

EDUARDO MENÉNDEZ ALONSO *

SILVIA GÓMEZ ANSÓN **

La estrategia de diversificación empresarial: creación o destrucción de riqueza

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Fundamentos teóricos e hipótesis a contrastar. 3. Base de datos y metodología. 3.1. Base de datos. 3.2. Modelo empírico. 4. Resultados. 5. Conclusiones. Bibliografía.

RESUMEN: El objetivo de este trabajo es analizar la influencia de la diversificación sobre el valor de la empresa. Para ello, utilizando un panel de datos, analizamos la relación de esta estrategia empresarial con el valor de la empresa para una muestra de empresas no financieras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid en el periodo 1990-1994. Como medida de la diversificación utilizamos distintos índices: el número de sectores en los que la empresa desarrolla su actividad, el de importancia relativa del principal sector de actividad, el índice de Herfindahl basado en las ventas y el índice de entropía. Como medida del valor de la empresa utilizamos su rentabilidad económica y su ratio de valoración. Los resultados del estudio sugieren que, en general, la estrategia de diversificación no influye sobre el valor de la empresa.

Palabras clave: diversificación, organización industrial, valor de la empresa, especialización, sobreinversión.

ABSTRACT: This paper analyzes how diversification influences firm value. By using a panel data of non-financial firms quoted in the Madrid Stock Exchange over the period 1990-1994 we study the relation between firm diversification degree and firm value. Firm value is defined using an accounting (return on assets) and a market (proxy of Tobin's q ratio) measure. The degree of a firm's diversification is measured through different indexes. Overall, the results suggest that diversification strategy does not seem to influence significantly firm value.

Key words: diversification, industrial organization, firm value, specialization, overinvestment.

* Profesor Asociado. Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

** Profesora Titular. Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

Agradecemos los comentarios sobre versiones previas de este trabajo realizadas por Ana Isabel Fernández Álvarez, por los participantes en el VIII Congreso Nacional de Accede celebrado en Las Palmas de Gran Canaria y por dos evaluadores anónimos que han intervenido en el proceso de evaluación.

1. Introducción

La literatura económica ha concedido una significativa atención a las causas que motivan la estrategia de diversificación empresarial, así como a sus efectos sobre la riqueza empresarial. Los argumentos teóricos esgrimidos en relación a su efecto sobre el valor de la empresa han variado con el tiempo, coincidiendo con la tendencia hacia la diversificación o especialización predominantes en la época en que fueron propuestos. Así, en la década de los sesenta y principios de los setenta, coincidiendo con la tendencia hacia la diversificación emprendida en el período 1950-1970 y con la ola de fusiones donde predominaban las adquisiciones de tipo conglomerado (RAVENSCHRAFT y SCHERER, 1987), diferentes autores sugieren argumentos teóricos relacionados con los efectos netos beneficiosos de este tipo de estrategia empresarial. Estos beneficios incluyen el incremento en el nivel de eficiencia operativa de la empresa mediante la obtención de economías de escala y de alcance, especialmente en estrategias de diversificación relacionada; la creación de un mercado de capitales interno, que permite alcanzar un elevado grado de eficiencia en la asignación de los recursos financieros disponibles entre los proyectos de inversión presentados por las distintas divisiones de la empresa, así como la resolución de posibles problemas de infrainversión; o el conocido como *efecto coaseguro*, esto es, la posibilidad de incrementar la capacidad de endeudamiento de la empresa mediante la agregación de actividades o negocios cuyas corrientes de ingresos no están perfectamente correlacionadas.

Frente a esta tendencia, desde finales de la década de los setenta se observa una tendencia creciente hacia la especialización empresarial, con un incremento del porcentaje de empresas que operan en un único segmento de actividad (COMMENT y JARRELL, 1995), y con ventas de activos, especialmente de empresas no rentables (LANG *et al.*, 1995), o de empresas que emprendieron en el pasado adquisiciones de tipo conglomerado (KAPLAN y WEISBACH, 1992; ALLEN *et al.*, 1995). De acuerdo con esta nueva tendencia, en las últimas décadas distintos autores tienden a enfatizar los costes asociados a la estrategia de diversificación de la empresa. Entre estos costes se cuentan la tendencia a sobreinvertir en actividades o negocios con reducidas oportunidades de inversión, especialmente en empresas con elevados niveles de tesorería discrecional (*free cash flow*), o la subsidiación cruzada de negocios no rentables por parte de aquellos que lo son, lo que representa una destrucción de valor para la empresa.

Nuestro objetivo es analizar el efecto neto de la estrategia de diversificación sobre el valor de las empresas durante la primera parte de la década de los noventa en el mercado de capitales español. Para ello utilizamos un panel de datos de empresas no financieras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994, relacionando distintos índices representativos del grado de diversificación (número de sectores en los que la empresa desarrolla su actividad, importancia relativa del principal sector de actividad, índice de Herfindahl basado en las ventas, así como un índice de entropía), con medidas contables (rentabilidad económica) y de mercado (ratio de valoración) representativas del valor de la empresa. Los resultados del estudio indican que, en general, la estrategia de diversificación no influye significativamente en el valor de la empresa.

El resto del trabajo se ha estructurado como sigue: en la sección 2 revisamos los fundamentos teóricos del estudio; la sección 3 describe la base de datos y modelo empírico a contrastar; la sección 4 analiza los resultados del estudio, y, finalmente, en la sección 5 se recogen las conclusiones más relevantes del trabajo.

