Impacto de la estrategia de diversificación en el resultado empresarial: ¿influye el estilo de comportamiento del CEO que diversifica?

Almudena Martínez Campillo • Roberto Fernández Gago[1]
Universidad de León

RECIBIDO: 13 de diciembre de 2006
ACEPTADO: 19 de enero de 2008

Resumen: *El presente trabajo analiza la relación diversificación-resultados en las empresas españolas durante un período caracterizado por importantes cambios en el entorno competitivo e institucional. Además, examina si dicha relación difiere significativamente en función del estilo de comportamiento del CEO que diversifica. Para ello se sustenta en el marco teórico Agencia-Stewardship (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997, 2004), que establece que los CEOs pueden actuar como agentes o como servidores. Mientras los CEOs como agentes son sujetos egoístas que se comportan oportunistamente, los CEOs como servidores son individuos colectivistas que actúan pro-organizativamente. Tras aplicar el método de Heckman sobre una muestra de empresas españolas, los hallazgos obtenidos revelan que en este nuevo contexto la diversificación ha influido positivamente sobre los resultados empresariales, y que dicha influencia se ha visto reforzada cuando la estrategia ha sido dirigida e implantada por un CEO inclinado a actuar como servidor.*
Palabras clave: *Diversificación / Comportamiento directivo / Agente / Servidor / Resultados.*

The Impact of Diversification Strategy on Firm Performance: Does the CEO's Behavior Style Matter?

Abstract: *This paper analyzes the relationship diversification-performance in Spanish firms during a period characterized by important changes in the competitive and institutional environment. It also examines whether such relationship may differ significantly depending on the behavior style of the diversifying CEO. The study utilises the Agency-Stewardship theoretical framework (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997, 2004) that 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. After using Heckman´s method on a sample of Spanish firms, the results verify that diversification has affected positively on firm performance in this new context and this effect has resulted significantly strong when the strategy has been managed and implemented by a CEO inclined to behave as steward.*
Key Words: *Diversification / Managerial behavior / Agent / Steward / Performance.*

INTRODUCCIÓN

El análisis de los efectos de la diversificación ha sido objeto de numerosas investigaciones en los países más avanzados y sus resultados han sido claramente inconsistentes (Berger y Ofek, 1995; Denis *et al*., 1997, 1999; Campa y Kedia, 2002; Kim *et al*., 2004; Desai *et al.,* 2005; Miller, 2004, 2006). Sin embargo, apenas existe evidencia al respecto para otros países desarrollados más recientemente. Por esta razón, una observación interesante del presente estudio se refiere a la influencia de la diversificación sobre el desempeño de las empresas españolas. Durante la última década las mayores empresas de nuestro país han ido modificando sus estrategias de crecimiento a fin de adaptarse a un nuevo entorno competitivo, determinado principalmente por la globalización y la revolución tecnológica (Sánchez-Bueno *et al*., 2006). Los estudios previos que analizan la relación diversificación-resultados en la economía española son escasos y contradictorios (Suárez-González, 1994; Menéndez y Gómez, 2000; Ramírez y Espitia, 2002)[2], y puede resultar interesante conocer cómo han repercutido las modificaciones estratégicas aludidas sobre los efectos de la participación en nuevos negocios. Ello explica que el primer objetivo de nuestro trabajo sea analizar el impacto de la diversificación sobre los resultados de las empresas españolas en este nuevo contexto, dado que dicho efecto no es estable a lo largo del tiempo (Mayer y Whittington, 2003).

Además, este cambio en el entorno competitivo ha ido acompañado de una importante transformación en el entorno institucional, que viene reclamando un comportamiento responsable con todos los *stakeholders* de la empresa (Nieto, 2005). Este cambio en el entorno institucional ha llevado consigo que los modos convencionales de entender la dirección de la empresa deban ser revisados, dado que la actuación colectiva de una organización depende en gran medida de sus directivos (Stevens, 2007). Así, la suposición tradicional de que éstos siempre actúan movidos

por el interés propio podría resultar particularmente inapropiada en el entorno social cooperativo que rodea actualmente a las empresas, en el que también existen directivos honestos y con espíritu pro-organizativo (Ghoshal, 2005). En este marco de análisis se plantea nuestro segundo objetivo, que consiste en examinar qué papel juega el estilo de comportamiento de los CEOs a la hora de explicar el desempeño empresarial, así como su efecto moderador sobre la relación diversificación-resultados en las empresas españolas.

El CEO de una empresa es el miembro más poderoso e influyente de la elite corporativa y, como tal, suele dominar los procesos de diversificación imponiendo sus intereses sobre los del resto de directivos (Jensen y Zajac, 2004). Sin embargo, no todos los CEOs son iguales ni persiguen lo mismo cuando eligen diversificar, y sus distintos objetivos y comportamientos específicos podrían originar diferencias en el resultado de la entrada en nuevas líneas de actividad (Ramanujan y Varadarajan, 1989; Datta *et al*., 1991; Jensen y Zajac, 2004). Por esta razón, el presente estudio pretende investigar si el éxito de esta estrategia difiere en función del modo de actuar del CEO que diversifica, incorporando como principal novedad la identificación del estilo de comportamiento de los CEOs y de sus objetivos respecto a la diversificación a partir del enfoque Agencia-*Stewardship*.

El marco teórico Agencia-*Stewardship* defiende que, ante la separación entre propiedad y control, un CEO puede elegir actuar como agente o como servidor (Davis *et. al*., 1997, 2004; Wasserman, 2006; Chrisman *et al.*, 2007). Mientras el agente es un directivo económicamente racional que está orientado a la autosatisfacción, el servidor es un sujeto colectivista que percibe una mayor utilidad en la conducta pro-organizativa. Tomando como referencia este marco, cabe prever que los CEOs inclinados a comportarse como agentes aprovecharán su poder para diversificar con el objetivo de satisfacer su propia utilidad (retribución, poder, prestigio…), incluso en detrimento del resultado empresarial, mientras que los más próximos al modelo de servidor, como sujetos comprometidos con los distintos *stakeholders* de la empresa, utilizarán la diversificación para crear valor (Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy *et al.,* 2002). Efectivamente, los CEOs participan activamente a lo largo de todo el proceso de diversificación y, dependiendo de sus objetivos específicos, deciden sobre los distintos aspectos de la estrategia a seguir: formulación e implantación. No obstante, en función del grado de eficiencia con que se hayan formulado e implantado, las estrategias de diversificación originarán distintos niveles de desempeño (Jensen y Zajac, 2004). Esto no lleva a plantear que la relación diversificación-resultados no es homogénea para todos los CEOs que abordan la entrada en nuevos negocios.

El estudio contribuye a la literatura existente por las siguientes razones. Primero, porque, ante la escasez e inconsistencia de los estudios previos, añade nueva evidencia empírica sobre la relación diversificación-resultados en las empresas españolas partiendo de su situación particular en un período reciente de profunda transformación en el entorno competitivo. Segundo, porque contrasta la aplicabilidad del marco Agencia-*Stewardship* al considerar la distinta naturaleza de los CEOs y examinar su impacto en el desempeño de las empresas. Aunque el marco teórico seleccionado parece ser una de las líneas de investigación más prometedoras en el campo del *management*, apenas existe evidencia empírica para justificar su potencial (Hoskisson *et al.,* 1999). Tercero, porque extiende la literatura sobre los efectos de la diversificación, analizando si el estilo de comportamiento del CEO que diversifica, definido a partir del enfoque Agencia-*Stewardship,* puede condicionar la influencia de dicha estrategia sobre el resultado empresarial. Por último, porque, desde la perspectiva metodológica, se corrigen econométricamente ciertos sesgos cometidos tradicionalmente al analizar la relación diversificación-resultados.

El resto del trabajo ha sido estructurado en cuatro secciones: en primer lugar, se introducen y discuten las hipótesis planteadas. A continuación, se realiza una descripción de la metodología y los datos empleados. Los resultados empíricos se recogen en la tercera sección y, finalmente, se ofrecen las principales conclusiones e implicaciones.

MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS

IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN SOBRE EL RESULTADO EMPRESARIAL

El análisis de los efectos de la diversificación corporativa sobre los resultados empresariales constituye uno de los temas más ampliamente estudiado y debatido en el mundo académico y empresarial. Sin embargo, la evidencia empírica al respecto permanece inconclusa. Tratando de dar una respuesta a tal inconsistencia, la investigación de Palich *et al*. (2000) revisa los principales trabajos que han abordado este tópico y propone tres modelos teóricos para explicar dicha relación: el modelo lineal, el modelo de la U invertida y el modelo intermedio[3].

El modelo lineal está representado por los trabajos que parten de la premisa de que la diversificación y el desempeño empresarial guardan una relación positiva y lineal (Arnould, 1969; Markham, 1973; Rhoades, 1973). Bajo este modelo se considera que la estrategia de diversificación no relacionada es preferible a la relacionada y que esta última, a su vez, es mejor que la estrategia de negocio único. Los principales argumentos que avalan esta relación son los derivados del incremento del poder de mercado y de la creación de mercados internos eficientes.

