

Influencia de la decisión de diversificar sobre el crecimiento y la rentabilidad: Un estudio bajo el enfoque “*Agencia-Stewardship*”

Almudena MARTÍNEZ CAMPILLO

Titular de Universidad Interina de Organización de Empresas
Departamento de Dirección y Economía de la Empresa

Universidad de León
E-mail: amarc@unileon.es

Fecha de recepción: 18/09/2007

Fecha de aceptación: 21/07/2008

RESUMEN

El marco teórico *Agencia-Stewardship* establece que los directivos pueden actuar como agentes o como servidores. Mientras los directivos tipo agente son sujetos individualistas que se comportan oportunista-mente, los directivos tipo servidor son individuos colectivistas que actúan pro-organizativamente. Extendiendo dicho marco teórico, este trabajo analiza si los efectos de la diversificación, en términos de crecimiento y rentabilidad, están condicionados por el tipo de CEO que aborda dicha estrategia. Tras aplicar el método de Heckman sobre una muestra de empresas españolas, los resultados indican que la relación diversificación-rentabilidad varía significativamente dependiendo del CEO que diversifica. Sin embargo, nuestro estudio no evidencia que el perfil del CEO pueda moderar la relación diversificación-crecimiento.

Palabras clave: Diversificación, Agencia, *Stewardship*, Crecimiento, Rentabilidad.

Effects of diversification decision on firm growth and profitability: A test of Agency and Stewardship perspectives

ABSTRACT

The Agency-Stewardship theoretical framework posits that managers may choose to act as agents or as stewards. Managers as agents are economically rational individuals driven by self-interest, whereas managers as stewards are self-actualizing individuals that behave pro-organizationally. Our study extends this framework to analyze whether the effects of diversification on performance depend on the type of CEO managing diversification. After applying Heckman's method on a sample of Spanish firms, our results suggest that the diversification-profitability relationship varies significantly depending on the type of CEO that diversifies. However, we find no evidence that CEO profile moderates the diversification-growth relationship.

Key words: Diversification, Agency, Stewardship, Growth, Profitability.

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Marco teórico e hipótesis de investigación. 3. Metodología. 4. Resultados. 5. Conclusiones.

1. INTRODUCCIÓN

La relación entre la estrategia de diversificación y el resultado empresarial constituye un tema central de investigación en los ámbitos de la Dirección Estratégica y las Finanzas Corporativas (Campa y Kedia, 2002; Denis, Denis y Sarin, 1997, 1999; Miller, 2004; Singh, Nejadmalayeri y Mathur, 2007). Sin embargo, la evidencia empírica es inconsistente. Ello implica la necesidad de recurrir a nuevos enfoques para investigar dicha relación. Una opción es contemplar el papel moderador que pueden ejercer ciertas variables sobre la relación diversificación-resultados. En este trabajo, nosotros introducimos un moderador que no ha sido analizado en la literatura previa: el tipo de CEO que aborda la diversificación.

El CEO es el miembro más poderoso e influyente de la elite corporativa y, como tal, suele dominar los procesos de diversificación imponiendo sus preferencias sobre las del resto de directivos (Jensen y Zajac, 2004). Sin embargo, distintas preferencias de los CEOs respecto a la diversificación suelen traducirse en distintos estilos de abordar dicha estrategia, lo cual puede tener implicaciones sobre los resultados alcanzados (Datta, Rajagopalan y Rasheed, 1991). Por esta razón, este estudio pretende investigar si el impacto de la diversificación sobre el resultado empresarial depende del tipo de CEO que diversifica. Al contrario que en la literatura previa, se sugiere que la relación diversificación-resultado no es homogénea para todos los CEOs que emprenden tal estrategia. Nuestro trabajo intenta arrojar luz al respecto incorporando como principal novedad la identificación del tipo de CEO a partir de sus características psicológicas y situacionales, dentro del marco teórico *Agencia-Stewardship*.

El marco teórico *Agencia-Stewardship* trata de explicar el comportamiento de los directivos (Chrisman, Chua, Kellermanns y Chang, 2007; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997, 2004; Wasserman, 2006). Específicamente, defiende que un gerente puede elegir comportarse como agente o como servidor, y que dicha elección es contingente de sus atributos personales (factores psicológicos) y de su percepción sobre algunas características de la empresa que dirige (factores situacionales). Mientras el directivo tipo agente es un individuo económicamente racional que está orientado a la autosatisfacción, el servidor es un sujeto colectivo y auto-realizador que percibe una mayor utilidad en la conducta pro-organizativa.

Tomando como referencia este marco, el presente estudio asume que los CEOs inclinados a comportarse como agentes aprovecharán su poder para diversificar a fin de satisfacer sus propios objetivos de crecimiento (retribución, poder, prestigio,...). Por el contrario, los CEOs inclinados a actuar como servidores utilizarán la diversificación para lograr los objetivos corporativos de rentabilidad. De acuerdo con ello, nosotros hipotetizamos que cuanto más se aproxime el CEO que diversifica al modelo del agente, mayor será el efecto de la diversificación sobre el crecimiento de la empresa, mientras que si el CEO se ajusta más al modelo del servidor se potenciará su efecto positivo sobre la rentabilidad.

La contribución del estudio a la literatura existente es triple. Primero, este trabajo contrasta la aplicabilidad del marco *Agencia-Stewardship* al considerar la distinta naturaleza de los CEOs que diversifican e incluir tal consideración en el aná-

lisis efectuado. El marco teórico seleccionado parece ser una de las líneas de investigación más prometedoras en el campo del *management*, pero apenas existe evidencia empírica para justificar su potencial (Hoskisson, Hitt, Wan y Yiu, 1999). Segundo, este trabajo extiende la literatura sobre los efectos de la diversificación, analizando si el tipo de CEO que diversifica puede condicionar el impacto de esta estrategia sobre el resultado empresarial. La identificación de los CEOs a partir de sus características psicológicas y situacionales permite aproximar su comportamiento y, por tanto, su estilo de abordar la diversificación. De este modo, la variable “tipo de CEO” puede constituir un moderador clave de la relación diversificación-resultados, dado que los CEOs pueden alcanzar distintos niveles de resultado en virtud de cómo dirijan e implanten las estrategias (Datta *et al.*, 1991; Hoskisson y Hitt, 1990). Por último, el estudio también contribuye desde la perspectiva metodológica, corrigiendo econométricamente ciertos sesgos cometidos tradicionalmente al analizar la relación diversificación-resultados.