2. Fundamentos teóricos e hipótesis a contrastar

La diversificación como estrategia de crecimiento interno o externo de la empresa influye en el valor de la empresa y, por ende, en la riqueza empresarial, siendo su efecto neto sobre dicho valor, *a priori*, difícil de establecer ya que dependerá del predominio de los efectos positivos (beneficios) o de los negativos (costes) asociados a esta estrategia¹. Como proponía PENROSE (1962), un cierto grado de diversificación empresarial puede ser consistente con el objetivo de aumentar la riqueza de los accionistas cuando la diversificación permite explotar los excesos de capacidad existentes en ciertos recursos, en especial, recursos tangibles específicos a la empresa, o recursos intangibles. Además, en algunas situaciones, la diversificación da lugar a una reducción del riesgo de quiebra. Desde este punto de vista, la diversificación puede ser beneficiosa para los accionistas, pero la cuestión fundamental que se plantea es la de determinar cuándo esta estrategia empresarial se convierte en una carga para los mismos, ya que la diversificación conlleva, asimismo, restricciones para las unidades de negocios y costes para la empresa en su conjunto (PORTER, 1987). Es decir, se trata de establecer cuál es el efecto neto conjunto de la estrategia de diversificación de la empresa sobre su valor, como consecuencia de los costes y beneficios que ésta conlleva.

Entre los beneficios de esta estrategia empresarial se incluyen el posible incremento en el nivel de eficiencia operativa de la empresa mediante la obtención de economías de escala y de alcance, especialmente en estrategias de diversificación relacionada que permiten explotar los excesos de capacidad existentes en recursos específicos e intangibles a las empresas, cuya transferencia al mercado conlleva elevados costes de transacción (COMMENT y JARRELL, 1995); o la creación de un mercado de capitales interno que permitirá alcanzar un elevado grado de eficiencia en la asignación de los recursos financieros disponibles entre los proyectos de inversión presentados por las distintas divisiones de la empresa (WESTON, 1970) y reducirá posibles problemas de infrainversión derivados de la no realización de inversiones rentables (STULZ, 1990).

Otro beneficio potencial de la diversificación procede del llamado *efecto coaseguro*; esto es, la agregación de actividades o negocios cuyas corrientes de ingresos no están perfectamente correlacionadas incrementa la capacidad de endeudamiento de las empresas (LEWELLEN, 1971), permitiéndoles un mayor aprovechamiento de las ventajas fiscales asociadas a la financiación mediante deuda, dada la deducibilidad de los gastos financieros². Además, la diversificación genera una ventaja fiscal adicional, al permitir la compensación inmediata de las pérdidas incurridas en de-

¹ Para una revisión exhaustiva de la literatura acerca de los fundamentos teóricos de la estrategia de diversificación así como la evidencia empírica existente respecto al efecto de la diversificación sobre los resultados empresariales, véase SUÁREZ (1993).

² Es posible que este *efecto coaseguro* represente una mayor ventaja para los acreedores que para los accionistas de la empresa diversificada, tal como apuntaba uno de los evaluadores anónimos.

terminadas actividades con los beneficios generados en otras áreas, reduciendo a través de esta agregación la carga fiscal en mayor medida que si los negocios se estructurasen en empresas separadas, donde sólo es posible la compensación de pérdidas con los beneficios futuros que genere dicha actividad.

Entre sus costes se cuentan el incremento de la tendencia a sobreinvertir en actividades o negocios con reducidas oportunidades de inversión (STULZ, 1990), especialmente en empresas con altos niveles de tesorería discrecional, esto es, de recursos financieros disponibles en exceso respecto a los necesarios para financiar la cartera de proyectos con valor actual neto positivo (JENSEN, 1986); la subsidiación cruzada de negocios no rentables por parte de aquellos que lo son, lo que representa una destrucción de valor para la empresa (MEYER *et al.*, 1992); la posible existencia de asimetrías informativas entre los directivos centrales y los de las diferentes unidades de negocio (MYERSON, 1992), o la dificultad de las empresas diversificadas para diseñar incentivos que motiven a sus empleados en la búsqueda de vías para incrementar la rentabilidad de las actividades centrales de la empresa diversificada (ROTEMBERG y SALONER, 1994).

Dados estos posibles beneficios y costes asociados a la estrategia de diversificación, su efecto neto sobre el valor empresarial resulta *a priori* difícil de establecer. Además, el efecto neto también depende del grado de diversificación de la empresa. Desde la Dirección Estratégica se argumenta que los rendimientos de los recursos invertidos son decrecientes a medida que se incrementa el ámbito de actuación de la empresa (MONTGOMERY y WERNERFELT, 1988). GRANT (1997, p. 453) argumenta que la existencia de niveles elevados de diversificación crea problemas relativos a la dirección de la complejidad. Existen evidencias empíricas que confirman que, a partir de un determinado nivel de diversificación, los incrementos adicionales del mismo se asocian con resultados decrecientes (GRANT *et al.*, 1988).

La evidencia empírica al respecto no es concluyente. CHATTERJEE y WERNERFELT (1991), en una revisión de trabajos empíricos que analizan la influencia de la diversificación sobre el valor contable empresarial, no llegan a resultados concluyentes, mientras que COPELAND y WESTON (1979) documentan la existencia de un efecto positivo de la diversificación sobre el valor de la empresa. Estudios más recientes en el mercado estadounidense sugieren una relación negativa entre distintas medidas de la diversificación de la empresa y la ratio *q* de Tobin (MONTGOMERY y WERNERFELT, 1988; LANG *et al.*, 1995), o la rentabilidad de mercado de la empresa (COMMENT y JARRELL, 1995). Los resultados de BERGER y OFEK (1995) conducen a una conclusión similar, al observar que el valor de las empresas diversificadas es entre un 13 y un 15 por 100 inferior al resultante de agregar distintas unidades de negocio. MARKIDES (1995) encuentra incrementos en la rentabilidad de las empresas que han adoptado estrategias de reducción del grado de diversificación durante los años ochenta.

