

**¿POR QUÉ DECIDEN DIVERSIFICAR
LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS?
RAZONES OPORTUNISTAS VERSUS RAZONES ECONÓMICAS**

Almudena Martínez Campillo

De conformidad con la base quinta de la convocatoria del Programa de Estímulo a la Investigación, este trabajo ha sido sometido a evaluación externa anónima de especialistas cualificados a fin de contrastar su nivel técnico.

ISBN: 84-89116-07-5

La serie **DOCUMENTOS DE TRABAJO** incluye avances y resultados de investigaciones dentro de los programas de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

Las opiniones son responsabilidad de los autores.

**¿POR QUÉ DECIDEN DIVERSIFICAR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS?
RAZONES OPORTUNISTAS VERSUS RAZONES ECONÓMICAS**

Almudena Martínez Campillo

Departamento de Dirección y Economía de la Empresa

Facultad de CC. Económicas y Empresariales

Universidad de León

Campus de Vegazana s/n 24071 León (España)

Teléfono: 987291000 (Ext: 5476)

Fax: 987291750

E-mail: amarc@unileon.es

¿POR QUÉ DECIDEN DIVERSIFICAR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS?

RAZONES OPORTUNISTAS vs RAZONES ECONÓMICAS

RESUMEN: Aunque la evidencia previa demuestra que la diversificación generalmente destruye valor, las empresas continúan diversificando masivamente. Por esta razón, el presente artículo trata de analizar por qué deciden ampliar su campo de actividad las compañías españolas. De la revisión de la literatura académica es posible distinguir dos grupos de razones para diversificar, las oportunistas y las económicas, en función de su potencial para maximizar la utilidad de los directivos o la riqueza empresarial, respectivamente. Tras aplicar un análisis de regresión Logit sobre una muestra de 508 casos potenciales de diversificación, los resultados indican que ambos grupos de motivos influyen significativamente sobre la decisión de diversificar de las empresas españolas. En concreto, las razones económicas parecen ser las que mayor peso ejercen a la hora de explicar dicha decisión.

ABSTRACT: Although previous evidence demonstrates that diversification generally results in a value loss, most large firms remain quite diversified. For this reason, this study seeks to analyze the main motives for the diversification decision in Spanish firms. According to previous literature, we distinguish between managerial and economic reasons for diversify depending on if they may maximize managers' utility or firms' utility respectively. After applying a Logit regression analysis on a sample of 508 potential cases of diversification, results indicate that both managerial and economic motives influence the decision to diversify. Specifically, economic reasons seem to be the most important determinant of such a decision in Spanish firms.

PALABRAS CLAVE: Diversificación, razones oportunistas, razones económicas, Logit

¿POR QUÉ DECIDEN DIVERSIFICAR LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS?

RAZONES OPORTUNISTAS vs RAZONES ECONÓMICAS

INTRODUCCIÓN

La estrategia de diversificación supone el crecimiento de una empresa a través de la introducción de nuevos productos en nuevos mercados, y es una de las alternativas más importantes para el desarrollo corporativo, junto a la innovación y la internacionalización. A pesar de su gran popularidad, varios estudios parecen indicar que dicha estrategia destruye riqueza debido a que provoca que el valor conjunto de la compañía diversificada sea inferior a la suma de los valores de cada uno de sus negocios (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Lamont y Polk, 2001; Lins y Servaes, 2002; Megginson, Morgan y Nail, 2004, entre otros). Estos trabajos convergen en esta conclusión poco optimista sobre los resultados de la diversificación, con independencia del país donde han sido realizados.