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

2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

2.1 Identificación del tipo de CEO a partir del marco teórico ‘Agencia-Stewardship’

Dos teorías han emergido en la literatura sobre gobierno corporativo para explicar el comportamiento directivo (Chrisman *et al.*, 2007): la teoría de la Agencia y la teoría *Stewardship*. La teoría dominante es la de la Agencia, que constituye una aproximación económica al gobierno de las empresas. Su premisa principal es que los agentes son directivos racionales que buscan maximizar su propia función de utilidad, incluso a expensas de la riqueza empresarial (Jensen y Meckling, 1974). Aunque la divergencia de objetivos entre propiedad y dirección puede diferir en varios grados, esta teoría defiende que los agentes tienen una propensión intrínseca a comportarse oportunamente, a menos que existan estructuras de control eficientes.

Como reacción a la teoría de la Agencia, a principios de los años noventa surge la teoría *Stewardship* (Davis *et al.*, 1997, 2004; Lee y O’Neill, 2003; Wasserman, 2006). Dicha perspectiva es una visión psico-sociológica del gobierno corporativo, que considera a los directivos como buenos servidores de la organización. En concreto, el comportamiento de estos gerentes es tal que las conductas a favor de la empresa le reportan mayor utilidad que las oportunistas e individualistas. Como éste es su pensamiento, actuar de acuerdo al mismo y no de un modo egoísta no implica una falta de racionalidad. Además, aunque no niega que los gerentes puedan tratar de maximizar su utilidad personal, esta teoría propone que el servidor no se apartará de los intereses colectivos, ya que considera que sus objetivos están ali-

neados con los de la empresa que dirige (Lane, Cannella y Lubatkin, 1998). Evidentemente, para que estos directivos puedan desarrollar una conducta pro-organizativa efectiva se requieren estructuras de gobierno que le otorguen autoridad y poder.

El marco teórico *Agencia-Stewardship* propone que el perfil de un directivo puede ser descrito en términos de sus factores psicológicos y situacionales (Chrisman *et al.*, 2007; Davis *et al.*, 1997, 2004; Lee y O'Neill, 2003; Waserman, 2006). Los factores psicológicos se refieren a determinadas características personales entre las que se distingue el tipo de motivación laboral que presenta el directivo, su grado de identificación con la empresa y la fuente de poder empleada sobre sus subordinados. Los factores situacionales reflejan la percepción del directivo sobre ciertas variables relativas a la empresa que dirige, tales como la filosofía de gestión, la cultura individualista/colectivista y la distancia de poder.

De acuerdo con dicho marco, los directivos tienen probabilidad de comportarse como “*agentes*” cuando trabajan motivados por necesidades extrínsecas o de orden inferior (p.e. ingresos, condiciones de trabajo, estabilidad laboral,...), apenas se sienten identificados con la compañía que dirigen, recurren al poder institucional (poder legal, de recompensa o coercitivo) que poseen para influir sobre terceros y pertenecen a empresas con una filosofía orientada al control, un ambiente individualista y grandes diferencias de poder entre sus miembros. Sin embargo, los gerentes pueden comportarse como “*servidores*” si responden a motivaciones intrínsecas o de orden superior (p.e. reconocimiento, orgullo, autorrealización,...), se sienten identificados con su empresa, emplean la base de poder personal (poder de experto o referente) y trabajan en compañías con una filosofía orientada a la implicación, una cultura colectivista y escasas distancias de poder entre sus integrantes (Davis *et al.*, 1997, 2004).

2.2 Efecto del tipo de CEO que diversifica sobre la relación diversificación-resultados

En los últimos años ha surgido una gran preocupación por el papel que ejercen los directivos y su influencia en los resultados empresariales, a partir del fracaso relativamente generalizado de los procesos de diversificación. Esta preocupación queda justificada si se considera que los CEOs son los sujetos que suelen adoptar la decisión de diversificar (Jensen y Zajac, 2004), pero que sus esfuerzos de diversificación pueden ser dirigidos a satisfacer su propia utilidad o a mejorar la riqueza empresarial (Fox y Hamilton, 1994; Miller, 2004; Ramaswamy, Li y Veliyath, 2002). De ahí la importancia de considerar su estilo de abordar la diversificación a la hora de analizar las consecuencias de esta estrategia.

En un artículo seminal sobre la relación diversificación-resultados, Datta *et al.* (1991: 533) apuntan que «[...] *el estilo de gestión...es un factor particularmente importante desde la perspectiva de la implantación de la diversificación. Como con cualquier otra estrategia, el grado en que los beneficios potenciales de la diversificación son realmente alcanzados depende en gran medida de cómo sea*

dirigida e implantada». El estilo de un CEO para dirigir e implantar la diversificación, es decir, su estilo de abordar esta estrategia, puede ser estimado sobre un continuo, cuyos extremos correspondan a los modelos del agente y del servidor. Por tanto, el marco teórico Agencia-*Stewardship* puede ser empleado para evaluar el efecto moderador analizado.

Por un lado, la teoría de la Agencia predice que las estrategias corporativas reflejan las preferencias de los gerentes, que a menudo actúan a favor de su propio interés (Lane *et al.*, 1998). De hecho, esta teoría defiende que los “directivos tipo agente” están dispuestos a diversificar, incluso en detrimento del valor de la empresa, siempre que dicha inversión les otorgue beneficios privados relevantes (Aggarwal y Samwick, 2003). La mayoría de las ganancias personales que los gerentes derivan de la diversificación proceden del incremento del tamaño empresarial. De hecho, la gestión de una gran empresa suele conllevar incrementos en su propia retribución o mejoras en su poder y estatus dentro de la organización (Denis *et al.*, 1997, 1999). Por esta razón, los CEOs inclinados a comportarse como agentes pondrán más énfasis sobre los beneficios de crecimiento vinculados a la diversificación, y tratarán de implantar la estructura y los procesos organizativos más efectivos para lograr dichos beneficios. En consecuencia, cabe esperar que este tipo de CEOs derive mayores niveles de crecimiento de sus esfuerzos de diversificación. De acuerdo con lo expuesto se propone que:

H₁: *Cuanto más se aproxime el CEO que diversifica al perfil del agente, mayor será el efecto de la diversificación sobre el crecimiento empresarial*