Este efecto negativo de la estrategia de diversificación sobre el valor de las empresas se ve asimismo apoyado por la evidencia que aportan diversos estudios que analizan la reacción del mercado ante el anuncio de adquisiciones de empresas y de desinversiones de activos. Se observa así, en general, la existencia de una penalización para las empresas adquirentes que emprenden operaciones de diversificación (ECKBO, 1985; MORCK *et al.*, 1990; KAPLAN y WEISBACH, 1992), mientras que la venta de activos, las desinversiones de unidades de negocios y las reducciones en el ni-

vel de diversificación conllevan incrementos en la riqueza accionarial (HITE y OWNERS, 1987; MARKIDES, 1992; LANG *et al.*, 1995; JOHN y OFEK, 1995; DALEY *et al.*, 1997), siendo la razón más frecuentemente esgrimida por las empresas para realizar una venta de una unidad de negocio su deseo de incrementar la especialización de la empresa o modificar su estrategia (KAPLAN y WEISBACH, 1992).

Respecto al mercado español cabe citar el trabajo reciente de SUÁREZ (1994) referido al periodo 1987-1990 donde los resultados no confirman la superioridad de la estrategia de diversificación relacionada, al ser la estrategia de negocio único la que conduce a los mayores niveles de rentabilidad. En este estudio tampoco se observan para el caso de las empresas españolas diferencias significativas en cuanto a resultados entre las estrategias de diversificación relacionada y no relacionada.

3. Base de datos y metodología

3.1. BASE DE DATOS

La base de datos utilizada en el estudio está compuesta por una muestra de empresas no financieras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid durante los ejercicios 1990-1994. La base de datos fue elaborada a partir de las memorias anuales, de la información suministrada por la CNMV y la Bolsa de Madrid y los directorios Dun's & Bradstreet. Sobre esta base inicial se eliminaron las observaciones de empresas para las que no había datos en algunos de los años considerados en el estudio, así como aquellas empresas pertenecientes a un sector de actividad con una única empresa en la muestra. Los sectores de actividad se definieron de acuerdo con la clasificación sectorial *Standard Industrial Classification* (SIC) a nivel de dos dígitos. Con estas restricciones, la muestra final está compuesta por un panel completo de 64 empresas no financieras agrupadas en quince sectores productivos diferentes durante el periodo considerado, siendo el número total de observaciones de 320.

El cuadro 1 muestra la adscripción sectorial de las empresas de la muestra de acuerdo con la clasificación SIC. Las empresas de la muestra pertenecen mayoritariamente a los sectores de cementeras y auxiliar de la construcción, agua, electricidad y gas, alimentación, inmobiliarias, papel y derivados, químicas y mayoristas de productos percederos.

3.2. MODELO EMPÍRICO

La validación empírica del efecto neto de la estrategia de diversificación sobre el valor de la empresa se realiza utilizando un panel de datos individuales (a nivel de empresa) que analiza cómo afecta el nivel de diversificación de la empresa a su valor, contable y de mercado, en un mismo periodo. La utilización de esta técnica econométrica presenta ventajas frente al análisis de datos de corte transversal (regresiones lineales múltiples) ya que permite analizar la posible presen-

CUADRO 1.—Adscripción sectorial por códigos SIC de las empresas de la muestra

Sector	Número de empresas	Porcentaje
Minerales metálicas	3	4,69
Inmobiliarias	5	7,81
Constructoras	3	4,69
Contratistas especializados	3	4,69
Alimentación	8	12,50
Textil	2	3,13
Papel y derivados	4	6,25
Artes gráficas, editoriales	2	3,13
Químicas	4	6,25
Cementeras y auxiliar de construcción	10	15,63
Siderurgia	2	3,13
Maquinaria eléctrica	2	3,13
Autopistas	3	4,69
Agua, gas y electricidad	9	14,06
Mayoristas de productos perecederos	4	6,25
N	64	

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994. La adscripción sectorial se realiza siguiendo la clasificación *Standard Industrial Classification* (SIC) a nivel de dos dígitos.

cia de efectos individuales no observables, asociados a factores específicos de las empresas³.

3.2.1. Definición de variables

La construcción del modelo empírico a contrastar requiere definir las variables a explicar y las variables explicativas. En primer lugar, definimos como variable dependiente dos variables proxy del valor de la empresa: una del valor contable de la empresa (rentabilidad económica) y otra del valor de mercado (la ratio de valoración). Esta última incorpora el valor económico de los flujos de caja de la empresa. La variable rentabilidad económica (RE) se define como la relación entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total a 31 de diciembre del año considerado, mientras que la ratio de valoración (RV) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios en la misma fecha. Al incluir valores de mercado, este último indicador refleja la influencia de la diversificación tanto sobre la rentabilidad como sobre el riesgo de la empresa.

Las variables explicativas o independientes se refieren al grado de diversificación de la empresa. Inicialmente se propone como medida indicativa del grado de

³ Para un análisis pormenorizado de la problemática asociada a estas técnicas econométricas, véanse los artículos de HAUSMAN y TAYLOR (1981), MAULEÓN (1987) y ARELLANO y BOVER (1990).

diversificación empresarial el número de sectores en los que opera la empresa (NUMSEC) definidos de acuerdo con la *Standard Industrial Classification* (SIC), a nivel de dos dígitos. Este indicador, que está directamente relacionado con el grado de diversificación de la empresa, no tiene en cuenta la importancia relativa de cada sector de actividad o unidad de negocio dentro de la empresa. Por ello, utilizamos como medidas alternativas el índice de importancia relativa, el índice de Herfindahl basado en las ventas y el índice de entropía.