No obstante, actualmente están surgiendo algunas dudas respecto a dicha conclusión. De hecho, existen dos argumentos muy sólidos en contra de la afirmación de que “*la diversificación destruye valor*”. En primer lugar, aunque los estudios existentes muestran que las empresas muy diversificadas obtienen peores resultados que las menos diversificadas, no está clara la relación causal entre ambas variables. Los análisis más recientes y sofisticados muestran que una gran mayoría de las empresas que deciden diversificar lo hacen cuando empiezan a sufrir o prever dificultades en sus negocios principales (Campa y Kedia, 2002; Santaló y Becerra, 2006; Villalonga, 2004). En otras palabras, las malas expectativas o resultados son los que inducen a las empresas a entrar en nuevos negocios y por ello *a posteriori* se puede observar una relación negativa entre

diversificación y resultado empresarial. En segundo lugar, resulta sorprendente que, a pesar de la supuesta destrucción de riqueza de la diversificación, la mayoría de las compañías con cierto tamaño han diversificado hacia un conjunto de actividades más o menos relacionadas. Por tanto, parece poco creíble que dicha estrategia pueda ser tan perjudicial, cuando se encuentra tan difundida.

Ambos argumentos justifican que esté suscitando mucho interés conocer por qué las empresas continúan diversificando (Aggarwal y Samwick, 2003; Chatterjee, Harrison y Bergh, 2003; Martin y Sayrak, 2003; Miller, 2004), es decir, saber cuáles son los motivos que conducen a los directivos de un número sustancial de empresas a ampliar su campo de actividad. Tras revisar la literatura sobre diversificación, es posible concluir que existe una extensa corriente de investigación sobre sus posibles efectos o consecuencias, resultando muy escasa la evidencia sobre los motivos para abordarla. De hecho, varios investigadores señalan que se ha prestado una atención inadecuada al estudio de las razones para diversificar y consideran relevante poseer un mejor entendimiento de las mismas (Ramanujan y Varadarajan, 1989; Hoskisson y Hitt, 1990; Fox y Hamilton, 1994; Ramaswamy, Li y Veliyath, 2002; Gourlay y Seaton, 2004). No obstante, a pesar de su escasez, la investigación sobre los motivos para diversificar se caracteriza por ser multidisciplinaria, incluyendo trabajos procedentes de los ámbitos económico, financiero y estratégico. Esto ha originado la existencia de una teoría fragmentada al respecto, que explica la carencia total de estudios empíricos que traten de integrar las distintas razones a fin de examinar sus posibles efectos simultáneos (Ramanujan y Varadarajan, 1989; Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Henisz y Delios, 2002; Park, 2003; Miller, 2004).

El objetivo principal del presente artículo es analizar cuáles son las razones para diversificar de las empresas españolas, considerando simultáneamente los principales determinantes reconocidos en la literatura. Del mismo modo que en otros trabajos previos (Fox y Hamilton, 1994; Martin y Sayrak, 2003; Miller, 2004, entre otros), dichos determinantes van a ser agrupados en dos categorías, en función de si persiguen incrementar la utilidad de los ejecutivos (*razones oportunistas*) o, por el contrario, maximizar la riqueza empresarial (*razones económicas*).

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

1. RAZONES PARA DIVERSIFICAR: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

La diversificación puede ser abordada por diferentes razones que pueden variar en función de las características de las empresas, los sectores afectados, e incluso, el período, más o menos acertado, en que se realice. Pero además, el origen de esta estrategia no viene determinado por una única meta, sino que, con frecuencia, coexisten múltiples motivos, unos más importantes que otros, dependiendo de las circunstancias en que se desarrolle. En este sentido, han sido numerosos los aspectos controvertidos que han rodeado a los procesos de diversificación y ello ha originado que el estudio de sus determinantes se haya enfocado desde distintas teorías.