Por el contrario, la teoría *Stewardship* prevé que las decisiones de una empresa respecto a sus estrategias corporativas no originan conflictos de objetivos entre propiedad y control (Lane *et al.*, 1998). De hecho, defiende que los “directivos tipo servidor”, como sujetos que trabajan diligentemente a favor de la empresa, aprovechan su posición para implantar estrategias de diversificación con potencial para mejorar la riqueza empresarial (Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy *et al.*, 2002). Los argumentos del poder de mercado, economías de alcance y mercados internos eficientes son típicamente empleados en la literatura para explicar la creación de valor a partir de esta estrategia (Palich, Cardinal y Miller, 2000). Bajo la perspectiva del poder de mercado, las empresas diversificadas pueden emplear una serie de mecanismos, tales como la subsidiación cruzada, los acuerdos recíprocos, el dominio mutuo y la elevación de barreras de entrada, para dominar a los competidores y ganar poder económico en el mercado¹. Desde la visión de las economías de alcance, las empresas diversificadas pueden compartir recursos y capacidades

1 La subsidiación cruzada supone utilizar los ingresos ganados en algunos negocios para bajar los precios de los productos de otros negocios, incluso por debajo de su coste marginal. Los acuerdos recíprocos implican que una empresa diversificada establece acuerdos favorables con empresas que son simultáneamente proveedores y consumidores. El dominio mutuo se produce cuando dos o más empresas diversificadas compiten simultáneamente en múltiples mercados y acuerdan evitar la competencia en tales mercados. Las barreras de entrada surgen a través del incremento en la concentración del mercado.

entre sus distintos negocios, generando ventajas en costes en todos ellos. Bajo el prisma de la eficiencia de los mercados internos, las empresas diversificadas pueden distribuir internamente sus recursos financieros y humanos, evitando los elevados costes del mercado externo. Por tanto, cuando aborden la diversificación, los CEOs inclinados a comportarse como servidores pondrán más énfasis sobre los beneficios de rentabilidad derivados de cualquiera de estas tres vías y tratarán de implantar la organización más adecuada para alcanzar tales beneficios. En consecuencia, cabe esperar que este tipo de CEOs alcance mayores niveles de rentabilidad a partir de la diversificación. Acorde con este planteamiento se propone que:

H₂: *Cuanto más se aproxime el CEO que diversifica al perfil del servidor, mayor será el efecto de la diversificación sobre la rentabilidad empresarial*

3. METODOLOGÍA

3.1 Selección de la población

La población objeto de análisis era el conjunto de empresas españolas que se caracterizaron por la separación entre propiedad y control durante el período 1997-2001. Efectuando una aproximación, dicha población quedó integrada por aquellas Sociedades Anónimas con cien o más empleados y una cifra de ventas de al menos tres millones de euros brutos cada año del período analizado. A partir del Directorio Duns&Bradstreet resultó un total de 3.655 empresas. Sin embargo, para valorar el efecto de la diversificación parece adecuado centrarse sobre la decisión inicial de diversificar (Miller, 2004). Por ello, de las 3.655 compañías sólo se consideraron aquellas que en 1997 competían en un único negocio a nivel de cuatro dígitos SIC, quedando excluidas las especializadas en servicios financieros, servicios regulados, los organismos oficiales y los establecimientos inclasificables². Tras aplicar estas restricciones, resultó una población de 1.256 empresas especializadas en 1997. De ellas, 520 diversificaron por primera vez entre 1998-2001 y 736 se permanecieron especializadas.

3.2 Muestra y recogida de datos

La información necesaria para identificar el perfil del CEO que diversifica no está públicamente disponible. Para obtener esos datos se recurrió a una encuesta postal, dirigida al CEO de las 520 empresas diversificadas de la población y cumplimentada entre mayo y julio de 2003. Dicho cuestionario fue diseñado principalmente para capturar las características psicológicas y situacionales de los CEOs.

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

Además, también fue empleado para conocer desde qué año ostentaban tal cargo dentro de la empresa. Dado que se sabía en qué ejercicio diversificó cada compañía, este dato permitió determinar si el directivo que respondía al cuestionario fue el que decidió diversificar. En caso negativo, la empresa era eliminada de la muestra. Por último, el CEO debía especificar los distintos negocios de la empresa cuando eligió diversificar, indicando qué porcentaje de las ventas totales representaba cada actividad. La tasa de respuestas válidas fue del 22,7%, resultando una muestra de 118 compañías diversificadas (el error muestral generado fue del 8,1% con un nivel de confianza del 95%).

No obstante, «[...] *la confianza para extraer conclusiones de un estudio empírico sobre un fenómeno estratégico es muy limitada si la muestra se construye sólo con empresas que han experimentado dicho fenómeno*» (Jensen y Zajac, 2004: 512). Por ello, para corregir este sesgo se emparejó a cada una de las 118 empresas diversificadas de la muestra con una de las 736 empresas especializadas de la población. Los criterios de enlace fueron los propuestos por Miller (2004) para un fin similar: compartir el mismo negocio principal a nivel de dos dígitos SIC y tener un tamaño afín (70-130% de la cifra de ventas y/o del número de empleados) un año antes de diversificar. Tras aplicar estos criterios, la muestra final constó de 236 empresas, de las que la mitad diversificaron y la otra mitad se mantuvieron especializadas.

3.3 Variable independiente

El índice de entropía (Jacquemin y Berry, 1979) se empleó para medir la diversificación. Dicho índice se define como sigue:

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

dónde n es el número de negocios y P_i es el porcentaje de las ventas totales de la empresa correspondiente a cada negocio i . Para su construcción se requiere conocer dos datos respecto al año t en que cada empresa diversificó: los distintos negocios a nivel de cuatro dígitos SIC en los que participó y la importancia relativa de cada uno de ellos respecto a las ventas totales. Estos datos fueron tomados del Directorio Duns&Bradstreet y del cuestionario recibido de las compañías diversificadas. El índice de entropía aumenta cuanto mayor es el grado de diversificación y se caracteriza por un gran rigor técnico, fuerte soporte teórico y ausencia de subjetividad (Singh *et al.*, 2007).

3.4 Variables dependientes

Los efectos de la diversificación fueron medidos en términos de crecimiento y rentabilidad³. En concreto, una vez identificado el año t en que cada empresa decidió diversificar, se calculó el activo medio y el ROA medio de los tres años previos y de los tres siguientes a la toma de tal decisión, estimándose a continuación la tasa de variación entre ambos períodos. La base de datos SABI aportó la información necesaria para construir estas variables.