El índice de importancia relativa (IRPS) se define como la proporción de las ventas de la empresa correspondientes al principal sector en el que opera, tal que:

$$\text{IRPS} = \frac{S_P}{S}$$

donde:

S_P : ventas correspondientes al principal sector.

S : volumen total de ventas de la empresa.

Este indicador está inversamente relacionado con el grado de diversificación de la empresa, pues cuanto mayor sea el peso de las ventas en el principal sector de actividad, menor será su diversificación. El índice de entropía mide la importancia, en términos de ventas, de la principal unidad de negocio de la empresa.

El índice de Herfindahl basado en las ventas (HERFIN), cuya relación con la diversificación de la empresa es también negativa, mide la importancia no sólo del principal sector de actividad, sino de todos los que opera la empresa, aunque asigna una mayor ponderación a los negocios de mayor importancia relativa. Se define como la suma de los cuadrados de los porcentajes de las ventas de la empresa en cada segmento:

$$\text{HERFIN} = \sum_{i=1}^N \left(\frac{S_i}{S} \right)^2$$

donde:

S_i : ventas de la empresa correspondientes al sector de actividad i .

S : volumen total de ventas de la empresa.

Finalmente, el índice de entropía se define como una suma ponderada de los porcentajes de las ventas de la empresa en cada segmento o negocio, asignando, a diferencia del índice de Herfindahl, una mayor importancia a los segmentos de negocio de menor importancia relativa. Este índice está relacionado directamente con el grado de diversificación empresarial y se define como:

$$\text{ENTROP} = \sum_{i=1}^N S_i \cdot \ln \left(\frac{1}{S_i} \right)$$

donde S_i son las ventas de la empresa correspondientes al sector de actividad i .

Dadas las distintas definiciones de estos índices, si la estrategia de diversificación crea riqueza para la empresa, sería de esperar una relación negativa entre el valor de la empresa (contable o de mercado) y el índice de importancia relativa (IRPS) y el de Herfindahl (HERFIN), mientras que la relación sería positiva con el índice representativo del número de sectores en los que opera la empresa (NUMSEC) y el índice de entropía (ENTROP).

Con objeto de evitar posibles relaciones espurias en el modelo planteado, introducimos en el análisis, como variables de control, el apalancamiento financiero de la empresa (APAL) definido como la ratio deuda entre activo total, el tamaño de la empresa (TAMEMP) definido como el logaritmo del activo, así como una variable proxy de su nivel de riesgo (RIESGO) definido como el grado de apalancamiento operativo de la empresa. Se incluyen también variables ficticias temporales para evitar posibles efectos asociados al ciclo económico⁴.

El cuadro 2 presenta los valores de los estadísticos descriptivos (media, mediana y desviación estándar) de las variables consideradas en el modelo. Hay que destacar que la rentabilidad económica (RE) presenta un valor medio y mediano de alrededor de 0,06, mientras que estos valores para la ratio de valoración son superiores a 1. La media y mediana del número de sectores donde operan las empresas es aproximadamente de 2 sectores.

CUADRO 2.—*Estadística descriptiva de las variables utilizadas*

Variables	Media	Mediana	Desviación estándar
RE	0,06	0,06	0,06
RV	1,39	1,10	1,28
NUMSEC	1,92	2	1,11
IRPS	0,82	0,98	0,30
HERFIN	0,86	0,97	0,21
ENTROP	0,24	0,06	0,32
APAL	0,42	0,438	0,20
TAMEMP	10,37	10,288	1,42
RIESGO	0,03	0,01	2,73

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. NUMSEC es el número de sectores en los que opera la empresa. IRPS es el índice de importancia relativa definido como la proporción de las ventas de la empresa correspondientes al principal sector en el que opera. HERFIN es el índice de Herfindahl basado en las ventas definido como la suma de los cuadrados de los porcentajes de las ventas de la empresa en cada segmento de actividad. ENTROP es el índice de entropía definido como una suma ponderada de los porcentajes de las ventas de la empresa en cada segmento o negocio. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total. TAMEMP es el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo.

Al dividir la muestra entre aquellas empresas que operan en un único sector de actividad (29 empresas) o varios (35 empresas), podemos observar en el cuadro 3 que la rentabilidad económica de la empresa es mayor si la empresa opera en un único sector de actividad, pero no así la ratio de valoración. En cuanto a las varia-

⁴ Dada la escasa dimensión temporal de la muestra, no se consideran como explicativos valores retardados de las variables independientes.

CUADRO 3.—El valor de la empresa y el número de sectores en los que opera la empresa

Variables	Empresas que operan en un único sector	Empresas que operan en varios sectores
RE	0,07	0,04
RV	1,26	1,52
APAL	0,43	0,41
TAMEMP	1.632	1.807
RIESGO	0,66	0,54
N	29	35

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total, TAMEMP es el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. N es el número de empresas en cada muestra.

bles de control se observa un mayor nivel de endeudamiento de las empresas que operan en único sector, lo que *a priori* no está de acuerdo con el denominado efecto coaseguro de la deuda, un mayor riesgo económico y, como sería de esperar, un menor tamaño.