Según la teoría de la Agencia, los gerentes diversifican principalmente para reducir su nivel de riesgo personal (Amihud y Lev, 1981; Boyd, Gove y Hitt, 2005) o para aumentar el tamaño corporativo y, por ende, su propia compensación, poder y prestigio (Jensen y Murphy, 1990; Wright, Kroll y Elenkov, 2002). Por su parte, la nueva Economía Industrial propone que, siempre que la compañía disfrute de un cierto nivel de dominio en la industria principal, puede encontrarse motivada a diversificar para incrementar su poder económico total (Gimeno y Woo, 1999; Li y Greenwood, 2004). La teoría basada en los Recursos sugiere que el crecimiento hacia nuevas actividades puede responder al deseo de explotar más plena y eficientemente los recursos disponibles a fin de generar sinergias (Penrose, 1959; Robins y Wiersema, 2003; Helfat y Eisenhardt, 2004; Miller, 2006). Finalmente, la teoría de los Costes de Transacción establece que la posibilidad de crear mercados de capital internos justifica la decisión de diversificar, en la medida en que permiten canalizar los excedentes financieros generados en algunas actividades hacia otras deficitarias de fondos, incurriendo en menores costes de capital que en el mercado externo (Stein, 1997; Matsusaka y Nanda, 2002).

Mientras algunas teorías se centran en la importancia de las luchas de poder dentro de la empresa o en el comportamiento de los directivos, otras interpretan los procesos de diversificación como la búsqueda de un mejor resultado empresarial a través del incremento del poder de mercado o de la eficiencia, entre otros factores. Acorde con ello, a lo largo de la literatura se ha defendido que, aunque la diversificación puede considerarse como una manifestación de la discrecionalidad directiva, también puede responder a razones de eficiencia y maximización del valor de la empresa (Chatterjee *et al.*, 2003; Fox y Hamilton, 1994; Martin y Sayrak, 2003; Miller, 2004).

Siguiendo esta tendencia general adoptada por la literatura, en el presente trabajo se aborda el estudio de las razones empresariales para diversificar desde dos puntos de vista, que se corresponden precisamente con cada uno de los enfoques anteriormente citados: por un lado, las *razones oportunistas*, que son aquellas relacionadas con la discrecionalidad de los directivos y, por otro lado, las *razones económicas*, a través de las cuales la diversificación contribuye a incrementar el valor de las empresas.

1.1. Razones oportunistas para diversificar

Gran parte de la literatura concluye que la diversificación destruye valor (Lang y Stulz, 1994; Lins y Servaes, 2002, Megginson *et al.*, 2004, entre otros). Entre las principales razones aducidas destaca el papel que juega la función de utilidad de los gestores de la empresa. La separación entre propiedad y control presente en la mayoría de las grandes compañías, origen de conflictos entre accionistas y directivos, dota de amplia autonomía y discrecionalidad de decisión a estos últimos que, en ocasiones, pueden tratar de alcanzar sus propios objetivos a expensas de los de la empresa (Shleifer y Vishny, 1997). Por tanto, las razones oportunistas explican la decisión de diversificar como una consecuencia de los problemas de agencia existentes entre accionistas y directivos (Denis, Denis y Sarin, 1997, 1999; Hyland y Diltz, 2002). En concreto, bajo esta perspectiva, las organizaciones adoptan la decisión de entrar en nuevas líneas de actividad por el deseo de sus gestores de apropiarse o mantener determinados privilegios particulares, aun en detrimento de la riqueza empresarial (Aggarwal y Samwick, 2003).

La literatura destaca dos principales razones oportunistas para diversificar. Por un lado, la dispersión del riesgo personal del directivo (Amihud y Lev, 1981, 1999; Hill y

Hansen, 1991; Boyd *et al.*, 2005). Los gerentes se encuentran vinculados a la supervivencia de sus empresas y, por tanto, muestran preocupación por el nivel de riesgo específico de las mismas. Por esta razón, persiguen la diversificación como un medio de aminorar dicho riesgo, minimizar cualquier posibilidad de quiebra y estabilizar las ganancias, mejorando así su situación particular.