El modelo de la U invertida sugiere que cuanto mayor sea el grado de conexión entre los negocios, mayor será la rentabilidad de las empresas en comparación con aquellas que presentan un menor nivel de relación o negocios únicos (Grant *et al.,* 1988; Palich *et al*., 2000; Mayer y Whittington, 2003). El argumento que se esconde detrás de esta suposición es que las compañías establecidas en industrias cercanas pueden crear múltiples sinergias entre sus distintas actividades, generando ventajas en costes en todas ellas (Markides y Williamson, 1994; Tanriverdi y Venkatraman, 2005). No obstante, este modelo plantea el problema de los costes marginales asociados al aumento de la diversificación, debido a la presencia de activos menos específicos que producen una ventaja competitiva menor, y a que un determinado factor va perdiendo valor conforme es transferido a mercados más distintos de aquellos en los que ha sido originado (Wernerfelt y Montgomery, 1988).

Por último, el modelo intermedio postula que la diversificación logrará retornos positivos a tasa decreciente a partir de un punto de optimización. Bajo este modelo se asume que la diversificación es preferible a la estrategia de negocio único, pero que tanto la diversificación relacionada como la no relacionada pueden tener un impacto similar sobre los resultados empresariales (Grant y Jammine, 1988; Ramírez y Espitia, 2002; Suárez-González, 1994), debido a los costes incurridos para explotar la conexión entre los distintos negocios y a los beneficios vinculados a la participación en industrias no relacionadas (Palich *et al*., 2000).

La literatura más reciente sugiere que la naturaleza de la relación diversificación-resultados varía en función del país de origen y a lo largo del tiempo (Mayer y Whittington, 2003; Chakrabarti *et al*., 2007; Singh *et al.,* 2007). Por esta razón, parece adecuado considerar la tendencia estratégica observada en las empresas españolas durante los últimos años. A este respecto, un trabajo reciente de Sánchez-Bueno *et al.* (2006) indica que, durante el período 1993-2003, en las mayores compañías de nuestro país se observa el predominio y la estabilidad de la estrategia de negocio dominante (44% del total de las empresas), un descenso pronunciado en la de negocio único (-15%) y un incremento sustancial de la diversificación relacionada (+14%). En concreto, en este período de profundos cambios en el entorno competitivo, "*los flujos más frecuentes son de negocio único a negocio dominante y de estas dos categorías a la diversificación relacionada*" (Sánchez-Bueno *et al*., 2006, p. 28), mientras que la diversificación no relacionada apenas tiene seguimiento durante toda la década. El panorama descrito evidencia que en los últimos años las grandes empresas españolas han presentado una clara tendencia hacia una mayor diversificación, especialmente hacia negocios relacionados. Por tanto, cualquiera que sea el modelo teórico considerado permite plantear la siguiente hipótesis[4]:

- *H_1: La diversificación corporativa ejerce un impacto positivo sobre el resultado de las empresas españolas.*

EFECTO PRINCIPAL E INTERACCIÓN DEL ESTILO DE COMPORTAMIENTO DEL CEO

En los últimos años, paralelo al cambio en el entorno competitivo, se está produciendo una profunda transformación en el entorno institucional, derivada de una mayor sensibilización por la responsabilidad de las empresas con sus distintos *stakeholders* (Nieto, 2005). En este nuevo contexto, los CEOs tienen a su disposición varios cursos de acción diferentes y, dependiendo de sus características y actitudes, seguirán unos u otros, lo cual ayuda a explicar las diferencias en la actuación social desarrollada y en el resultado empresarial (Stevens, 2007). Un enfoque utilizado para explicar la actuación de los CEOs en este nuevo entorno institucional es el marco teórico Agencia-*Stewardship* (Davis *et al*., 1997, 2004; Wasserman, 2006; Chrisman *et al*., 2007), que establece que los directivos pueden actuar como agentes o como servidores. Mientras los CEOs como agentes son individuos inherentemente egoístas que se comportan oportunistamente, los CEOs como servidores son sujetos colectivistas que actúan pro-organizativamente.

El marco teórico seleccionado propone que el comportamiento de un CEO como agente o como servidor puede ser descrito en términos de sus factores psicológicos y situacionales (Davis *et al*., 1997, 2004; Hernández, 2008). Los factores psicológicos se refieren a determinadas características personales del directivo que pueden afectar sobre su conducta, entre las que se distinguen el tipo de motivación laboral, 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 tres variables relativas a la empresa que dirige: la filosofía de gestión y las dimensiones individualismo/colectivismo y distancia de poder de la cultura organizativa. Bajo este enfoque, los CEOs tienen más probabilidad de comportarse como agentes cuando responden a motivaciones extrínsecas -las que cubren las necesidades fisiológicas, de seguridad y de relación social de los empleados-, apenas se sienten identificados con la compañía que dirigen, recurren al poder institucional que poseen en virtud de su cargo para influir sobre terceros y pertenecen a una empresa con una filosofía orientada al control, un ambiente individualista y grandes diferencias de poder entre sus miembros. Sin embargo, los CEOs tienen más probabilidad de actuar como servidores si responden a motivaciones intrínsecas –las que satisfacen las necesidades de estima y autorrealización–, se sienten identificados con la compañía que gobiernan, emplean la base de poder inherente a su persona y trabajan en compañías con una filosofía orientada a la implicación, una cultura colectivista y escasa distancia de poder entre sus integrantes (Davis *et al*., 1997, 2004).

Por tanto, en función de sus características psicológicas y situacionales, los CEOs se mostrarán más inclinados a actuar como agentes o como servidores, teniendo en cuenta que cada estilo de conducta podría ejercer un impacto diferente sobre las iniciativas empresariales abordadas y, por ende, sobre los resultados que de las mismas se deriven. Así, la teoría de la Agencia, que constituye una aproximación económica al gobierno de las empresas, asume que los CEOs como agentes son directivos racionales que buscan maximizar su propia función de utilidad dentro de la empresa, incluso a costa de la riqueza empresarial (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1997). Aunque la divergencia de objetivos entre propiedad y control puede diferir en varios grados, esta teoría defiende que los agentes tienen una propensión intrínseca a comportarse oportunistamente, a menos que existan estructuras de control eficientes (Tosi *et al*., 2003). Por el contrario, la teoría *Stewardship*, que es una visión psico-sociológica del gobierno corporativo, considera a los CEOs como buenos servidores de la organización y como sujetos predispuestos a crear una atmósfera socialmente responsable dentro de la misma (Davis *et al*., 1997, 2004; Wasserman, 2006). En concreto, el comportamiento de estos gerentes es tal que las conductas a favor de la empresa y sus distintos *stakeholders* le reportan mayor utilidad que las oportunistas e individualistas (Hernández, 2008). Sin embargo, dada la dificultad de conciliar intereses tan heterogéneos, esta teoría asume que una empresa que crea valor generalmente satisface a la mayoría de esos grupos (Davis *et al*., 1997, 2004; Chrisman *et al*., 2007). Como este es el pensamiento del servidor, actuar de acuerdo al mismo y no de un modo egoísta no implica una falta de racionalidad.

Derivado de estos argumentos, parece lógico anticipar que, además de otras variables ampliamente consideradas en la literatura, el modelo de comportamiento del CEO definido a partir de sus características psicológicas y situacionales podría constituir un elemento crítico a la hora de explicar el resultado empresarial (Davis *et al.,* 1997, 2004; Chrisman *et al*., 2007). De acuerdo con ello se plantea con carácter exploratorio la siguiente hipótesis:

- *H_2: Cuanto más se aproxime el estilo de conducta del CEO de la empresa al modelo del servidor respecto al del agente, mayor será el resultado empresarial.*

En concreto, la conducta de los directivos y su posible discrecionalidad se han presentado como factores determinantes de la estrategia empresarial, condicionando el éxito o fracaso de la misma (Hambrick y Mason, 1984; De Quevedo *et al.*, 2005). Así, en el ámbito de la diversificación, varios trabajos han advertido de la importancia de considerar la eficiencia del comportamiento de los CEOs como un posible moderador de la relación diversificación-resultados, ya que el grado en que los beneficios potenciales de esta estrategia pueden ser realmente alcanzados depende fuertemente de cómo se haya dirigido e implantado (Ramanujan y Varadarajan, 1989; Hoskisson y Hitt, 1990; Datta *et al*., 1991; Hill y Hansen, 1991). La explicación de este efecto moderador radica en que el CEO puede contribuir directamente al éxito o fracaso de la entrada en nuevas líneas de actividad en la medida en que es el sujeto que decide sobre los distintos aspectos relativos a su formulación –grado, tipo y modo– e implantación. Dado que la eficiencia de la conducta de los directivos se puede valorar en función de su proximidad al modelo del agente o del servidor, se podría esperar que la intensidad de la relación positiva diversificación-resultados prevista para las empresas españolas pudiera verse afectada por el modelo de comportamiento de los CEOs que diversifican; es decir, que en las compañías gobernadas por un CEO inclinado a actuar como servidor dicha relación fuera más intensa que en las dirigidas por agentes.