3.5 Variable moderadora

La carencia de contrastes empíricos del marco teórico introducido por Davis *et al.* (1997) nos obligó a diseñar una medida del tipo de CEO que aborda la diversificación. Su versión definitiva constó de 30 ítems, dirigidos a capturar los tres factores psicológicos y los tres factores situacionales que definen el constructo a medir. El soporte teórico para construir dichos ítems fue el siguiente (ver Apéndice 1):

- La motivación laboral fue cuantificada con 4 ítems formulados conforme al modelo de necesidades de Maslow (1954). Mientras dos ítems medían las necesidades intrínsecas o de orden superior, los dos restantes, las extrínsecas o de orden inferior.
- La identificación con la empresa fue evaluada a partir de 5 ítems adaptados del enfoque de Mayer y Schoorman (1992).
- La base de poder se midió con 5 ítems que reflejaban las cinco fuentes de poder de French y Raven (1959). Los poderes legal, de recompensa y coercitivo son reflejo del poder institucional, mientras que los poderes de experto y referente lo son del poder personal.
- La filosofía de gestión fue cuantificado a partir de 6 ítems adaptados de las aportaciones de Lawler (1986).
- La cultura organizativa se valoró con 10 ítems formulados de acuerdo con el estudio de Hofstede (1980), de los cuáles cinco ítems se referían a la dimensión individualismo-colectivismo y los otros cinco a la distancia de poder.

Esta información se obtuvo del cuestionario cumplimentado por el CEO de las 118 empresas diversificadas de la muestra, donde cada sujeto tenía que valorar los 30 ítems a partir de una escala Likert de 7 puntos (1 significaba total desacuerdo con la proposición y 7 estar completamente de acuerdo). Tras la recodificación de ciertos ítems que fueron formulados en sentido contrario, la escala global quedó

3 Se escogieron dos medidas de resultados basadas en los estados contables de la empresa. Quizás, los valores de mercado pueden considerarse indicadores más completos de los efectos de las estrategias empresariales (Cuervo, 1991). Sin embargo, su empleo en este estudio habría restringido la población a empresas que cotizaran en Bolsa. El carácter estrecho y desigualmente distribuido en sectores de nuestro Mercado de Valores desaconsejaba esta alternativa.

planteada de modo que una puntuación escasa indicaba un perfil directivo próximo al modelo del agente y una puntuación elevada un perfil directivo tipo servidor. La medida del tipo de CEO empleada alcanzó un valor α de Cronbach igual a 0,90, y un análisis factorial reveló que los 30 ítems cargaban fuertemente sobre un único factor (61,01% de la varianza total).

Los datos obtenidos a partir del cuestionario fueron empleados para construir un índice representativo del tipo de CEO de cada compañía diversificada. Este índice resultó de sumar las 30 valoraciones otorgadas, oscilando su posible rango de valores entre 30 y 210. En este caso, se empleó una suma simple por, al menos, tres razones: a) porque se carecía de información para conceder a priori un mayor peso a alguno de los ítems utilizados; b) porque los análisis de fiabilidad y dimensionalidad revelaron que todos los ítems medían el mismo constructo y, por tanto, que podían ser sumados en una puntuación única; y c) porque la suma simple es transparente y permite una fácil interpretación. Finalmente, el índice obtenido fue normalizado⁴ para tener valores comprendidos entre 0 y 100, de modo que los CEOs más próximos al perfil del agente lograron los valores más bajos, correspondiendo los más elevados a los que se acercaron al perfil del servidor.

El empleo de una variable cuantitativa se justifica en nuestro interés por medir con la mayor precisión posible la naturaleza de los CEOs. En efecto, Davis *et al.* (1997, 2004) señalan que, como un primer paso para contrastar el marco *Agency-Stewardship*, su desarrollo teórico supone que los directivos eligen actuar exclusivamente como agentes o como servidores. Sin embargo, estos autores también reconocen que tal suposición representa una importante limitación en la práctica, dado que los individuos no son tan nítidos en sus comportamientos.

3.6 Variables de control

En los análisis efectuados se incluyeron las siguientes variables de control: (a) una variable categórica para controlar el *tipo de diversificación*, que tomó el valor 1 cuando la empresa competía en más de un negocio a nivel de cuatro dígitos SIC y alguno estaba en distinto sector a nivel de dos dígitos (diversificación no relacionada), y el valor 2 si los distintos negocios a nivel de cuatro dígitos estaban dentro de los dos mismos dígitos (diversificación relacionada); (b) otra variable categórica para recoger la *forma de control corporativo* el año de la diversificación, que tomó el valor 1 cuando la empresa estaba controlada por el CEO (propiedad externa < al 5% y propiedad del CEO < al 2%), y el valor 2 cuando la empresa estaba controlada por los accionistas (propiedad externa < al 5%) o por directivos-accionistas (propiedad del CEO > al 2%); y (c) tres variables a nivel empresarial; en concreto, el *tamaño* (log del activo total), la *rentabilidad* (ROA) y el *nivel de*

4 Para normalizar el índice obtenido se utilizó la siguiente expresión: $[(X_i - X_{\min}) / (X_{\max} - X_{\min}) \times 100]$, donde X_i es el valor del índice que se desea normalizar y X_{\min} y X_{\max} son los valores mínimo (30) y máximo (210) que puede alcanzar dicho índice, respectivamente.

inversión (inmovilizado material/ventas), y una variable a nivel sectorial, tal como el *ROA industrial*. Estas cuatro variables fueron promediadas para los tres años pre-diversificación. La base de datos SABI y el Directorio Duns&Bradstreet aportaron los datos para construir las variables de control.

3.7 Especificación del modelo

Las técnicas de regresión tradicionales no permiten corregir el sesgo de endogeneidad derivado de la selección muestral típicamente vinculado al estudio de la relación diversificación-resultados. Una solución, ya empleada por Miller (2006) para analizar dicha relación, es aplicar el método en dos etapas de Heckman (1979)⁵. En la primera etapa se estima la ecuación de selección a partir de un modelo probit que permite analizar la propensión a diversificar, así como calcular el “*inverso del ratio de Mills*”. En la segunda etapa se estima por MCO la ecuación de regresión corregida a fin de estudiar los efectos de la diversificación. En este caso, las ecuaciones de regresión y selección fueron especificadas así:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 C_i + \beta_3 (D_i \times C_i) + \beta_4 X_i + \varepsilon_i \text{ (ecuación de regresión)} \quad (1)$$

donde Y_i es el resultado de la empresa diversificada i ; D_i una medida de la diversificación; C_i un índice del tipo de CEO; $(D_i \times C_i)$ un factor de interacción entre diversificación y tipo de CEO; X_i un vector de variables de control y ε_i un término de error normal.

$$DIV_i^* = \gamma Z_i + \mu_i \text{ (ecuación de selección)} \quad (2)$$

donde la variable latente DIV_i^* es observada como $DIV_i = 1$ (la empresa i decide diversificar) si $DIV_i^* > 0$ y como $DIV_i = 0$ (la empresa i decide no diversificar) si $DIV_i^* \leq 0$; Z_i es un vector de variables que afectan a la propensión a diversificar (incluye las variables de control de la ecuación de regresión, excepto el tipo de diversificación, dado que todas ellas también afectan sobre la decisión de diversificar) y μ_i un término de error normal.