Por otro lado, los directivos pueden emprender procesos de diversificación ineficientes para incrementar el tamaño empresarial y, por ende, mejorar tanto su remuneración (Jensen y Murphy, 1990; Wright *et al.*, 2002) como su poder y prestigio dentro de la organización (Jensen, 1986; Rajan, Servaes y Zingales, 2000; Scharfstein y Stein, 2000). Son abundantes las evidencias que muestran que los directivos desean el crecimiento corporativo debido a las ventajas pecuniarias y no pecuniarias que pueden derivar de gestionar grandes empresas. Su retribución, poder y estatus están estrechamente relacionados con el crecimiento de la empresa, y el incremento de tamaño corporativo puede ser logrado con relativa facilidad a través de la diversificación, dado que permite un desarrollo sustancial de la empresa en un período de tiempo relativamente breve.

En suma, este enfoque para comprender las razones que impulsan la diversificación se centra en el papel egoísta que pueden jugar los directivos en estas actividades. Desde este punto de vista, la decisión de diversificar puede responder a motivaciones oportunistas, enfocadas a maximizar su propia utilidad. En consonancia con ello se plantea la siguiente hipótesis:

H₁: *“Las razones oportunistas influyen sobre la probabilidad de que una empresa adopte la decisión de diversificar”.*

1.2. Razones económicas para diversificar

El objetivo de la creación de valor es de sumo interés, puesto que asegura la maximización conjunta de otros indicadores tales como la rentabilidad o la eficiencia. Pero además, contribuye a la satisfacción de las necesidades de la mayoría de los *stakeholders* que intervienen en la empresa, cuyas demandas difícilmente pueden ser atendidas si no se crea valor. Por esta razón, otro enfoque sobre el que se asienta la literatura que investiga las razones para diversificar se basa en los motivos económicos, a través de los cuales la diversificación puede incrementar el valor de una empresa.

Desde este enfoque, las razones económicas para diversificar son consistentes con una conducta directiva eficiente, basada en la búsqueda de beneficios y en la maximización de la riqueza empresarial (Lane, Cannella y Lubatkin, 1998; Miller, 2004). Estas razones ofrecen potencial para crear valor en base al logro de una ventaja que permite incrementar los ingresos y/o reducir los costes de la empresa (Fox y Hamilton, 1994). A este respecto, pueden distinguirse dos orientaciones generales en cuanto al tipo de ventaja a explotar (Palich, Cardinal y Miller, 2000). Por un lado, bajo la perspectiva del poder, la principal razón económica para diversificar es el incremento del poder de mercado. De este modo, se explica la diversificación a partir de la formación de una imperfección relativa en el mercado, que permite a las empresas aumentar su capacidad anticompetitiva (Gimeno y Woo, 1999; Li y Greenwood, 2004). En efecto, las compañías diversificadas pueden emplear una serie de mecanismos, tales como la subsidiación cruzada, los acuerdos recíprocos, el dominio mutuo o la elevación de barreras de entrada, con potencial para aplastar a los competidores y ganar poder económico en el mercado.

Por otro lado, bajo la perspectiva de la eficiencia, destacan dos principales razones de la decisión de diversificar: el aprovechamiento de los recursos infrautilizados en el negocio principal a fin de generar sinergias y la creación de mercados internos de capital. Desde este prisma, se explica la diversificación a partir de la adopción de fórmulas de organización más eficientes, inaccesibles en el caso de que la compañía se encuentre especializada. Así, las empresas diversificadas pueden compartir recursos y capacidades entre sus distintos negocios, generando ventajas en costes en todos ellos (Robins y Wiersema, 2003; Helfat y Eisenhardt, 2004), así como distribuir sus recursos financieros entre dichos negocios, evitando los altos costes de capital del mercado externo (Williamson, 1975; Stein, 1997; Matsusaka y Nanda, 2002).