En concreto, los CEOs inclinados a actuar como agentes estarán dispuestos a participar en nuevas líneas de actividad, siempre que dicha inversión les otorgue beneficios privados relevantes –el incremento del volumen de retribución derivado de un mayor tamaño corporativo, la mejora de su poder y prestigio dentro de la comunidad empresarial, la dispersión del riesgo personal y/o su propio atrincheramiento en el puesto de trabajo– (Denis *et al*., 1997, 1999). Por esta razón, cabe esperar que, a la hora de dirigir e implantar la diversificación, todas sus actuaciones sean consistentes con lograr efectivamente dichas ganancias particulares, incluso en detrimento de la riqueza de la empresa. En este empeño, seleccionarán una estrategia que resulte adecuada para alcanzarlas y, sobre todo, tratarán de implantar la estructura, cultura y sistemas organizativos más efectivos para su consecución, aún cuando no sean los más eficientes para mejorar el resultado empresarial (Hoskisson y Hitt, 1990; Datta *et al.,* 1991). De hecho, la evidencia empírica ha constatado que los procesos de diversificación abordados ineficientemente con el único propósito de mejorar la utilidad de los directivos han disipado la riqueza de las empresas (Amihud y Lev, 1981; Morck *et al*., 1990; Hill y Hansen, 1991; Aggarwal y Samwick, 2003, entre otros). De este modo, cabría pronosticar que el efecto de la diversificación sobre los resultados empresariales será menor, cuanto más inclinado se encuentre el CEO que diversifica a actuar como un agente.

Por el contrario, los CEOs inclinados a actuar como servidores, en la medida en que están dispuestos a trabajar diligentemente a favor de la organización, aprovecharán su posición para implantar estrategias de diversificación con potencial para mejorar la riqueza empresarial (Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy *et. al*., 2002). La literatura y la evidencia empírica previa han demostrado que las ventajas derivadas del incremento del poder de mercado (Rhoades, 1973), la creación de mercados internos eficientes (Fauver *et al*., 2003; Hubard y Palia, 1999) y la generación de sinergias (Farjoum, 1998; Robins y Wiersema, 1995) permiten explicar la creación de valor a partir de esta estrategia (Palich *et al*., 2000). Así pues, es posible prever que, cuando

aborden la entrada en nuevas líneas de actividad, los CEOs más próximos al perfil del servidor formularán una estrategia idónea para conseguir dichas ventajas de poder o de eficiencia y tratarán de instaurar la organización más óptima para aprovecharlas, con el consiguiente efecto favorable sobre el desempeño empresarial (Hoskisson y Hitt, 1990; Datta *et al.,* 1991). Acorde con ello, cabe esperar que el efecto de la diversificación sobre los resultados empresariales sea mayor, cuanto más inclinado se encuentre el CEO que diversifica a actuar como un servidor. En suma, de acuerdo con los argumentos señalados se plantea la siguiente hipótesis con carácter exploratorio:

- *H_3: Cuanto más se aproxime el estilo de conducta del CEO que diversifica al modelo del servidor respecto al del agente, mayor será el impacto positivo de la diversificación sobre el resultado de las empresas españolas.*

METODOLOGÍA

SELECCIÓN DE LA POBLACIÓN

Para contrastar las hipótesis objeto de estudio se partió del conjunto de empresas españolas que se caracterizaron por la separación entre propiedad y control durante el período 1997-2001[5]. Efectuando una aproximación, fueron seleccionadas 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[6]. A partir de los Directorios Dun & Bradstreet resultó un total de 3.655 empresas.

Sin embargo, la literatura señala que para evaluar estadísticamente el impacto de la diversificación sobre la creación de valor resulta más adecuado considerar el momento en el que la empresa se convierte en diversificada -pasa de competir en un único negocio a participar en dos o más- que aquel en el que incrementa su nivel de diversificación –estando ya diversificada, aumenta el número de negocios en los que desarrolla su actividad– (Miller, 2004; Villalonga, 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 inclasificables, por sus características especiales de funcionamiento y regulación. Tras aplicar estas restricciones, resultó una población de 1.256 empresas especializadas en 1997. Una vez revisadas las distintas ediciones del Directorio Dun & Bradstreet, se observó que 520 diversificaron entre 1998-2001 y 736 permanecieron especializadas[7].

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 (ver Anexo 1), 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. 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 abordó la diversificación. En caso negativo, la empresa era eliminada de la muestra. Por último, el CEO debía especificar los distintos negocios de la empresa el año de la diversificación, indicando qué porcentaje de las ventas totales representaba cada actividad[8]. Cuando los negocios identificados por el CEO no coincidían con los que figuraban en el Directorio Dun & Bradstreet, la compañía también era excluida de la muestra. En conjunto, 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, p. 512). Por ello, para corregir este sesgo se emparejó a cada una de las 118 empresas di-

versificadas 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.

VARIABLE INDEPENDIENTE

El índice de entropía se empleó para medir la diversificación (Palepu, 1985). Dicho índice se define como $D = \sum_{i=1}^{n} P_i \ln(1/P_i)$, donde 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. Este índice aumenta cuanto mayor es el grado de diversificación y se caracteriza por un gran rigor técnico, fuerte soporte teórico y ausencia de subjetividad (Robins y Wiersema, 2003).

VARIABLE DEPENDIENTE

Los efectos de la diversificación fueron medidos en términos del cambio en la rentabilidad empresarial (Jensen y Zajac, 2004; Desai *et al*., 2005). En concreto, una vez identificado el año t en que cada empresa diversificó, se calculó el ROA medio de los tres años previos y de los tres siguientes a dicho ejercicio, estimándose a continuación la tasa de variación entre ambos períodos[9]. La base de datos SABI aportó la información para construir esta variable.

VARIABLE MODERADORA

La carencia de contrastes empíricos del marco teórico Agencia-*Stewardship* introducido por Davis *et al.* (1997, 2004) nos obligó a diseñar una medida del estilo del comportamiento del 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 (ver Anexo 2). El soporte teórico para construir dichos ítems fue el siguiente:

- La *motivación laboral* fue cuantificada con cuatro ítems formulados conforme al modelo de necesidades de Maslow (1954). Mientras dos ítems medían las motivaciones intrínsecas (*MI*), los dos restantes cuantificaban las motivaciones extrínsecas (*ME*).
- La *identificación con la empresa* (*ID*) fue evaluada a partir de cinco ítems tomados de la escala de Mayer y Schoorman (1992).
- La *base de poder* se midió con cinco ítems relativos a las fuentes de poder de French y Raven (1959). Los poderes de experto y referente son reflejo del poder personal (*PP*), mientras que los poderes coercitivo, de recompensa y legítimo lo son del poder institucional (*PI*).
- La *filosofía de gestión* (*FG*) fue medida con seis ítems adaptados de las aportaciones de Lawler (1986).
- La *cultura organizativa* se valoró con diez ítems formulados de acuerdo con la escala de Hofstede (1980), de los cuáles cinco se referían a la dimensión individualismo–colectivismo (*IC*) y los otros cinco a la distancia de poder (*DP*).

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 siete puntos (1 significaba total desacuerdo con la proposición y 7 estar completamente de acuerdo). Tras la recodificación de ciertos ítems[10], la escala global quedó planteada de modo que una puntuación baja indicaba una conducta directiva próxima a la del agente y una puntuación elevada una conducta más inclinada a la del servidor. Dicha escala alcanzó un valor alpha de Cronbach igual a 0,90 y un análisis factorial reveló que todos los ítems cargaban fuer-

temente 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 que, por tanto, 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 normalizado para tener valores comprendidos entre 0 y 100[11], de modo que los CEOs inclinados a actuar como agentes lograron los valores más bajos, correspondiendo los más elevados a los que se acercaron al modelo del servidor.

El empleo de una variable cuantitativa se justifica en el 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 explicar el marco Agencia-*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.

VARIABLES DE CONTROL

En los análisis efectuados se incluyeron las siguientes variables de control: a) dos variables relativas al gobierno corporativo de la empresa el año de la diversificación (Mayer y Whittington, 2003); una para recoger la *forma de control corporativo*, que tomó el valor 1 cuando la empresa estaba controlada por los accionistas (propiedad externa mayor o igual al 5%) o por directivos-accionistas (propiedad del CEO mayor o igual al 2%), y el valor 2 cuando la empresa estaba controlada por el CEO (propiedad externa inferior al 5% y propiedad del CEO inferior al 2%); y otra para reflejar la *participación de internos en el consejo de administración* (% sobre el total de consejeros); b) tres variables relativas a la situación económico-financiera de la empresa (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004): el *tamaño* (log del activo total), la *rentabilidad* (ROA) y el *nivel de inversión* (inmovilizado material/ventas). Estas variables fueron promediadas para los tres años pre-diversificación; c) una variable relativa a la *internacionalización* de la empresa en el año previo a la diversificación (Palich *et al.*, 2000), que tomó el valor 1 cuando la misma tenía actividad exportadora y el valor cero en caso contrario; y d) una variable a nivel sectorial tal como la *rentabilidad industrial* (ROA) (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004; Chakrabarti *et al.,* 2007), que fue promediada para los tres años pre-diversificación. La base de datos SABI y el Directorio Dun&Bradstreet aportaron los datos requeridos para construir las variables de control.

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 en la literatura para analizar dicha relación (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004; Miller, 2006) es aplicar el método en dos etapas de Heckman (1979). 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 la ecuación de regresión corregida a fin de estudiar los efectos de la diversificación.