Sin embargo, dado que Y_i sólo es observada si $DIV_i = 1$, es decir, si las empresas han diversificado, se podría producir un sesgo de endogeneidad derivado de la selección muestral. El método de Heckman permite corregir este sesgo del siguiente modo: por un lado, requiere identificar al menos una variable que pueda ser un regresor significativo en la ecuación de selección, pero no en la de regre-

5 La literatura achaca, al menos parcialmente, la falta de coherencia en las conclusiones obtenidas respecto a la relación diversificación-resultados a la debilidad de la metodología aplicada (Miller, 2006). El método de Heckman en dos etapas es una técnica estadística que permite subsanar varios problemas económicos sufridos frecuentemente en los estudios tradicionales sobre diversificación. En concreto, esta técnica permite controlar la endogeneidad de la diversificación, corregir el sesgo de selección muestral y resulta muy apropiada para realizar análisis causales de carácter longitudinal.

sión. Aunque otras variables pueden estar disponibles, *la fracción de empresas diversificadas de la industrial principal* (Santalo y Becerra, 2006) resultó ser apropiada. Debido a la falta de datos, dicha variable tuvo que ser calculada a partir de las empresas de nuestra población. Por otro lado, el método de Heckman requiere incorporar el llamado inverso del ratio de Mills (λ_i) como un regresor adicional en la ecuación de regresión. Dicho parametro aproxima la probabilidad de diversificar de cada empresa y es calculado por diversos programas estadísticos a partir de las estimaciones obtenidas en la ecuación de selección. Con esta corrección, la ecuación de regresión final es:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 C_i + \beta_3 (D_i \times C_i) + \beta_4 X_i + \theta \lambda_i \quad (\text{ecuación de regresión corregida}) \quad (3)$$

4. RESULTADOS

La Tabla 1 presenta los principales estadísticos descriptivos de las variables del estudio, así como los coeficientes de correlación entre ellas. Aunque las variables tipo de CEO y diversificación mostraron una correlación significativa, el análisis de los factores de inflación de la varianza no evidenció problemas de multicolinealidad.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

<i>Ecuación de selección</i>									
<i>Variables (N = 236)</i>	<i>Mean</i>	<i>S.D.</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	
1. Diversificación (dummy)	0.50	0.50	1.00						
2. Control corporativo	1.22	0.42	0.01	1.00					
3. Log activo total	17.04	1.23	-0.25***	-0.08	1.00				
4. ROA empresa	4.51	9.55	0.11†	0.01	0.04	1.00			
5. Inm. Material / Ventas	0.45	0.70	-0.06	0.10	0.03	0.02	1.00		
6. ROA industria	-1.84	22.85	-0.16*	-0.09	0.19**	0.03	-0.07	1.00	
7. Empresas diversificadas (%)	6.27	3.19	0.16*	0.03	0.03	0.07	-0.11†	-0.03	

<i>Ecuación de regresión</i>											
<i>Variables (N = 118)</i>	<i>Mean</i>	<i>S.D.</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>
1. Variación ROA	0.17	1.46	1.00								
2. Variación AT	0.63	0.86	0.02	1.00							
3. Tipo de CEO	50.14	13.70	0.31***	0.01	1.00						
4. Diversificación	0.75	0.41	0.25**	0.01	-0.31***	1.00					
5. Tipo diversificación	1.37	0.48	0.22*	0.03	0.02	0.08	1.00				
6. Control corporativo	1.23	0.42	-0.20*	-0.10	-0.04	-0.14	-0.08	1.00			
7. Log activo total	16.74	1.16	-0.05	-0.35***	0.10	-0.12	0.05	-0.01	1.00		
8. ROA empresa	5.30	12.19	0.06	-0.17†	0.04	0.05	0.06	0.09	0.07	1.00	
9. Inm. Mater./Ventas	0.41	0.57	-0.04	-0.06	0.03	-0.03	-0.02	0.03	0.05	-0.01	1.00
10. ROA industria	-5.60	20.94	0.02	0.10	-0.04	0.01	0.09	-0.09	0.06	0.09	-0.12

†p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001

La Tabla 2 recoge los resultados del análisis probit desarrollado en la primera etapa del método de Heckman. A partir de la muestra final que incluye tanto a las empresas diversificadas como a sus parejas especializadas, el análisis demuestra que tanto el tamaño corporativo como el ROA industrial influyen negativa y significativamente sobre la decisión inicial de diversificar, mientras que el ROA empresarial y la fracción de empresas diversificadas en la industria principal ejercen un efecto positivo.

Tabla 2. Estimación probit de la propensión a diversificar

<i>Variables</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>S.E.</i>	<i>z-Statistic</i>
Constante	4.265***	1.321	3.23
Control corporativo	-0.061	0.205	-0.30
Log activo total	-0.275***	0.075	-3.65
ROA empresa	0.022†	0.012	1.87
Inm. Material / Ventas	-0.106	0.130	-0.81
ROA industria	-0.016*	0.008	-2.11
Empresas diversificadas (%)	0.066*	0.027	2.41
Nº observaciones totales			236
Nº observaciones censuradas			118
Log-likelihood test			33.16***
Pseudo-R ²			0.1013

† $p < 0.10$; * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

En la segunda etapa del método de Heckman se aplicó un análisis de regresión jerárquico con moderación (Carte y Russell, 2003) para conocer si el perfil del CEO que diversifica puede moderar las relaciones diversificación-crecimiento y diversificación-rentabilidad. En ambos análisis se efectuó una regresión por MCO, incluyendo como regresor adicional al inverso del ratio de Mills (λ_i) calculado a partir de la estimación probit.

La Tabla 3 resume los resultados de la regresión que examina la relación diversificación-crecimiento. Dado que la variable λ_i no resultó estadísticamente significativa en ninguna especificación, es posible señalar que el análisis carece de sesgo por selección. Por otro lado, se advierte que tanto la diversificación como el tipo de CEO afectan positiva, pero no significativamente, sobre el crecimiento empresarial, es decir, que ambas variables por sí solas no parecen ejercer un efecto directo sustancial sobre el incremento del tamaño corporativo. Sin embargo, ya que se produjo un aumento efectivo en el R² del modelo 2 frente al obtenido en el modelo 1, se podría concluir que la combinación de ambas variables explica una porción importante de la variación que se produce en la dimensión de una empresa. En concreto, un coeficiente negativo sugeriría que cuanto más bajo es el valor de la variable tipo de CEO, es decir, cuanto más se ajusta el directivo que diversifica al modelo del agente, mayor es el efecto de la diversificación sobre el crecimiento empresarial. Por tanto, a priori, este resultado parecería soportar la Hipótesis 1.