3.2.2. Especificación del modelo

El modelo cuantitativo utilizado para contrastar la influencia de la estrategia de la diversificación sobre el valor de la empresa, mediante un panel de datos, adopta la siguiente especificación:

$$Y_{it} = \beta_1 \cdot X_{it} + \psi_i + \xi_{it}$$

donde $i = 1, \dots, N$, es el número de empresas; $t = 1, \dots, T$, denota cada período; X_{it} representa el vector de las variables explicativas; β , el vector de parámetros a estimar en el estudio; ψ_i representa la heterogeneidad no observable asociado a características intrínsecas de las empresas de variación lenta en el tiempo, y ξ_{it} es un término de error distribuido normalmente.

Dada la posible importancia de efectos individuales no observables, la estimación del modelo se realiza a través de un panel de datos. Además, dada la posible existencia de efectos sectoriales, las variables del modelo se expresan en diferencias con respecto a la mediana de cada sector en cada año⁵.

⁵ Además de controlar el efecto sectorial, esta corrección resuelve el problema de multicolinealidad que se generaría si se incluyesen en el modelo variables dicotómicas sectoriales para controlar este efecto.

4. Resultados

De acuerdo con el objetivo expuesto se construye un panel de datos con el conjunto de las empresas consideradas a lo largo de todo el período objeto de estudio (1990-1994). La variable dependiente es el valor contable (rentabilidad económica) y de mercado (ratio de valoración) de la empresa. Como variables independientes se incluyen los distintos índices representativos del grado de diversificación empresarial (NUMSEC, IRPS, HERFIN y ENTROP), así como las variables de control relativas al apalancamiento financiero (APAL), al tamaño de la empresa (TAMEMP), al nivel de riesgo económico (RIESGO) y las variables *dummy* temporales.

El cuadro 4 muestra los resultados obtenidos. En todas las estimaciones realizadas, la aplicación del test de Hausman permite rechazar la ausencia de correlación entre las variables independientes utilizadas y los efectos individuales, lo que aconseja la utilización del modelo de efectos fijos. La variable representativa del grado de diversificación de la empresa influye de forma significativa, y solamente sobre el valor contable de la empresa, cuando se mide a través del índice de importancia relativa en el principal sector de actividad (Panel B). La relación es positiva, indicando que cuanto mayor es la importancia, en porcentaje de ventas, del principal sector de actividad de la empresa, y, por tanto, menor es su diversificación, mayor es la rentabilidad económica de la empresa. Este resultado parece, por tanto, sugerir el efecto neto negativo de la diversificación sobre el valor contable empresarial. Sin embargo, la relación de esta variable con el valor de mercado de la empresa medido a través de la ratio de valoración, aunque positiva, no es estadísticamente significativa.

En cuanto a los otros índices de diversificación utilizados y su relación con el valor de la empresa, se observa que en ningún caso los coeficientes de las estimaciones realizadas son estadísticamente significativos, ni en relación al valor contable, ni tampoco con relación al valor de mercado. Además, el coeficiente no siempre es el esperado en relación con los resultados obtenidos con el índice de importancia relativa en el principal sector de actividad de la empresa. Es positivo, como sería de esperar si predomina el efecto negativo asociado a la diversificación para el índice de Herfindahl (Panel C) y también positivo, contrariamente a lo que se podría esperar, en el caso del índice de entropía (Panel D). El coeficiente asociado al índice representativo del número de sectores en los que opera la empresa es positivo, o negativo, dependiendo de la variable a explicar considerada, valor contable o de mercado, pero en ninguno de los casos es estadísticamente significativo.

Los resultados obtenidos sugieren así que, en general, la diversificación no parece influir en el valor de la empresa durante la primera parte de la década de los noventa en el mercado de capitales español. Tan sólo se observa una leve relación, estadísticamente significativa al nivel del 95 por 100, entre la importancia relativa de las ventas en el principal sector de actividad de las empresas y la rentabilidad económica, pero no sobre el valor de mercado de las empresas objeto de estudio. Estos resultados no concuerdan con los obtenidos recientemente en el mercado estadounidense.

Para analizar con mayor profundidad la posible relación entre la diversificación de la empresa y su valor repetimos el análisis estratificando las empresas según su

CUADRO 4.—La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa

Panel A: Variable representativa de la diversificación NUMSEC			RE	RV
Constante			0,13E-01*** (5,26)	0,18 (1,21)
NUMSEC			0,42E-05 (0,14)	-0,24E-04 (-0,02)
APAL			-0,32E-01 (-1,37)	0,61 (0,96)
TAMEMP			0,32E-01*** (6,99)	0,39E-01 (0,42)
RIESGO			0,38E-05 (0,58)	0,15E-04 (0,10)
R ² ajustado			0,82	0,54
Panel B: Variable representativa de la diversificación IRPS			RE	RV
Constante			-0,951E-02 (-0,96)	-0,16 (-0,57)
IRPS			0,18E-01* (1,94)	0,99E-01 (0,30)
APAL			-0,28E-01 (-1,29)	2,13*** (2,63)
TAMEMP			-0,131E-02 (-0,25)	-1,39*** (-3,26)
RIESGO			0,22E-05 (0,53)	-0,22E-03 (-0,98)
R ² ajustado			0,71	0,57

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total. TAMEMP es el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial.