El método de Heckman permite corregir dicho sesgo si se cumplen dos condiciones de especificación del modelo (Wooldrigde, 2002): 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 regresión; es decir, que tenga potencial para explicar la decisión de diversificar, pero no el resultado de la diversificación. Aunque otras variables pueden estar disponibles[12], *la fracción de empresas diversificadas de la industrial principal*

(Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004) resultó ser apropiada por cumplir tal condición. Debido a la falta de datos, dicha variable tuvo que ser calculada a partir de las empresas de nuestra población. Por otro lado, exige que, en la medida de lo posible, las variables explicativas de la ecuación de regresión aparezcan también en la ecuación de selección, es decir, que dichas variables permitan explicar la variable dependiente de ambas ecuaciones. En este caso, las ecuaciones de regresión y selección fueron especificadas así:

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

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; $(D_i x\ C_i)$ 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.

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

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*, dado que existe evidencia teórica y empírica que acredita que todas ellas también pueden afectar 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. Para controlar este sesgo, 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 parámetro aproxima la probabilidad de diversificar de cada empresa y es calculado por ciertos programas estadísticos a partir de las estimaciones de la ecuación de selección. Con esta corrección, la ecuación de regresión final es:

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

RESULTADOS

La tabla 1 presenta los principales estadísticos descriptivos de las variables del estudio, así como los coeficientes de correlación entre ellas. Aunque en la ecuación de regresión ciertas variables mostraron una correlación significativa, el análisis de los factores de inflación de la varianza no evidenció problemas de multicolinealidad.

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, este análisis demuestra que el tamaño corporativo y la rentabilidad industrial influyen negativa y significativamente sobre la decisión inicial de diversificar, mientras que la participación de consejeros internos en el consejo de administración, la rentabilidad empresarial, la existencia de actividad exportadora y la fracción de empresas diversificadas en la industria principal ejercen un efecto positivo[14].

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 estilo de comportamiento del CEO que diversifica puede moderar la relación diversificación-rentabilidad. Para ello 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 obtenidos. Dado que la variable λ_i no resultó estadísticamente significativa en ninguna especificación, es posible señalar que dicho análisis carece de sesgo por selección. El modelo 1 indica los resultados para las variables de control. En concreto, el control de la empresa por parte del CEO influye negativa y significativamente sobre la mejora de la rentabilidad, mientras que el porcentaje de participación de internos en el consejo de administración ejerce un efecto positivo relevante. Además, el hecho de contar con actividad exportadora también influye favorablemente sobre dicho indicador. Por otro lado, en el modelo 2 fueron añadidas las variables relativas a la diversificación y al modelo de conducta del CEO de la empresa. Como se puede observar, existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre la diversifica-

Tabla 1.-Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

ECUACIÓN DE SELECCIÓN										
Variables (*N*=236)	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Diversificacion (dummy)	0,50	0,50	1,00							
2. Control corporativo	1,21	0,41	0,04	1,00						
3. Consejeros internos	13,5	26,6	0,22***	0,49***	1,00					
4. Log activo total	17,04	1,23	-0,24***	-0,08	-0,05	1,00				
5. ROA empresa	4,51	9,55	0,11†	0,05	0,01	0,04	1,00			
6. Inm. Material / Ventas	0,45	0,70	-0,06	0,11	0,05	0,02	0,02	1,00		
7. Internacionalización	0,57	0,49	0,18**	-0,10	0,17**	-0,02	0,04	0,05	1,00	
8. ROA industria	-1,84	22,85	-0,16**	-0,09	-0,07	0,19**	0,03	-0,07	-0,05	1,00
9. Fracción diversificadas	6,27	3,19	0,15*	0,03	0,01	0,02	0,07	-0,11†	0,02	-0,03

ECUACIÓN DE REGRESIÓN											
Variables (*N*=118)	Mean	S,D,	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Variación ROA	0,17	1,46	1,00								
2. Estilo Conducta CEO	50,14	13,70	0,31***	1,00							
3. Diversificación	0,75	0,41	0,25**	-0,31***	1,00						
4. Control corporativo	1,23	0,42	-0,20**	-0,04	-0,14	1,00					
5. Consejeros internos	19,39	31,28	0,45***	0,10	0,08	0,35***	1,00				
6. Log activo total	16,74	1,16	-0,05	0,10	-0,13	-0,01	0,04	1,00			
7. ROA empresa	5,30	12,19	0,06	0,04	0,06	0,09	-0,03	0,07	1,00		
8. Inm. Mater./Ventas	0,41	0,57	-0,04	0,03	-0,03	0,03	-0,07	0,05	0,01	1,00	
9. Internacionalización	0,67	0,41	0,34***	0,17†	0,05	-0,09	0,27**	0,09	0,05	-0,01	1,00
10.ROA industria	-5,60	20,94	0,02	-0,04	0,01	-0,11	-0,01	0,06	0,08	-0,12	-0,03
†p<0,10; *p<0,05; **p<0,01; ***p< 0,001.											

Tabla 2.- Estimación probit de la propensión a diversificar

VARIABLES	COEFICIENTE	S.E.	*z*-STATISTIC
Constante	4,52***	1,40	3,23
Control corporativo	-0,39	0,27	-1,45
Consejeros internos	0,01**	0,01	3,03
Log activo total	-0,29***	0,07	-3,68
ROA empresa	0,02†	0,01	1,91
Inm. Material / Ventas	-0,13	0,12	-1,03
Internacionalización	0,40**	0,18	2,15
ROA industria	-0,02**	0,01	-2,13
Fracción diversificadas	0,07**	0,03	2,48
Nº observaciones totales			236
Nº observac. censuradas			118
Log-likelihood test			-137,19***
Pseudo-R^2			0,16
†p<0,10; *p<0,05; **p<0,01; ***p< 0,001.			

ción *per se* y el resultado empresarial, lo cual permite validar la primera hipótesis. Asimismo, nuestros resultados demuestran que la gestión de una empresa por parte de un CEO más inclinado a actuar como servidor que como agente ejerce un efecto directo importante sobre la mejora de la rentabilidad, soportando los argumentos de la segunda hipótesis.

Por último, los modelos 3, 4 y 5 permiten contrastar el efecto moderador del modo de actuar de los CEOs sobre la relación diversificación-resultados. Un aumento efectivo en el R^2 del modelo 3 frente al obtenido en el modelo 2 indica que la interacción "diversificación-estilo de comportamiento del CEO" explica una porción importante de la variación que se produce en el resultado empresarial[13]. En concreto, el coeficiente positivo y significativo que se obtiene en el modelo 3 señala que cuanto más alto es el valor de la variable estilo de comportamiento del CEO, es decir, cuanto más se aproxima el directivo que decide diversificar al perfil del servidor, mayor es el efecto positivo de la diversificación sobre el incremento del resultado empresarial. Por tanto, este resultado podría validar la hipótesis planteada.

Sin embargo, dado que la correlación entre la diversificación y el estilo de comportamiento del CEO es importante (r=-0.31***), dicho efecto moderador podría ser ficticio y derivarse simplemente de la existencia de efectos no lineales entre diversificación y resultados[15] (Carte y Russell, 2003). Al comprobar la validez del posible efecto moderador, es decir, al incluir en el modelo los efectos cuadráticos de las variables "diversificación" y "estilo de comportamiento del CEO", se observó que el R^2 del modelo 5 au-

Tabla 3.- Análisis de regresión jerárquico: Efecto de la diversificación sobre la rentabilidad
Variable dependiente: Variación del ROA (*N*=118)

VARIABLES	MODELO 1	MODELO 2	MODELO 3 (a)	MODELO 4 (a)	MODELO 5 (a)
Constante	2,82 (2,05)	0,77 (1,96)	3,17† (1,88)	3,04 (1,92)	3,09† (1,87)
Control corporativo	-1,34*** (0,31)	- 1,14*** (0,29)	-1,08*** (0,29)	-1,14*** (0,29)	-1,14*** (0,29)
Consejeros internos	0,02*** (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02*** (0,01)
Log activo total	-0,11 (0,14)	-0,15 (0,13)	-0,14 (0,13)	-0,14 (0,13)	-0,14 (0,13)
ROA empresa	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)
Inm. Mater./Ventas	0,04 (0,20)	-0,01 (0,18)	0,04 (0,18)	-0,01 (0,18)	0,05 (0,18)
Internacionalización	0,49 † (0,29)	0,43 † (0,27)	0,36 (0,27)	0,45 † (0,27)	0,42† (0,27)
ROA industria	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)
Diversificación		0,88*** (0,26)	0,98*** (0,26)	0,86*** (0,27)	0,89*** (0,27)
Estilo Conducta CEO		0,03*** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,04*** (0,01)
Diversific. x Est. Cond. CEO			0,03 † (0,02)		0,05* (0,02)
Diversificación^2				0,11 (0,41)	0,66 (0,48)
Estilo Conducta CEO^2				-0,01 (0,01)	-0,01 (0,01)
Lambda (λ)	-0,06 (0,72)	0,23 (0,66)	0,03 (0,66)	0,25 (0,68)	0,13 (0,66)
Wald (b)	χ^2 (14) = 77,00***	χ^2 (16) = 107,06***	χ^2 (17) = 112,74***	χ^2 (18) = 107,19***	χ^2 (19) = 115,65***
R^2	0,398	0,495	0,508	0,496	0,516
ΔR^2			0,013 †		0,020*

(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 χ^2 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.

mentó significativamente frente al obtenido en el modelo 4 y que, de nuevo, el coeficiente del término de interacción alcanzó un signo positivo.

