency, Information and Corporate Investment. In Constantinides, George, Milton Harris, y Stulz, Eds., *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: North Holland.
- Stickney, C. (1996). *Financial Statement Analysis: A Strategic Perspective*. Third edition. Fort Worth: Dryden Press.
- Stowe, J. y Xing, X. (2006). "Can Growth Opportunities Explain the Diversification Discount?" *Journal of Corporate Finance*, 12. 783-796.
- Stulz, R. (1988). "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control." *Journal of Financial Economics*, 20. 25-54.
- Stulz, R., (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies." *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Stulz, R. y Arikian, A. (2011). "Corporate Acquisitions, Diversification, and the Firm's Lifecycle." Working Paper 17463. <http://www.nber.org/papers/w17463>.
- Suárez, G. (1993). "Fundamentos Teóricos y Empíricos de la relación entre diversificación y Resultados Empresariales". *Revista de Economía Aplicada*, 1(3), 139-165.
- Suárez, G. (1994). "Estrategia de Diversificación y Resultados de la Empresa Española." *Revista de Economía Aplicada*, 2(4), 103-128.
- Teece, D. (1980). "Economics of Scope and the Scope." *Journal of Economic Behavior and Organization*. 1. 223-247.
- Teixeira, G. y Coutinho, M. (2005). "Do Firms have Financing Preferences along their Life Cycle?" Working paper. Universidade Católica Portuguesa.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). "Ownership structure and Economic Performance in the Largest European Companies." *Strategic Management Journal*. 21(6), 689-705.

-
- Tirole, J. (1995). *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Torbert, W. (1974). "Pre-bureaucratic and post bureaucratic stages of organization development." *Interpersonal Development*, 5, 1-25.
- Tornatzky, L., Eveland, J., Boyland, M., Hetzner, W., Johnson, E., Roitman, D. y Schneider, J. (1983). *The Process of Technological Innovation: Reviewing the Literature*. National Science Foundation, Washington, DC.
- Tsai, W., Kuo, C. y Hung, J. (2009). "Corporate Diversification and CEO turnover in Family Businesses: Self-entrenchment or Risk Reduction?" *Small Business Economics*. 32(1), 57-76.
- Varadarajan, P. (1986). "Product Diversity and Firm Performance: an Empirical Investigation." *Journal of Marketing*, 50(39), 43-57.
- Varadarajan, P. y Ramanujan, V. (1987). "Diversification and Performance: A Reexamination Using a new two-dimensional Conceptualization of Diversity in Firm." *Academy of Management*, 30(2), 380-393.
- Villalonga, B., (2004a). "Diversification Discount or Premium? Evidence from the Business Information Tracking Series." *Journal of Finance*. 59(2), 479-506.
- Villalonga, B., (2004b). "Does Diversification Cause the Diversification Discount." *Financial Management*, 33(2), 5-27.
- Villalonga, B. y McGahan, A. (2005). "The Choice among Acquisitions, Alliances and Diversitures." *Strategic Management Journal*. 26(13), 1183-1208.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006). "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, 80, 2. 385-417.
- Wernerfelt, B. (1984). "A resource-based Theory of the Firm." *Strategy Management Journal*. 5(2), 171-180.
- Wernerfelt, B. (1984). "A Resource-Based View of the Firm." *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.

- Westerfield, R. (1970). "A Note on the Measurement of Conglomerate Diversification." *Journal of Finance*. 25(4), 909-914.
- Weston, J. (1970). *The Nature and Significance of Conglomerate Firms*, St. John's Law Review, 44, 66-80.
- White, G., Sondhi, A. y Fried, D. (1997). *The Analysis and Use of Financial Statement*. 2da. ed., New York: John Wiley and Sons.
- Whited, T. (2001). "Is it Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount?" *Journal of Finance*. 56(5), 1667-1691.
- Williamson, O. (1981). "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes." *Journal of Economic Literature*, 19(4). 1537-1568.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.
- Williamson, O. (1970). *Corporate Control and Business Behavior*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Wood, A. (1971). Diversification, merger, and research expenditures: A review of empirical studies. En Morris, R. y Wood. A. (Eds.), *the Corporate Economy: Growth, competition, and Innovative Potential*: 428-453. Boston: Harvard University Press.
- Wrigley, L. (1970). *Divisional Autonomy and Diversification*, tesis doctoral no publicada, Harvard Business School.
- Zahra, S. y Filatotchev, I. (2004). "Governance of the Entrepreneurial Threshold Firm: A Knowledge-based Perspective." *Journal of Management Studies*, 41, 5. 885-897.
- Zhao, A. (2008). *Diversification Effects: A Real Options Approach*. A dissertation Ph. D. Kent state University.