*** Estadísticamente significativo al nivel del 99 por 100.

nivel de endeudamiento y su tamaño (menor o mayor que la mediana muestral). El cuadro 5 muestra los resultados obtenidos al dividir la muestra en dos submuestras, en función del endeudamiento empresarial. Observamos, nuevamente, que la única relación estadísticamente significativa es la existente entre el indicador de la diversificación empresarial, índice de importancia relativa, y el valor contable de la empresa (rentabilidad económica), y esto únicamente para el caso de las empresas con ratio de endeudamiento superior a la mediana muestral (Panel B). Estos resultados parecen indicar que, en empresas con ratios de endeudamiento elevados, una mayor

4. CUADRO 4 (cont.).—La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa

Panel C: Variable representativa de la diversificación HERFIN		
	RE	RV
Constante	0,24E-02 (0,21)	-0,14 (-0,38)
HERFIN	0,84E-02 (0,70)	0,39 (0,95)
APAL	-0,57E-01*** (-2,91)	0,62 (0,98)
TAMEMP	0,18E-01*** (5,61)	0,51E-01 (0,55)
RIESGO	0,15E-05 (0,46)	0,21E-04 (0,14)
R ² ajustado	0,82	0,54
Panel D: Variable representativa de la diversificación ENTROP		
	RE	RV
Constante	0,14E-01*** (5,33)	0,19 (1,23)
ENTROP	0,24E-04 (1,14)	0,34E-03 (0,46)
APAL	-0,33E-01 (-1,43)	0,60 (0,96)
TAMEMP	0,32E-01*** (6,99)	0,40E-01 (0,42)
RIESGO	0,40E-05 (0,61)	0,17E-04 (0,11)
R ² ajustado	0,82	0,54

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total, TAMEMP el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial.

*** Estadísticamente significativo al nivel del 99 por 100.

La concentración de las ventas en el negocio principal de la empresa incrementa su valor contable. Sin embargo, esta relación no se observa cuando se utiliza como variable dependiente el indicador del valor de mercado. Es más, la relación más significativa se presenta en este caso para las empresas con una menor ratio de endeudamiento. El resto de los resultados obtenidos, cuando utilizamos los otros índices representativos del nivel de diversificación de la empresa, no aportan nuevas evidencias sobre los ya comentados en el cuadro 4 (Paneles A, B, C).

CUADRO 5.—La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa en función del nivel de endeudamiento de las empresas

Panel A: Variable representativa de la diversificación NUMSEC					
	RE		RV		
	APAL < mediana	APAL > mediana	APAL < mediana	APAL > mediana	
Constante	-0,10E-01*** (-3,35)	0,19E-01 (1,39)	0,14 (0,57)	0,33 (1,60)	
NUMSEC	0,18E-05 (0,17)	0,16E-02 (0,28)	0,39E-03 (0,86)	-0,42E-01 (-0,51)	
TAMEMP	0,25E-01*** (4,30)	-0,18E-04 (-0,50)	0,88E-01 (0,538)	0,24E-03 (0,46)	
RIESGO	0,13E-04 (1,33)	0,57E-05 (1,07)	0,13E-03 (0,46)	-0,32E-04 (-0,33)	
R ² ajustado	0,73	0,82	0,49	0,75	

Panel B: Variable representativa de la diversificación IRPS					
	RE		RV		
	APAL < mediana	APAL > mediana	APAL < mediana	APAL > mediana	
Constante	-0,17E-1* (-1,68)	0,22E-1*** (2,36)	-0,46 (-1,02)	0,27*** (5,04)	
IRPS	0,10E-1 (0,83)	0,19E-4** (2,05)	0,76 (1,61)	0,15E-3 (0,98)	
TAMEMP	0,26E-1*** (4,21)	-0,21E-4 (-0,67)	0,11 (0,63)	0,24E-3 (0,46)	
RIESGO	0,12E-4 (1,15)	0,35E-5 (0,63)	1,00E-4 (0,31)	0,22E-4 (0,17)	
R ² ajustado	0,75	0,80	0,51	0,70	

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total, TAMEMP el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial. Las empresas se estratifican dependiendo del nivel de endeudamiento superior o inferior a la mediana de la muestra.

* Estadísticamente significativo al nivel del 90 por 100.

** Estadísticamente significativo al nivel del 95 por 100.

*** Estadísticamente significativo al nivel del 99 por 100.

** Estadísticamente significativo al nivel del 95 por 100.

CUADRO 5 (cont.).—La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa en función del nivel de endeudamiento de las empresas

Panel C: Variable representativa de la diversificación HERFIN					
Constante	RE		RV		
	APAL < mediana	APAL > mediana	APAL < mediana	APAL > mediana	
Constante	-0,10E-01*** (-3,36)	0,54E-01*** (2,19)	0,14 (0,57)	-0,35E-01 (-0,10)	
HERFIN	0,15E-05 (0,13)	-0,36E-01 (-1,39)	0,39E-03 (0,82)	0,33 (0,85)	
TAMEMP	0,25E-01*** (4,30)	-0,34E-04 (-0,93)	0,88E-01 (0,54)	0,34E-03 (0,63)	
RIESGO	0,13E-04 (1,33)	0,47E-05 (0,79)	0,13E-03 (0,47)	-0,27E-06 (-0,00)	
R ² ajustado	0,73	0,82	0,49	0,75	

Panel D: Variable representativa de la diversificación ENTROP					
Constante	RE		RV		
	APAL < mediana	APAL > mediana	APAL < mediana	APAL > mediana	
Constante	-0,11E-01 (-1,58)	0,16E-01 (1,63)	0,15 (0,59)	0,29* (1,95)	
ENTROP	0,50E-05 (0,51)	0,28E-01 (1,64)	0,42E-03 (0,33)	-0,19 (-0,73)	
TAMEMP	0,15E-01*** (3,40)	-0,40E-04 (-1,11)	0,08E-01 (0,54)	0,33E-03 (0,60)	
RIESGO	-0,16E-05 (-0,35)	0,50E-05 (0,98)	0,13E-03 (0,48)	-0,15E-04 (-0,14)	
R ² ajustado	0,73	0,82	0,50	0,75	

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total. TAMEMP el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial. Las empresas se estratifican dependiendo del nivel de endeudamiento superior o inferior a la mediana de la muestra.