Estos resultados confirman el papel moderador del modo de actuar del CEO que diversifica sobre la relación positiva diversificación-resultados y permiten validar la tercera hipótesis.

CONCLUSIONES

El propósito de la presente investigación era doble. Por un lado, analizar el impacto de la diversificación en los resultados de las empresas españolas en un período de tiempo reciente caracterizado por cambios en el entorno competitivo. Por otro lado, examinar si, en un contexto con profundas transformaciones en el entorno institucional, la manera de actuar de los CEOs ha jugado un papel importante a la hora de explicar los resultados de las empresas, y si su interacción con la diversificación ha repercutido sobre los mismos. Para analizar estas cuestiones se han establecido tres hipótesis de trabajo, cuyo contraste hizo posible extraer las siguientes conclusiones.

La primera hipótesis proponía que la diversificación ejerce un efecto favorable sobre el desempeño de las empresas españolas. Los hallazgos obtenidos permiten confirmar la validez de esta hipótesis, indicando que la diversificación por sí misma afecta positiva y significativamente sobre la mejora de la rentabilidad empresarial. Una posible explicación de este resultado podría

estar relacionada con el hecho de que en los últimos años, a pesar de que las empresas españolas continúan presentando un bajo grado de diversificación (Ramírez y Espitia, 2002; Galán *et al*., 2005; Sánchez-Bueno *et al*., 2006), se ha producido una clara tendencia hacia un mayor crecimiento hacia negocios relacionados. Por tanto, cualquiera que sea el modelo teórico de Palich *et al.* (2000) considerado, parece evidente que, con carácter general, las mismas podrían encontrarse en el tramo de la relación diversificación-resultados caracterizado por una relación positiva entre ambas variables. Este hallazgo contradice la evidencia empírica previa basada en el mercado español (Suárez-González, 1994; Menéndez y Gómez, 2000; Ramírez y Espitia, 2002). Las principales razones de esta inconsistencia podrían derivarse de los siguientes aspectos: a) el análisis de distintos períodos y contextos; es decir, que las modificaciones estratégicas experimentadas recientemente por las empresas españolas hayan favorecido la relación diversificación-resultados; b) el empleo de diferentes metodologías; y c) el uso de distintas medidas de la diversificación y los resultados, el empleo de diferentes fuentes de datos y/o la desigual distribución de la muestra por industrias.

La segunda hipótesis planteaba que cuanto más se aproxime el estilo de conducta del CEO de una empresa al modelo del servidor respecto al del agente, mayor será el resultado empresarial. Esta hipótesis también resultó validada, evidenciando la existencia una relación directa relevante entre el modo de actuar de estos directivos y los resultados alcanzados. Nuestro estudio, siguiendo la recomendación de Ghoshal (2005, p. 81) "*de emplear la teoría Stewardship para explicar la conducta directiva*", ha demostrado que las diferentes características psicológicas y situacionales de los CEOs derivan en distintos estilos de comportamiento a la hora de dirigir las iniciativas empresariales, los cuales a su vez se traducen en diferentes niveles de resultados para las compañías que las abordan. Efectivamente, los hallazgos obtenidos demuestran que los CEO inclinados a actuar como servidores, como sujetos colectivos y pro-organizativos, han trabajado eficientemente para crear valor con las distintas actividades que han desarrollado, mientras que la gestión de las empresas por parte de CEOs más próximos al modelo del agente se ha traducido en niveles de desempeño significativamente inferiores. Este resultado resulta especialmente relevante en el actual entorno institucional, altamente sensibilizado por la responsabilidad de las empresas con sus distintos *stakeholders,* en el que la mayor parte del valor no se crea a través de transacciones individuales en el mercado, sino por organizaciones en las que la gente actúa eficientemente, con sus acciones coordinadas y guiadas por un propósito común; la creación de valor (Ghoshal, 2005). Por tanto, nuestros hallazgos revelan el alcance de considerar la variedad de las características y actitudes de los directivos de cara a explicar la complejidad de su comportamiento y el efecto de éste sobre el resultado empresarial, especialmente en un contexto social y cooperativo como el que rodea actualmente a las empresas.

La tercera hipótesis proponía que cuanto más se aproxime estilo de conducta del CEO que diversifica al modelo del servidor respecto al del agente, mayor será el impacto favorable de la diversificación en los resultados de las empresas españolas. Los hallazgos de la investigación permiten confirmar nuestras expectativas, demostrando que en las compañías gobernadas por un CEO inclinado a actuar como servidor la relación positiva diversificación-resultados fue más intensa que en las dirigidas por agentes. Ello es así debido a que los CEOs son los miembros de la elite corporativa más directa y activamente implicados en la formulación e implantación de la estrategia de diversificación (Jensen y Zajac, 2004), y el mayor o menor impacto de esta estrategia sobre el resultado empresarial depende en gran medida del grado de eficiencia con que se haya dirigido e implantado (Datta *et al*., 1991; Hill y Hansen, 1991). Así, es posible concluir 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 estilo de conducta del CEO que diversifica, cualquiera que sea el nivel de diversificación alcanzado. Dichos resultados, por tanto, soportan los argumentos teóricos del marco Agencia-Stewardship respecto a la diversifica-

ción (Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy *et al*., 2002).

A pesar de ciertas limitaciones del estudio, tales como considerar que la decisión de diversificar 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 la perspectiva teórica, la evidencia contradictoria sobre la relación diversificación-resultados podría ser parcialmente explicada considerando que tal relación puede ser contingente de la eficiencia del comportamiento del CEO que diversifica y, más concretamente, de si éste se muestra más predispuesto 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 (Hernández, 2008). Así, las compañías deberían asegurarse de que los sujetos seleccionados para ocupar la posición de CEO tengan un perfil psicológico que les predisponga a comportarse como servidores. Además, si los CEOs elegidos encajan psicológicamente en el modelo del servidor, las empresas deberían tratar de crear las condiciones internas necesarias para que puedan surgir comportamientos directivos a favor de la empresa y sus distintos *stakeholders*.

En conjunto, nuestros resultados aportan una contribución interesante al debate sobre los efectos de la diversificación. No obstante, arrojan algunos interrogantes: ¿Afecta el estilo de comportamiento del CEO que diversifica sobre la rentabilidad empresarial mediante el tipo de diversificación elegido (relacionada vs. no relacionada)? ¿Influye la dualidad del CEO sobre la relación diversificación-rentabilidad? Todos ellos representan futuras líneas de investigación.

ANEXO 1.- CUESTIONARIO

Datos de la Institución que realiza la encuesta	
IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESA	
Nombre de la Empresa	
Persona que responde al cuestionario	
Cargo que ocupa en la empresa	
Teléfono de contacto	Correo electrónico

1- CARACTERÍSTICAS PERSONALES Y SITUACIONALES

1.1 Indique su grado de acuerdo con las siguientes proposiciones que se plantean a continuación, teniendo en cuenta que la posible respuesta puede oscilar en una **escala creciente de 1 a 7 puntos**, tal como aparece en la siguiente tabla:

GRADO DE ACUERDO						
Totalmente en desacuerdo	Muy en desacuerdo	Desacuerdo	Ni acuerdo ni desacuerdo	De acuerdo	Muy de acuerdo	Totalmente de acuerdo
1	2	3	4	5	6	7

Tenga siempre presente que se trata de un estudio agregado, es decir, no constituye una evaluación exclusiva de su empresa y, por tanto, en todo momento **se garantiza la confidencialidad de los datos**.

Proposiciones relativas a las características del Director General de la empresa:

PROPOSICIONES	ACUERDO						
Mi cargo me ofrece la posibilidad de incrementar mis conocimientos y habilidades	1	2	3	4	5	6	7
Trabajo bien para alcanzar un cierto grado de reconocimiento por todos los miembros de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
Necesito sentirme orgulloso de mi propio trabajo	1	2	3	4	5	6	7
Me motiva facilitar la convivencia entre los miembros de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
Me gusta trabajar intensamente para ganar mucho dinero	1	2	3	4	5	6	7
Es importante para mí promocionar y lograr estabilidad en el puesto de trabajo	1	2	3	4	5	6	7
Considero que mis valores coinciden con los de la empresa que dirijo	1	2	3	4	5	6	7
Siento que poco puedo hacer para resolver los problemas de la empresa que dirijo	1	2	3	4	5	6	7
Apenas me preocupan las críticas vertidas sobre esta compañía	1	2	3	4	5	6	7
Siempre trato de alcanzar los objetivos de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
En este momento me preocupa poco el futuro de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
Apenas me siento identificado con las metas de esta empresa	1	2	3	4	5	6	7
Estoy orgulloso de trabajar en esta empresa	1	2	3	4	5	6	7
Si se presenta la necesidad, no estoy dispuesto a trabajar más horas de las que marca mi jornada laboral	1	2	3	4	5	6	7
Me gustaría continuar el resto de mi carrera profesional en esta empresa	1	2	3	4	5	6	7
Los empleados valoran mi experiencia a la hora de acatar mis ordenes	1	2	3	4	5	6	7
Los empleados se identifican conmigo y trata de actuar como yo	1	2	3	4	5	6	7
Castigo o sanciono a los empleados que no cumplen mis decisiones	1	2	3	4	5	6	7
Favorezco a los empleados que se comportan como yo quiero	1	2	3	4	5	6	7
Utilizo mi autoridad para asegurar que el personal cumple con sus obligaciones	1	2	3	4	5	6	7