Tabla 3. Análisis de regresión jerárquico: Efecto de la diversificación sobre el crecimiento
Variable dependiente: Variación del activo total

Variables	Modelo 1	Modelo 2 ^a	Modelo 3 ^a	Modelo 4 ^a
Constante	3.716* (1.783)	3.970* (1.612)	3.773* (1.635)	3.899* (1.585)
Tipo de diversificación	0.082 (0.149)	0.049 (0.146)	0.058 (0.146)	0.044 (0.145)
Control corporativo	-0.090 (0.199)	-0.112 (0.182)	-0.168 (0.188)	-0.152 (0.183)
Log activo total	-0.149 (0.124)	-0.173 (0.113)	-0.156 (0.115)	-0.168 (0.111)
ROA empresa	-0.018† (0.009)	-0.014 (0.009)	-0.015† (0.009)	-0.013 (0.008)
Inm. Material / Ventas	0.034 (0.149)	-0.033 (0.141)	0.013 (0.140)	-0.024 (0.140)
ROA industria	0.010† (0.006)	0.009 (0.006)	0.009 (0.006)	0.008 (0.005)
Diversificación	0.062 (0.193)	0.150 (0.190)	0.221 (0.197)	0.223 (0.196)
Tipo de CEO	0.002 (0.005)	0.001 (0.005)	0.003 (0.005)	0.002 (0.005)
Diversificación x Tipo de CEO		-0.034* (0.014)		-0.023 (0.016)
Diversificación ²			0.735* (0.301)	0.486 (0.349)
Tipo de CEO ²			-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
Lambda (λ)	-0.730 (0.628)	-0.413 (0.590)	-0.495 (0.591)	-0.362 (0.582)
Wald ^b	χ ² (10) = 21.92**	χ ² (11) = 32.11***	χ ² (12) = 31.38**	χ ² (13) = 35.20**
R ² -Ajustado	0.121	0.154	0.148	0.153
Δ R ² -Ajustado		0.033*		0.005
N	118	118	118	118

a Las dos variables continuas que forman el término interacción fueron centradas para evitar problemas de multicolinealidad. Dicha transformación no afecta al resultado.

b El test de Wald es una prueba χ² de que todos los coeficientes de la ecuación de regresión, excepto la constante, son iguales a cero.

Los valores son los coeficientes no estandarizados, con los errores típicos entre paréntesis.

† p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001

No obstante, dada la importancia del coeficiente de correlación entre la diversificación y el tipo de CEO ($r_{DC} = -0.31^{***}$), dicho efecto moderador podría ser ficticio y derivarse simplemente de la existencia de efectos no lineales entre diversificación y crecimiento (Carte y Russell, 2003). Para comprobarlo es necesario incluir en el modelo los efectos cuadráticos de las variables dependiente y moderadora. Tras controlar estos efectos, ni se produjo un aumento significativo en el R² del modelo 4 respecto al del modelo 3, ni el coeficiente del término de interacción resultó estadísticamente relevante. Por tanto, no se pudo confirmar el efecto moderador advertido previamente y, por ende, la validez de la Hipótesis 1 del estudio.

La Tabla 4 resume los resultados de la regresión jerárquica que analiza el impacto de la diversificación sobre la rentabilidad. De nuevo, no se detectó la presencia de sesgo de selección muestral. Además, se comprobó que, controlando dicho sesgo, la diversificación *per se* afecta positiva y significativamente sobre la variación del ROA, especialmente cuando se dirige hacia negocios relacionados con la actividad principal. Nuestros resultados también mostraron que la gestión de una empresa por parte de un CEO inclinado a comportarse como servidor tiene

un impacto directo relevante sobre la mejora de la rentabilidad. Además, un aumento estadísticamente relevante en el R² del modelo 2 respecto al alcanzado en el modelo 1 podría sugerir un efecto moderador del tipo de CEO que diversifica sobre la relación diversificación-rentabilidad. Específicamente, el coeficiente positivo y significativo del término de interacción indicaría que cuanto más se aproxima el CEO que elige diversificar al perfil del servidor -cuando la variable tipo de CEO toma valores más elevados-, mayor es el efecto de la diversificación sobre el incremento del ROA empresarial. Por tanto, este resultado podría validar la Hipótesis 2. Tras incluir en el modelo los efectos cuadráticos, se observó un aumento efectivo en el R² del modelo 4 respecto al del modelo 3 y un término de interacción con un coeficiente positivo y significativo. Ambos indicadores confirmaron el efecto moderador analizado y proporcionaron un fuerte soporte para la Hipótesis 2.

Tabla 4. Análisis de regresión jerárquico: Efecto de la diversificación sobre la rentabilidad
Variable dependiente: Variación del ROA

Variables	Modelo 1	Modelo 2 ^a	Modelo 3 ^a	Modelo 4 ^a
Constante	-0.073 (2.722)	2.765 (2.482)	3.081 (2.704)	2.610 (2.460)
Tipo de diversificación	0.495* (0.237)	0.551* (0.232)	0.492* (0.238)	0.543* (0.228)
Control corporativo	-0.481 (0.304)	-0.443 (0.280)	-0.496 (0.311)	-0.554* (0.284)
Log activo total	-0.219 (0.189)	-0.178 (0.174)	-0.222 (0.190)	-0.178 (0.173)
ROA empresa	0.013 (0.014)	0.005 (0.013)	0.013 (0.014)	0.007 (0.013)
Inm. Material / Ventas	-0.171 (0.230)	-0.057 (0.220)	-0.174 (0.231)	-0.036 (0.218)
ROA industria	-0.006 (0.009)	-0.003 (0.008)	-0.006 (0.009)	-0.004 (0.008)
Diversificación	1.235*** (0.304)	1.385*** (0.300)	1.216*** (0.322)	1.226*** (0.307)
Tipo de CEO	0.044*** (0.009)	0.047*** (0.009)	0.044*** (0.009)	0.046*** (0.009)
Diversificación x Tipo de CEO		0.058** (0.022)		0.084*** (0.026)
Diversificación ²			0.073 (0.492)	0.098 (0.548)
Tipo de CEO ²			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Lambda (λ)	0.899 (0.962)	0.359 (0.914)	0.919 (0.975)	0.425 (0.906)
Wald ^b	χ ² (10) = 50.64***	χ ² (11) = 60.52***	χ ² (12) = 50.73***	χ ² (13) = 65.82***
R ² -Ajustado	0.226	0.261	0.212	0.269
Δ R ² -Ajustado		0.035**		0.057***
N	118	118	118	118

a Las dos variables continuas que forman el término interacción fueron centradas para evitar problemas de multicolinealidad. Dicha transformación no afecta al resultado.

b El test de Wald es una prueba χ² de que todos los coeficientes de la ecuación de regresión, excepto la constante, son iguales a cero.