*** Estadísticamente significativo al nivel del 99 por 100.

En el cuadro 6 se ha dividido la muestra analizada atendiendo al tamaño de las empresas objeto de estudio. En ningún caso se observa una relación significativa entre la rentabilidad y las distintas medidas de diversificación propuestas. Esta ausencia de significación estadística persiste cuando se utiliza la ratio de valoración como variable dependiente.

CUADRO 6.—*La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa en función del tamaño de la empresa*

Panel A: Variable representativa de la diversificación NUMSEC				
	RE		RV	
	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana
Constante	0,31E-02 (0,37)	0,24E-02 (0,18)	0,37 (1,31)	0,11 (0,55)
NUMSEC	0,14E-04 (0,40)	0,31E-02 (0,60)	0,38E-03 (0,26)	-0,57E-01 (-0,69)
APAL	-0,11E-01 (-0,36)	-0,52E-01 (-1,64)	1,64 (1,44)	-0,12 (-0,24)
RIESGO	0,29E-05 (0,35)	0,28E-05 (0,62)	0,30E-03 (0,92)	-0,69E-04 (-0,67)
R ² ajustado	0,65	0,84	0,52	0,70

Panel B: Variable representativa de la diversificación IRPS				
	RE		RV	
	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana
Constante	0,30E-2 (0,37)	0,73E-2 (0,83)	0,37 (1,64)	0,44E-1 (0,9)
IRPS	0,70E-5 (0,68)	0,13E-4 (1,36)	0,49E-3 (1,10)	-0,14E-3 (-0,82)
APAL	-0,13E-1 (-0,47)	-0,65E-1** (-2,25)	1,54 (1,54)	0,65 (1,05)
RIESGO	0,15E-5 (0,19)	0,32E-5 (0,70)	0,30E-3 (1,21)	-0,2E-4 (-0,16)
R ² ajustado	0,66	0,83	0,52	0,68

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total, TAMEMP el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial. Las empresas se estratifican dependiendo del tamaño superior o inferior a la mediana de la muestra.

** Estadísticamente significativo al nivel del 95 por 100.

CUADRO 6 (cont.).—La influencia de la diversificación en el valor contable y de mercado de la empresa en función del tamaño de la empresa

Panel C: Variable representativa de la diversificación HERFIN				
	RE		RV	
	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana
Constante	0,64E-02 (0,38)	0,16E-01 (0,71)	0,62E-01 (0,10)	-0,31 (-0,86)
HERFIN	-0,39E-02 (-0,23)	-0,92E-02 (-0,40)	0,36 (0,55)	0,37 (0,950)
APAL	-0,10E-01 (-0,35)	-0,53E-01* (-1,66)	1,51 (1,39)	-0,16 (-0,30)
RIESGO	0,31E-05 (0,37)	0,28E-05 (0,63)	0,28E-03 (0,81)	-0,68E-04 (-0,65)
R ² ajustado	0,64	0,84	0,51	0,70

Panel D: Variable representativa de la diversificación ENTROP				
	RE		RV	
	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana	TAMEMP < mediana	TAMEMP > mediana
Constante	0,35E-02 (0,42)	0,53E-02 (0,53)	0,38 (1,34)	0,63E-01 (0,44)
ENTROP	0,30E-04 (1,24)	0,12E-01 (0,78)	0,59E-03 (0,58)	-0,26 (-1,02)
APAL	-0,12E-01 (-0,39)	-0,49E-01 (-1,54)	1,64 (1,44)	-0,17 (-0,32)
RIESGO	0,32E-05 (0,39)	0,26E-05 (0,59)	0,31E-03 (0,93)	-0,68E-04 (-0,65)
R ² ajustado	0,65	0,85	0,52	0,70

La muestra se compone de 64 empresas no financieras admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1990-1994 (362 observaciones). RE (rentabilidad económica) se define como la razón entre los beneficios antes de intereses e impuestos y el valor contable del activo total. RV (ratio de valoración) se define como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los fondos propios. APAL representa el apalancamiento financiero de la empresa, definido como la ratio deuda/activo total. TAMEMP el tamaño de la empresa definido como el logaritmo del activo y RIESGO el riesgo de la empresa definido como el grado de apalancamiento operativo. A cada variable, excepto a la representativa de la diversificación empresarial, se le resta la mediana del sector correspondiente a cada año con objeto de controlar la posible existencia de un efecto sectorial. Las empresas se estratifican dependiendo del tamaño superior o inferior a la mediana de la muestra.

* Estadísticamente significativo al nivel del 90 por 100.

5. Conclusiones

En este trabajo se analiza el efecto de la diversificación sobre el valor empresarial en el mercado de capitales español durante la primera mitad de la década de los noventa. En particular, estudiamos a través de un panel de datos de empresas no financieras cómo la diversificación, medida a través de distintos índices: número de sectores en los que opera la empresa, de importancia relativa, de Herfindahl y de entropía, influye sobre el valor contable y de mercado de las empresas.