Proposiciones referentes a su percepción de la empresa:

PROPOSICIONES	ACUERDO						
En esta empresa hay un estricto control sobre cómo se realiza el trabajo y sobre los resultados obtenidos	1	2	3	4	5	6	7
Los trabajadores solamente participan en la empresa realizando su trabajo	1	2	3	4	5	6	7
Existe un bajo nivel de confianza entre los miembros de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
Esta empresa enfrenta las situaciones complejas implantando sistemas de control	1	2	3	4	5	6	7
La empresa fomenta que los empleados, además de realizar su trabajo, lo organicen y controlen	1	2	3	4	5	6	7
Todos los miembros de la empresa participan activamente en la toma de decisiones	1	2	3	4	5	6	7
La empresa afronta las situaciones inciertas a través de una mayor atribución de poder a sus empleados	1	2	3	4	5	6	7
Los empleados no cuentan con suficiente autonomía a la hora de realizar su trabajo	1	2	3	4	5	6	7
El equipo directivo de la empresa mantiene una comunicación abierta con sus empleados	1	2	3	4	5	6	7
Los miembros de la empresa están dispuestos a sacrificar sus objetivos personales por el bien colectivo	1	2	3	4	5	6	7
Dentro de la empresa existe una actitud positiva hacia la cooperación para lograr el bienestar colectivo	1	2	3	4	5	6	7
Dentro de la empresa existe un fuerte sentimiento de unión entre sus miembros	1	2	3	4	5	6	7
El éxito de nuestra empresa se atribuye a todos sus miembros	1	2	3	4	5	6	7
En esta empresa se estimula la independencia y el desarrollo individual de los empleados	1	2	3	4	5	6	7
Nuestra empresa carece de espíritu de equipo	1	2	3	4	5	6	7
Los miembros de la empresa son reacios a comunicarse entre ellos	1	2	3	4	5	6	7
La filosofía de la empresa promueve la confrontación entre sus miembros como una oportunidad para establecer comunicaciones más directas	1	2	3	4	5	6	7
El equipo directivo ostenta mucha más autoridad y poder que el resto de miembros de la empresa	1	2	3	4	5	6	7
En esta empresa todas las decisiones son adoptadas por la alta dirección	1	2	3	4	5	6	7
La principal función de los empleados es seguir las órdenes emitidas por el equipo directivo	1	2	3	4	5	6	7
Esta organización trata de minimizar las diferencias de poder existentes entre sus miembros	1	2	3	4	5	6	7
El equipo directivo toma la mayoría de las decisiones consultando con sus subordinados	1	2	3	4	5	6	7
Nuestra empresa estimula que todos sus miembros expresen sus propias opiniones e ideas	1	2	3	4	5	6	7
Los empleados pueden discrepar con las decisiones tomadas por el equipo directivo	1	2	3	4	5	6	7
El equipo directivo sólo cumple una función de apoyo dentro de la empresa	1	2	3	4	5	6	7

1.2. Indique desde que año ocupa el cargo de Director General de la empresa **AÑO:**

2- OTROS DATOS GENERALES DE LA EMPRESA

2.1 En relación al **año 1998/1999/2000/2001**[1], describa cual fue la **actividad principal** de su empresa, así como **otras actividades secundarias** realizadas, indicando que **porcentaje de las ventas totales de la empresa** corresponde a cada actividad.

DESCRIPCIÓN ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LA EMPRESA	**CÓDIGO CNAE** (Si lo conoce)	**% DE LA CIFRA TOTAL DE VENTAS**
DESCRIPCIÓN OTRAS ACTIVIDADES SECUNDARIAS	**CÓDIGO CNAE** (Si lo conoce)	**% DE LA CIFRA TOTAL DE VENTAS**
		TOTAL = 100%

Muchas gracias por su colaboración

¿Estaría interesado en recibir los resultados del estudio? Sí ❑ No ❑

[1] Dado que se conocía el año concreto del período 1998-2001 en el que cada una de las empresas de la muestra había diversificado, se enviaron cuatro versiones de cuestionario distintas en virtud del momento en que cada una de ellas había adoptado tal estrategia.

ANEXO 2

PROPUESTA DE MEDICIÓN DEL ESTILO DE COMPORTAMIENTO DEL CEO (30 ítems)

MI1	Trabajo bien para alcanzar un cierto grado de reconocimiento por todos los miembros de la empresa
MI2	Necesito sentirme orgulloso de mi propio trabajo
ME3	Me gusta trabajar intensamente para ganar mucho dinero
ME4	Es importante para mí promocionar y 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
PI3	Castigo o sanciono a los empleados que no cumplen mis decisiones
PI4	Favorezco a los empleados que se comportan como yo quiero
PI5	Utilizo mi autoridad para asegurar que el personal cumple 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
FG4	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	Motivación Intrínseca
ME	Motivación Extrínseca
ID	Identificación con la empresa
PP	Poder Personal
PI	Poder Institucional
FG	Filosofía de Gestión
IC	Individualismo/Colectivismo
DP	Distancia de Poder

NOTAS

1. Los autores desean agradecer los comentarios y sugerencias de los dos evaluadores anónimos por su inestimable contribución al buen fin del presente trabajo.
2. El estudio de Suárez-González (1994) analiza la relación diversificación-resultados durante el período 1987-1990. Este trabajo concluye que las empresas especializadas obtienen mejores resultados económico-financieros que las diversificadas. Por otro lado, el trabajo de Menéndez y Gómez (2000), relativo al período 1990-1994, concluye que la diversificación no influye sobre la creación de valor. Por último, Ramírez y Espitia (2002) evidencian la existencia de una relación curvilínea entre ambas variables durante el período 1991-1995.
3. Cualquiera de los tres modelos teóricos parte de la base de que las empresas diversificadas obtienen beneficios y generan costes con la puesta en práctica de esta estrategia. Entre los beneficios destacan el incremento del poder de mercado (Tirole, 1995), la creación de mercados de capital internos que permiten una asignación más eficiente de los recursos entre los negocios (Williamson, 1985; Stein, 1997), la generación de economías de escala y alcance derivadas de compartir recursos y capacidades entre las distintas actividades (Tanriverdi y Venkatraman, 2005), el incremento de la capacidad de endeudamiento (Lewellen, 1971), la reducción en los niveles de impuestos (Majd y Myers 1987; Berger y Ofek, 1995) y la dispersión del riesgo asociado a participar en un solo negocio (Lubatkin y Chatterjee, 1994). Respecto a los costes, se derivan principalmente de la aparición de problemas de agencia, y más concretamente, del interés de los directivos por incrementar sus beneficios privados –remuneración, poder, estatus,…– (Jensen, 1986; Morck *et al*., 1990), reducir su riesgo personal (Amihud y Lev, 1981) o atrincherarse (Shleifer y Vishny, 1989). En concreto, estos costes suelen ser descritos en términos de inversiones ineficaces debido a la subvención

cruzada entre divisiones (Meyer *et al*., 1992), luchas de poder internas generadas en las asignaciones de recursos entre las divisiones (Rajan *et al*. 2000), inversiones en líneas de negocios con pobres oportunidades (Stulz, 1990) y costes de asimetría de la información entre la dirección central y los gerentes divisionales en empresas descentralizadas (Harris *et al*., 1982), o entre los directivos y los inversores externos (Hadlock *et al*., 2001). Además, pueden surgir costes derivados del incremento de los problemas de coordinación y control de los distintos negocios (Hoskisson y Hitt, 1988).