Los valores son los coeficientes no estandarizados, con los errores típicos entre paréntesis.

† p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001

5. CONCLUSIONES

La evidencia empírica internacional respecto a la relación diversificación-resultados no ha sido concluyente: Por esta razón, la comunidad académica ha reconocido la conveniencia de examinar si tal relación puede depender de cómo dicha estrategia ha sido dirigida e implantada (Datta *et al.*, 1991; Hoskisson y Hitt, 1990). Esto explica que el principal objetivo de nuestro trabajo sea analizar si el tipo de CEO que aborda la diversificación tiene potencial para moderar la influencia de esta estrategia sobre el crecimiento y la rentabilidad. Los hallazgos de la investigación sólo permiten confirmar parcialmente nuestras expectativas.

Así, se esperaba que los CEOs más próximos al modelo del agente emplearan su poder para diversificar a fin de incrementar el tamaño empresarial. Contrario a nuestras expectativas, los resultados indican que la relación diversificación-crecimiento no difiere significativamente entre compañías dirigidas por agentes y compañías bajo la gestión de servidores. Por tanto, el tipo de CEO que diversifica no parece moderar el efecto de la diversificación sobre el crecimiento de la empresa. Además, se observa que el tipo de CEO por sí mismo tampoco ejerce un impacto directo relevante sobre el incremento del tamaño empresarial. En suma, ambos hallazgos sugieren que el perfil del sujeto que ostenta el cargo de CEO no parece tener implicaciones sobre el crecimiento de la empresa en general, y más concretamente, sobre el crecimiento derivado de sus procesos de diversificación. La falta de resultados contundentes al respecto podría ser debida a que el crecimiento constituye un objetivo inherente en la naturaleza de toda empresa, especialmente de las que ya tienen un tamaño considerable como las aquí analizadas. Como tal, dicho objetivo podría resultar independiente del tipo de CEO que gobierna la empresa y, por tanto, de su estilo de dirigir e implantar la diversificación.

Por otro lado, cabía esperar que los CEOs inclinados a comportarse como servidores pusieran más énfasis sobre la creación de valor a la hora de emprender esta estrategia. Acorde con nuestra hipótesis, los resultados indican claramente que este tipo de CEOs se implican, con carácter general, para maximizar el nivel de rentabilidad, resultando especialmente influyentes cuando utilizan los recursos corporativos para diversificar; o alternativamente, que la gestión empresarial por parte de CEOs próximos al modelo del agente se traduce en una destrucción de valor, siendo este efecto significativamente fuerte cuando deciden diversificar.

A modo de conclusión, nuestros hallazgos parecen indicar que el impacto de la diversificación sobre el crecimiento es homogéneo para todos los CEOs que abordan dicha estrategia, pero que su efecto en la rentabilidad varía significativamente dependiendo del tipo de CEO que amplía el campo de actividad. En efecto, nosotros encontramos evidencia de que las diferencias en la riqueza derivada del proceso diversificador no son debidas al efecto de la diversificación *per se*, sino a que la acción de esta estrategia sobre la rentabilidad se ve modificada por el tipo de CEO que diversifica, cualquiera que sea el grado de diversificación alcanzado. Nuestros resultados también revelan la importancia de considerar la variedad de las motivaciones y conductas directivas. Aunque ciertamente se producen problemas de agencia cuando los CEOs que diversifican se aproximan al modelo del

agente, sin embargo, nuestro estudio demuestra que el interés propio no es el único comportamiento directivo válido detrás de la diversificación.

A pesar de ciertas limitaciones del estudio, tales como considerar que la diversificación siempre responde a las preferencias del CEO o que el perfil de éste permanece constante a lo largo del tiempo, de los hallazgos encontrados es posible extraer ciertas implicaciones teóricas y prácticas. Desde el punto de vista teórico, la evidencia contradictoria existente sobre la relación diversificación-resultados podría ser parcialmente explicada considerando que tal relación puede ser contingente de cómo la diversificación es implantada y dirigida y, más concretamente, de si el CEO que la aborda se muestra más inclinado a actuar como agente o como servidor. Desde la perspectiva práctica, y siempre que las empresas primen los objetivos de rentabilidad, los resultados revelan la importancia de fomentar el desarrollo de relaciones “*stewardship*” dentro de las mismas. Así, las compañías deberían asegurarse de que los sujetos seleccionados para ocupar la posición de CEO tengan un perfil psicológico que les predisponga a actuar como servidores. Además, deberían tratar de crear las condiciones internas necesarias para garantizar el comportamiento pro-organizativo de sus directivos.

BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, R.K. y SAMWICK, A.A. «Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered». *Journal of Finance*, Vol. 58, nº1. 2003. pp. 71-118.
- CAMPA, J.M. y KEDIA, S. «Explaining the diversification discount». *Journal of Finance*, Vol. 57, nº2. 2002. pp. 1731-1762.
- CARTE, T. y RUSSELL, C. «In pursuit of moderation: Nine common errors and their solutions». *MIS Quarterly*, Vol. 27, nº3. 2003. pp. 1-23.
- CHRISMAN, J.; CHUA, J.H.; KELLERMANN, F. y CHANG, E. «Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms». *Journal of Business Research*. 2007. En prensa.
- CUERVO, A. Rentabilidad y creación de valor en la empresa. Barcelona: Publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. 1991.
- DATTA, D.; RAJAGOPALAN, N. y RASHEED, A. «Diversification and performance: Critical review and future directions». *Journal of Management Studies*, Vol. 28, nº5. 1991. pp. 529-558.
- DAVIS, J.H.; SCHOORMAN, F.D. y DONALDSON, L. «Toward a stewardship theory of management». *Academy of Management Review*, Vol. 22, nº1. 1997. pp. 20-48.
- DAVIS, J.H.; SCHOORMAN, F.D. y DONALDSON, L. «Toward a stewardship theory of management». En Clarke T. (Ed.), *Theories of Corporate Governance*. Oxon: Routledge. 2004
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K. y SARIN, A. «Agency problems, equity ownership and corporate diversification». *Journal of Finance*, Vol. 52, nº1. 1997. pp. 135-160.
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K. y SARIN, A. «Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies». *Strategic Management Journal*, Vol. 20, nº11. 1999. pp. 1071-1076.