Los resultados muestran que un mayor porcentaje de ventas en el principal sector de actividad incrementa la rentabilidad económica de las empresas, especialmente para empresas que presentan un elevado nivel de endeudamiento. Sin embargo, estos resultados no pueden llevarnos a afirmar que la estrategia de diversificación empresarial no cree o destruya valor, pues, tanto al analizar la relación de otros índices representativos del grado de diversificación de la empresa respecto a la rentabilidad económica, como al estudiar su efecto sobre el valor de mercado de las empresas, medido a través de la ratio de valoración, no se encuentra una relación estadísticamente significativa. Esta evidencia nos impide, por tanto, afirmar el predominio de los beneficios o de los costes asociados a la estrategia de diversificación para las empresas no financieras que cotizan en el mercado de capitales español durante la primera década de los noventa. Esta evidencia complementa los resultados obtenidos por SUÁREZ (1994) durante el final de la década de los ochenta que impiden afirmar la superioridad de la estrategia de diversificación relacionada frente a la no relacionada, aunque no concuerdan con los obtenidos recientemente en otros mercados, como el estadounidense. El menor grado de diversificación de las empresas españolas en comparación con las empresas norteamericanas podría contribuir a explicar esta diferencia de resultados.

Bibliografía

- ALLEN, J. W.; LUMMER, S. C.; MCCONNELL, J. J., y REED, D. K. (1995): «Can takeover losses explain spin-off gains?», *Journal of Financial and Quantitative Statistics*, 30, pp. 465-485.
- ARELLANO, M., y BOVER, O. (1990): «La Econometría de datos de panel», *Investigaciones Económicas*, 14, núm. 1, pp. 3-45.
- BERGER, P. G., y OFEK, E. (1995): «Diversification's effect on firm value», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 39-65.
- CHATTERJEE, S., y WERNERFELT, B. (1991): «The link between resources and type of diversification: Theory and evidences», *Strategic Management Journal*, 12, pp. 33-48.
- COMMENT, R., y JARRELL, G. A. (1995): «Corporate focus and stock returns», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 67-87.
- COPELAND, T. E., y WESTON, J. F. (1979): *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley, Reading, MA.
- DALEY, L.; MEHROTRA, V., y SIVAKUMAR, R. (1997): «Corporate focus and value creation. Evidence from spinoffs», *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 257-281.
- ECKBO, B. E. (1985): «Mergers and the market concentration doctrine: Evidence from the capital market», *Journal of Business*, 58, núm. 3, pp. 325-349.
- GRANT, R. M. (1997): *Dirección Estratégica*, Editorial Civitas.
- GRANT, R. M.; JAMMINE, A. P., y THOMAS, H. (1988): «Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies», *Academy of Management Journal*, 31, pp. 771-801.

- HAUSMAN, J. A., y TAYLOR, W. E. (1981): «Panel data and unobservable individual effects», *Econometrica*, 49, núm. 6, pp. 1377-1398.
- HITE, G. L., y OWERS, E. (1983): «Security price reactions around corporate spin-off announcements», *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 409-436.
- JENSEN, M. C. (1986): «The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- JOHN, K., y OFEK, E. (1995): «Asset sales and increase in focus», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 105-126.
- KAPLAN, S. N. y WEISBACH, M. S. (1992): «The success of acquisitions: Evidence from divestitures», *Journal of Finance*, 47, núm. 1, pp. 107-138.
- LANG, L.; POULSEN, A., y STULZ, R. (1995): «Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 3-38.
- LEWELLEN, W. G. (1971): «A Pure financial rationale for the conglomerate merger», *Journal of Finance*, 26, pp. 521-537.
- MARKIDES, C. C. (1992): «The consequences of corporate refocusing: Ex-ante evidence», *Academy of Management Journal*, 35 (2), pp. 398-412.
- MARKIDES, C. C. (1995): «Diversification, restructuring and economic performance», *Strategic Management Journal*, 16, pp. 101-118.
- MAULEÓN, I. (1987): «Problemas prácticos en el tratamiento econométrico de datos "cross-section"», *Investigaciones Económicas*, 11, núm. 1, pp. 41-94.
- MEYER, M.; MILGROM, P., y ROBERTS, J. (1992): «Organization prospects, influence costs and ownership changes», *Journal of Economic and Management Strategy*, 1, pp. 9-35.
- MILES, J. A., y ROSENFELD, J. D. (1983): «The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth», *Journal of Finance*, 38, pp. 1597-1606.
- MONTGOMERY, C. y WERNERFELT, B. (1988): «Diversification, Ricardian rents, and Tobin's Q», *Rand Journal of Economics*, 19, pp. 623-632.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1990): «Do managerial objectives drive bad acquisitions?», *Journal of Finance*, 45, núm. 1, pp. 31-48.
- MYERSON, R. B. (1982): «Optimal coordination mechanisms in generalized principal-agent problems», *Journal of Mathematical Economics*, 10, pp. 67-81.
- PENROSE, E. T. (1962): *Teoría del crecimiento de la empresa*, Ed. Aguilar, Madrid.
- PORTER, M. E. (1987): «From competitive advantage to corporate strategy», *Harvard Business Review*, 65, pp. 43-59.
- RAVENSRAFT, D. J., y SCHERER, F. M. (1987): «Life after takeover», *The Journal of Industrial Economics*, 26, pp. 147-156.
- ROTEMBERG, J. J., y SALONER, G. (1994): «Benefits of narrow business strategies», *American Economic Review*, 84, núm. 5, pp. 1330-1349.
- SCHIPPER, H., y SMITH, A. (1983): «Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin-offs», *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 437-467.
- STULZ, R. M. (1990): «Managerial discretion and optimal financing policies», *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- SUÁREZ, I. (1993): «Fundamentos teóricos y empíricos de la relación entre diversificación y resultados empresariales: un panorama», *Revista de Economía Aplicada*, vol. 1, núm. 3, pp. 139-165.
- SUÁREZ, I. (1994): «Estrategia de diversificación y resultados de la empresa española», *Revista de Economía Aplicada*, vol. II, núm. 4, pp. 103-128.
- WESTON, J. F. (1970): «The nature and significance of conglomerate firms», *St. John's Law Review*, 44, pp. 66-80.