4. El resto de relaciones que emergen de la literatura son consideradas, por tanto, en la hipótesis alternativa.
5. El análisis del período 1997-2001 obedece a tres razones principales: 1) la carencia de trabajos que examinen la relación diversificación-resultados en las empresas españolas a partir del año 1995; 2) la disponibilidad de datos sobre el número de negocios donde compiten las empresas hasta el año 2001, en el momento de realizar la selección de la población; 3) el hecho de que otros trabajos españoles relativos a la relación diversificación-resultados hayan abarcado un período de cuatro o cinco años.
6. La literatura establece que, con carácter general, las empresas caracterizadas por la separación entre propiedad y control adoptan la forma jurídica de S.A. y poseen un tamaño considerable (Putterman,1994). Sin embargo, los criterios de tamaño pueden variar en función de la estructura industrial y empresarial de cada país. Teniendo en cuenta que en España durante el período analizado alrededor de un 99% de las compañías eran pymes –porcentaje bastante superior a la media del resto de la Unión Europea–, a fin de garantizar la disponibilidad de una población de empresas significativa, se consideró que una compañía tenía un tamaño considerable durante el período 1997-2001 si había superado un umbral mínimo de 100 empleados (criterio utilizado en la gestión tributaria y por el Instituto de Estudios Fiscales para distinguir entre pymes y grandes empresas). En cuanto a la cifra de ventas, dado que el criterio establecido por el Directorio Duns 50.000 Principales Empresas Españolas para incluir a una empresa entre las mayores de nuestro país varía entre las distintas ediciones, llegando a establecerse cifras mínimas inferiores o próximas a los 3 millones de euros, se optó por coger esta última cifra para disponer de una base de empresas constante durante el período analizado.
7. Duns&Bradstreet 50.000 Principales Empresas Españolas es un directorio de empresas que se edita anualmente desde 1984. Sus distintas ediciones constituyen la única fuente de información española para conocer la evolución anual del número de negocios a nivel de cuatro dígitos SIC donde compiten las empresas. Para identificar las empresas que diversifican y las que se mantienen en un único negocio se partió de las 1.256 empresas especializadas en 1997 y se comprobó año a año el número de negocios a nivel de 4 dígitos SIC en los que participaban. A lo largo del período 1998-2001, 736 permanecieron en la misma actividad que en 1997 y 520 decidieron competir en más de una línea de actividad.
8. Puesto que se conocía a priori el año de diversificación de cada empresa, fue preciso elaborar y enviar cuatro versiones distintas de la encuesta, adaptando esta última cuestión (pregunta 2.1) al año concreto en que la empresa amplió su campo de actividad (1998, 1999, 2000 ó 2001, según cada caso) y permaneciendo de modo similar el resto del cuestionario.
9. El ROA fue seleccionado como medida de la rentabilidad empresarial porque es considerado el indicador más completo del resultado de una empresa, ya que combina una medida de la eficiencia y otra de la efectividad. Además, no es sensible a las diferencias en la estructura de capital (Kim *et al.,* 2004). Aunque los valores de mercado podrían ser considerados indicadores más completos del efecto 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 desaconsejó esta alternativa.
10. Los ítems que fueron recodificados son *ME3*, *ME4*, *ID2*, *ID5*, *PI3*, *PI4*, *PI5*, *FG1*, *FG4*, *FG5*, *IC2*, *IC5*, *DP1*, *DP4*.
11. Para normalizar el índice obtenido se utilizó la siguiente expresión: $[(X_i\text{-}X_{min}/X_{max}\text{-}X_{min})$ x $100]$, 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.
12. Así, por ejemplo, la evidencia previa ha demostrado que la intensidad en I+D de la industria principal influye considerablemente sobre la diversificación (Galán y Sánchez-Bueno, 2006), aunque no es posible intuir que pueda determinar el resultado de la misma.
13. El efecto negativo del *tamaño* podría indicar que las empresas más grandes suelen estar más forma-

lizadas y burocratizadas, así como disponer de grupos diversos de *stakeholders* entre los que es más difícil lograr el consenso, todo lo cual puede inhibir cualquier cambio estratégico dentro de la empresa. Por su parte, el signo del coeficiente de la variable *rentabilidad industrial* sugeriría que la propensión a diversificar aumenta en las empresas que se encuentran en industrias poco atractivas, con un escaso volumen de beneficios y una baja tasa de retorno de las nuevas inversiones. Respecto a los efectos positivos, cuanto mayor sea la *participación de consejeros internos* en el consejo de administración de una empresa, mayor puede ser la probabilidad de que aborden la entrada en nuevas líneas de actividad a fin de satisfacer sus objetivos particulares. Además, la *rentabilidad empresarial* puede afectar favorablemente sobre la decisión de diversificar, en la medida en que puede ser requerido un cierto grado de bienestar financiero para que una empresa pueda abordar una inversión tan relevante como la requerida para entrar a competir en una nueva industria. En cuanto a la *internacionalización* de la empresa, el desarrollo de una actividad exportadora podría reforzar la necesidad y las capacidades requeridas para abordar la diversificación, resultando ambas actividades complementarias a lo largo del tiempo. Por último, los resultados indican que cuanto mayor sea la *fracción de empresas diversificadas en la industria principal*, mayor será la probabilidad de que las empresas situadas en la misma decidan diversificar, ya que se asume que constituyen entornos más favorables para la diversificación que para la especialización.

14. Cuando las variables dependiente, independiente o moderadora están medidas a partir de una escala de intervalo sólo el contraste del incremento del R^2 puede ser reflejo de la importancia del efecto moderador (test-*t* de H_0: $\Delta R^2 = 0$), si bien, el coeficiente beta del término de interacción informa de la naturaleza positiva o negativa de la relación (Carte y Russell, 2003, pp. 4-6).
15. Cuando la correlación entre la variable independiente y la moderadora es importante, un efecto moderador significativo podría ser provocado ficticiamente por la existencia de efectos no lineales entre las variables dependiente e independiente. En este caso, para contrastar el efecto moderador es necesario introducir en el análisis los términos cuadráticos de las variables dependiente y moderadora y contrastar la significación del incremento del R^2 al introducir el término de interacción (Carte y Russell, 2003, p. 8).

BIBLIOGRAFÍA

AGGARWAL, R.K.; SAMWICK, A.A. (2003): "Why do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered", *Journal of Finance*, vol. 58, núm. 1, pp. 71-118.

AMIHUD, Y.; LEV, B. (1981): "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, vol. 12, núm. 2, pp. 605-617.

ARNOULD, R.J. (1969): "Conglomerate Growth and Profitability", en L. Garoian [ed.]: *Economics of Conglomerate Growth*, pp. 72-80. Corvallis: Oregon State University.

BERGER, P.; OFEK, E. (1995): "Diversification Effect on Firm´s Value", *Journal of Financial Economics,* vol. 37, núm. 1, pp. 39-65.

CAMPA, J.M.; KEDIA, S. (2002): "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, vol. 57, núm. 2, pp. 1731-1762.

CARTE, T.; RUSSELL, C. (2003): "In Pursuit of Moderation: Nine Common Errors and Their Solutions", *MIS Quarterly*, vol. 27, núm. 3, pp. 1-23.

CHAKRABARTI, A.; SINGH, K.; MAHMOOD, I. (2007): "Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 28, núm. 2, pp. 101-120.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; KELLERMANNS, F.; CHANG, E. (2007): "Are Family Managers Agents or Stewards? An Exploratory Study in Privately Held Family", *Journal of Business Research*, vol. 60, núm. 10, pp.1030-1038.

CUERVO, A. (1991): *Rentabilidad y creación de valor en la empresa*. Barcelona: Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

DATTA, D.; RAJAGOPALAN, N.; RASHEED, A. (1991): "Diversification and Performance: Critical Review and Future Directions", *Journal of Management Studies*, vol. 28, núm. 5, pp. 529-558.

DAVIS, J.H.; SCHOORMAN, F.D.; DONALDSON, L. (1997): "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, vol. 22, núm. 1, pp. 20-48.

DAVIS, J.H.; SCHOORMAN, F.D.; DONALDSON, L. (2004): "Toward a Stewardship Theory of Management", en T. Clarke [ed.]: *Theories of Corporate Governance*, pp. 118-134. Oxon: Routledge.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. (1997): "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 1, pp. 135-160.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. (1999): "Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies", *Strategic Management Journal*, vol. 20, núm. 11, pp. 1071-1076.

DESAI, A.; KROLL, M.; WRIGHT, P. (2005): "Outside Board Monitoring and the Economic Outcomes of Acquisitions: A Test of the Substitution Hypothesis", *Journal of Business Research*, vol. 58, núm. 7, pp. 926-934.

FARJOUM, M. (1998): "The Independent and Joint Effects of the Skill and Physical Bases of Relatednesss in Diversification", *Strategic Management Journal*, vol. 19, núm. 7, pp. 611-630.

FAUVER, L.; HOUSTON, J.; NARANJO, A. (2003): "Capital Market Development, Legal Systems and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, núm. 1, pp. 135-157.

FOX, M.A.; HAMILTON, R.T. (1994): "Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory", *Journal of Management Studies*, vol. 31, núm. 1, pp. 69-81.

FRENCH, J.R.P.; RAVEN, B. (1959): "The Bases of Social Power", en D. Cartwright [ed.]: *Studies in Social Power*, pp. 150-167. Ann Arbor: University of Michigan.

GALÁN, J.I; SÁNCHEZ-BUENO, M.J.; ZUÑIGA-VICENTE, J.A. (2005): "Strategic and Organizational Evolution of Spanish Firms: Towards a Holding-Network Form?", *British Journal of Management*, vol. 16, núm. 4, pp. 279-292.

GALÁN, J.I.; SÁNCHEZ-BUENO, M.J. (2006): "Influence of Industry R&D Intensity on Corporate Product Diversification: Interaction Effect of Free Cash Flow", *Industrial and Corporate Change*, vol. 15, núm. 3, pp. 531-547.

GHOSHAL, S. (2005): "Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learning & Education,* vol. 4, núm. 1, pp. 75-91.

GRANT, R.M.; JAMMINE, A.P. (1988): "Performance Differences Between Wrigley/Rumelt Strategic Categories", *Strategic Management Journal*, vol. 9, núm. 4, pp. 333-346.

GRANT, R.M.; JAMMINE, A.P.; THOMAS, H. (1988): "Diversity, Diversification, and Profitability Among British Manufacturing Companies, 1972-1984", *Academy of Management Journal*, vol. 31, núm. 4, pp. 771-801.