- FOX, M.A. y HAMILTON, R.T. «Ownership and diversification: Agency theory or Stewardship theory». *Journal of Management Studies*, Vol. 31, nº1. 1994. pp. 69-81.
- FRENCH, J.R.P. y RAVEN, B. «The bases of social power». En Cartwright, D. (Ed.): *Studies in Social Power*. Ann Arbor. University of Michigan. 1959.
- HECKMAN, J.J. «Sample selection bias as a specification error». *Econometría*, Vol. 47, nº1. 1979. pp. 153-161.
- HOFSTEDE, G. *Culture's Consequences: International Differences in World-Related Values*. Beverly Hills, CA: Sage. 1980
- HOSKISSON, R.E. y HITT M.A. «Antecedents and Performance. Outcomes of Diversification: A review and critique of theoretical perspectives». *Journal of Management*, Vol. 16, nº2. 1990. pp. 461-509.
- HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A.; WAN, W.P. y YIU, D. «Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum». *Journal of Management*, Vol. 25, nº3. 1999. pp.417-456.
- JACQUEMIN, A. y BERRY, C. «Entropy measure of diversification and corporate growth». *Journal of Industrial Economics*, Vol. 27, nº4. 1979. pp. 359-370.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, nº4. 1976. pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y ZAJAC, E.J. «Corporate elites and corporate strategy». *Strategic Management Journal*, Vol. 25, nº6. 2004. pp. 507-524.
- LANE, P.J.; CANNELLA, A.A. y LUBATKIN, M.H. «Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud y Lev reconsidered». *Strategic Management Journal*, Vol. 19, nº6. 1998. pp. 555-578.
- LAWLER, E.E. *High Involvement Management*. San Francisco: Jossey-Bass. 1986.
- LEE, P. y O'NEILL, H. «Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: agency and stewardship perspectives». *Academy of Management Journal*, Vol. 46, nº2. 2003. pp. 212-225.
- MASLOW, A.H. *Motivation and Personality*. New York: Harper & Row. 1954.
- MAYER, R.C. y SCHOORMAN, F.D. «Predicting participation and production outcomes through a two-dimensional model of organizational commitment». *Academy of Management Journal*, Vol. 35, nº3. 1992. pp. 671-684.
- MILLER, D.J. «Firms' technological resources and the performance effects of diversification». *Strategic Management Journal*, Vol. 25, nº11. 2004. pp. 1097-1119.
- MILLER, D.J. «Technological diversity, related diversification and firm performance». *Strategic Management Journal*, Vol. 27, nº7. 2006. pp. 601-619.
- PALICH, L.E.; CARDINAL, L.B. y MILLER, C.C. «Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research». *Strategic Management Journal*, Vol. 21, nº2. 2000. pp. 155-174.
- RAMASWAMY, K.; LI, M. y VELIYATH, R. «Variations in ownership behavior and propensity to diversify: A study of the Indian corporate context». *Strategic Management Journal*, Vol. 23, nº 4. 2002. pp. 345-358.
- SANTALO, J. y BECERRA, M. «The dominance of diversified versus specialized firms across industries». *Journal of Business Research*, Vol. 59. 2006. pp. 335-340.
- SINGH, M.; NEJADMALAYERI, A. y MATHUR, I. «Performance impact of business group affiliation: an analysis of the diversification-performance link in a developing economy». *Journal of Business Research*. 2007. En prensa.

WASERMAN, N. «Stewards, agents and the founder discount: Executive compensation in new ventures». *Academy of Management Journal*, Vol. 49, nº5. 2006. pp. 960-976.

APÉNDICE 1

Propuesta de medición del tipo de CEO que decide diversificar (30 ítems)

MI-NOS1	Trabajo por la necesidad de alcanzar el reconocimiento de todos los miembros de la empresa
MI-NOS2	Necesito sentirme orgulloso de mi propio trabajo
ME-NOI3	Me gusta trabajar intensamente para ganar mucho dinero
ME-NO4	Es importante para mí lograr estabilidad en el puesto de trabajo
ID1	Siempre trato de alcanzar los objetivos de la empresa
ID2	Apenas me preocupan las críticas vertidas sobre esta compañía
ID3	Estoy orgulloso de trabajar en esta empresa
ID4	Considero que mis valores coinciden con los de la empresa que dirijo
ID5	Si se presenta la necesidad, no estoy dispuesto a trabajar más horas de las que marca mi jornada laboral
PP1	Los empleados valoran mi experiencia a la hora de acatar mis ordenes
PP2	Los empleados se identifican conmigo y tratan de actuar como yo
PPI3	Castigo o sanciono a los empleados que no cumplen mis decisiones
PPI4	ID5 Favorezco a los empleados que se comportan como yo quiero
PPI5	Utilizo mi autoridad para asegurar que los empleados cumplen con sus obligaciones
FG1	En esta empresa hay un estricto control sobre cómo se realiza el trabajo y sobre los resultados logrados
FG2	La empresa afronta las situaciones inciertas a través de una mayor atribución de poder a sus empleados
FG3	La empresa fomenta que los empleados, además de realizar su trabajo, lo organicen y controlen
EG4	Existe un bajo nivel de confianza entre los miembros de la empresa
FG5	Los empleados no cuentan con suficiente autonomía a la hora de realizar su trabajo
FG6	El equipo directivo de la empresa mantiene una comunicación abierta con sus empleados
IC1	Los miembros de la empresa están dispuestos a sacrificar sus objetivos personales por el bien colectivo
IC2	Nuestra empresa carece de espíritu de equipo
IC3	El éxito de nuestra empresa se atribuye a todos sus miembros
IC4	Dentro de la empresa existe una actitud positiva hacia la cooperación para lograr el bienestar colectivo
IC5	En esta empresa se estimula la independencia y el desarrollo individual de los empleados
DP1	La principal función de los empleados es seguir las ordenes emitidas por el equipo directivo

DP2	El equipo directivo toma la mayoría de las decisiones consultando con sus subordinados
DP3	Nuestra empresa estimula que todos sus miembros expresen sus propias opiniones e ideas
DP4	El equipo directivo ostenta mucha más autoridad y poder que el resto de miembros de la empresa
DP5	Los empleados pueden discrepar con las decisiones tomadas por el equipo directivo

Codificación de variables

MI-NOS	Motivación intrínseca–Necesidad de orden superior
ME-NOI	Motivación extrínseca–Necesidad de orden inferior
ID	Identificación con la empresa
PP	Poder Personal
PI	Poder Institucional
FG	Filosofía de Gestión
IC	Individualismo/Colectivismo
DP	Distancia de Poder