HADLOCK, C.; RYNGAERT, M.; THOMAS, S. (2001): "Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification?", *Journal of Business*, vol. 74, núm. 4, pp. 613-635.

HAMBRICK, D.C.; MASON, P.A. (1984): "Upper Echelons: The Organisation as a Reflection of its Top Managers", *Academy of Management Review*, vol. 9, núm. 2, pp. 193-206.

HARRIS, M.; KRIEBEL, C.; RAVIV, A. (1982): "Asymmetric Information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation", *Management Science*, vol. 28, núm. 6, pp. 604-620.

HECKMAN, J.J. (1979): "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econométrica,* vol. 47, núm. 1, pp. 153-161.

HERNÁNDEZ, M. (2008): "Promoting Stewardship Behavior in Organizations: A Leadership Model", *Journal of Business Ethics* (en prensa).

HILL, C.; HANSEN, G. (1991): "A Longitudinal Study of the Causes and Consequences of Changes in Diversification in the U.S. Pharmaceutical Industry 1977-1986", *Strategic Management Journal*, vol. 12, núm. 3, pp. 187-199.

HOFSTEDE, G. (1980): *Culture´s Consequences: International Differences in World-Relates Values.* Beverly Hills: Sage.

HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A. (1988): "Strategic Control Systems and Relative R&D Investment in Large Multiproduct Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 9, núm. 6, pp. 605-621.

HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A. (1990): "Antecedents and Performance. Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives", *Journal of Management*, vol. 16, núm. 2, pp. 461-509.

HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A.; WAN, W.P.; YIU, D. (1999): "Theory and Research in Strategic Management: Swings of a Pendulum", *Journal of Management*, vol. 25, núm. 3, pp. 417-456.

HUBBARD, R.G.; PALIA, D. (1999): "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View", *Journal of Finance*, vol. 54, núm. 3, pp. 1131-1152.

JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, núm. 2, pp. 323-329.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, pp. 305-360.

JENSEN, M.C.; ZAJAC, E.J. (2004): "Corporate Elites and Corporate Strategy", *Strategic Management Journal*, vol. 25, núm. 6, pp. 507-524.

KIM, H.; HOSKISSON, R.E.; WAN, W.P. (2004): "Power Dependence, Diversification and Performance in Keiretsu Member Firms", *Strategic Management Journal,* vol. 25, núm. 7, pp. 613-636.

LAWLER, E.E. (1986): *High Involvement Management.* San Francisco: Jossey-Bass.

LEWELLEN, W. (1971): "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, vol. 26, núm. 2, pp. 521-545.

LUBATKIN, M.; CHATTERJEE, S. (1994): "Extending Modern Portfolio Theory Into the Domain of Cor-

porate Diversification: Does it Apply?", *Academy of Management Journal*, vol. 37, núm. 1, pp. 109-136.

MAJD, S.; MYERS, S. (1987): "Tax Asymmetries and Corporate Income Tax Reform", *Journal of Financial Economics*, vol. 12, núm. 2, pp. 147-175.

MARKHAM, J.W. (1973): *Conglomerate Enterprise and Economic Performance*. Cambridge: Harvard University Press.

MARKIDES, C.C.; WILLIAMSON, P.J. (1994): "Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 15, (Summer Special), núm. 5, pp. 149-165.

MASLOW, A.H. (1954): *Motivation and Personality.* New York: Harper & Row.

MAYER, R.C.; SCHOORMAN, F.D. (1992): "Predicting Participation and Production Outcomes Through a Two-Dimensional Model of Organizational Commitment", *Academy of Management Journal*, vol. 35, núm. 3, pp. 671-684.

MAYER, M.; WHITTINGTON, R. (2003): "Diversification en Context: A Cross-National and Cross-Temporal Extension", *Strategic Management Journal*, vol. 24, núm. 8, pp. 773-781.

MENÉNDEZ, E.; GÓMEZ, S. (2000): "La estrategia de diversificación: creación o destrucción de riqueza", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 7, pp. 383-400.

MEYER, M.; MILGROM, P.; ROBERTS, J. (1992): "Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 1, núm. 1, pp. 9-35.

MILLER, D.J. (2004): "Firms´ Technological Resources and the Performance Effects of Diversification: A Longitudinal Study", *Strategic Management Journal*, vol. 25, núm. 11, pp. 1097-1119.

MILLER, D.J. (2006): "Technological Diversity, Related Diversification and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 27, núm. 7, pp. 601-619.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1990): "Do Managerial Objectives Drive bad Acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 45, núm. 1, pp. 31-48.

NIETO, M. (2005): "¿Por qué adoptan criterios de RSC las empresas españolas?", *Economistas*, núm. 104, pp. 253-259.

PALEPU, K. (1985): "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, vol. 6, núm. 3, pp. 239-255.

PALICH, L.E.; CARDINAL, L.B.; MILLER, C.C. (2000): "Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal*, vol. 21, núm. 2, pp. 155-174.

PUTTERMAN, L. (1994): *La Naturaleza Económica de la Empresa*. Madrid: Alianza (original *The Economic Nature of the Firm.* 1986. Cambridge: Cambridge University Press).

QUEVEDO, E. DE; FUENTE, J.M. DE LA; DELGADO, J.B. (2005): "Discrecionalidad gerencial, estructura de recursos y creación de valor: una aplicación al sector bancario español", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 14, núm. 2, pp. 9-26.

RAJAN, R.; SERVAES, H.; ZINGALES, L. (2000): "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, vol. 55, núm. 1, pp. 35-80.

RAMANUJAN, V.; VARADARAJAN, P. (1989): "Research on Corporate Diversification: A Synthesis", *Strategic Management Journal*, vol. 10, núm. 6, pp. 523-551.

RAMASWAMY, K.; LI, M.; VELIYATH, R. (2002): "Variations in Ownership Behavior and Propensity to Diversify: A Study Of the Indian Corporate Context", *Strategic Management Journal*, vol. 23, núm. 4, pp. 345-358.

RAMÍREZ, M.L.; ESPITIA, M.A. (2002): "The Impact of Product Diversification Strategy on the Corporate Performance of Large Spanish Firms", *Spanish Economic Review*, vol. 4, núm. 2, pp.119-137.

RHOADES, S.A. (1973): "The Effect of Diversification on Industry Profit Performance in 241 Manufacturing Industries: 1963", *Review of Economics and Statistics*, vol. 55, núm. 2, pp. 9-24.

ROBINS, J.A.; WIERSEMA, M.F. (1995): "A Resource–Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 16, núm. 4, pp. 277-299.

ROBINS, J.A.; WIERSEMA, M.F. (2003): "The Measurement of Corporate Portfolio Strategy: Analysis of the Content Validity of Related Diversification Indexes", *Strategic Management Journal*, vol. 24, núm. 1, pp. 39-59.

SÁNCHEZ-BUENO, M.J.; GALÁN, J.I.; SUÁREZ-GONZÁLEZ, I. (2006): "Evolución de la estrategia corporativa y la estructura organizativa en los grandes grupos españoles", *Universia Business Review*, vol. 11, núm. 3, pp. 22-35.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 2, pp. 737-783.

SINGH, M; NEJADMALAYERI, A.; MATHUR, I. (2007): "Performance Impact of Business Group Affiliation: An Analysis of the Diversification-Performance Link in a Developing Economy", *Journal of Business Research*, vol. 60, núm. 4, pp. 339-347.

STEIN, J. (1997): "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, vol. 52, núm. 1, pp. 111-134.

STEVEN, P. (2007): "Moral Memory: Why and How Moral Companies Manage Tradition", *Journal of Business Ethics*, vol. 72, núm. 4, pp. 395-409.

STULZ, R. (1990): "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, núm. 1, pp. 3-27.

SUÁREZ-GONZÁLEZ, I. (1994): "Estrategia de diversificación y resultados de la empresa española", *Revista de Economía Aplicada*, vol. 2, núm. 4, pp. 103-128.

TANRIVERDI, H.; VENKATRAMAN, N. (2005): "Knowledge Relatedness and the Performance of Multi-Business Firms", *Strategic Management Journal*, vol. 26, núm. 2, pp. 97-119.

TIROLE, J. (1995): *The Theory of Industrial Organization*. Cambridge: MIT Press.

TOSI, H.L.; BROWNLEE, A.L.; SILVA, P.; KATZ, J.P. (2003): "An Empirical Exploration of Decision-Making Under Agency Controls and Stewardship Structure", *Journal of Management Studies*, vol. 40, núm. 8, pp. 2053-2071.

VILLALONGA, B. (2004): "Does Diversification Cause the 'Diversification Discount'?", *Financial Management*, vol. 33, núm. 2, pp. 5-32.

WASERMAN, N. (2006): "Stewards, Agents and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures", *Academy of Management Journal*, vol. 49, núm. 5, pp. 960-976.

WERNERFELT, B.; MONTGOMERY, C.A. (1988): "Tobin´s Q and the Importance of Focus in Firm Performance", *American Economic Review*, vol. 78, núm. 1, pp.246-250.

WILLIAMSON, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

WOOLDRIDGE, J. (2002): *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge: MIT Press.