Por tanto, desde este enfoque, los directivos se comportan de acuerdo con los objetivos corporativos y sus decisiones de diversificación responden a motivaciones económicas, dirigidas a maximizar la riqueza empresarial. En base a estos argumentos se formula la siguiente hipótesis:

H₂: *“Las razones económicas influyen sobre la probabilidad de que una empresa adopte la decisión de diversificar”*

2. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

2.1. Población

La población objeto de estudio está compuesta por el conjunto de empresas españolas que se caracterizan por la separación entre propiedad y control durante el período 1997-2001. Efectuando una aproximación, fueron elegidas para formar parte de la misma aquellas Sociedades Anónimas españolas que emplearon a cien o más trabajadores y alcanzaron una cifra de ventas igual o superior a 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, dado el interés de analizar las causas de la decisión inicial de diversificar (Miller, 2004), 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. Tras aplicar estas restricciones, resultó una población de 1.256 empresas especializadas en 1997. De ellas, se observó que 520 diversificaron por primera vez entre 1998-2001 y 736 se mantuvieron especializadas durante todo el período de referencia.

2.2. Muestra

La unidad muestral empleada para realizar el análisis es el caso potencial de diversificación, resultante de emparejar a un conjunto de compañías especializadas y diversificadas con un grupo de potenciales industrias hacia las que diversificar. De este modo, cada observación de la muestra representa un par “empresa-industria objetivo potencial”. Sin embargo, este proceso implica la obtención de un número de observaciones muy elevado (número total de empresas de la población x número total de industrias objetivo potenciales), y supuso la necesidad de trabajar con una muestra por razones de manejabilidad, coste y tiempo. Para que la muestra de empresas seleccionada resultase representativa de la población, se fijó a priori un nivel de confianza del 95% y un margen de error aceptable del 5%. Considerando tales requerimientos, la muestra debía estar integrada por 295 empresas. Además, dado que en la población existían dos grupos de empresas claramente diferenciados - diversificadas y especializadas-, se consideró oportuno mantener en la muestra la misma proporción de cada uno de ellos que en la población inicial. De este modo, de las 295

compañías de la muestra, 122 fueron diversificadas (41,4%) y 173 especializadas (58,6%), obtenidas a partir de un muestreo aleatorio.

Respecto al grupo de potenciales industrias objetivo, quedó restringido a los distintos negocios hacia los que diversificaron las 122 compañías que decidieron hacerlo (Villalonga, 2002). Específicamente, las compañías diversificadas añadieron 171 nuevos negocios. Sin embargo, un total de 138 entidades de las 295 que componían la muestra ya estaban presentes en industrias de ese grupo en 1997. Por tanto, el número de observaciones disponibles para efectuar el análisis es de 50.307 casos potenciales de diversificación [(295 x 171)-138]. Del total de observaciones, 208 indican casos ciertos de diversificación, es decir, empresas que realmente diversificaron hacia una industria dada, y las 50.099 observaciones restantes reflejan casos nulos.

Ante tal divergencia entre el número de casos ciertos y nulos de diversificación, se procedió a seleccionar una muestra compensada de los 50.307 casos totales. Dicha muestra incluyó a la totalidad de los casos ciertos de diversificación (208) y a un conjunto aleatorio de casos nulos; en concreto, un caso nulo para cada empresa de la muestra utilizada (295), lo que representó aproximadamente el 0,5 % del total. Este procedimiento, conocido como “*state-based sampling*”, conduce a estimaciones consistentes e insesgadas de los coeficientes (Manski y McFadden, 1981). En consecuencia, el tamaño de la muestra final es de 503 casos potenciales de diversificación (208 ciertos y 295 nulos).

2.3. Medida de la decisión inicial de diversificar

La diversificación implica la entrada de una empresa en más de una unidad de negocio . En este caso, éstas fueron determinadas a través del sistema de clasificación industrial SIC. Dicha elección radica en la sencillez y objetividad que ofrece este procedimiento, ya que se encuentra vinculado a clasificaciones oficiales válidas para todos los investigadores. Específicamente, la mayor parte de los estudios consultados establecen que la diversificación se produce cuando la entidad está presente en varios negocios a nivel de cuatro dígitos SIC (Denis *et al.*, 1997; Aggarwal y Samwick, 2003; Robins y Wiersema, 2003). Por esta razón, en este trabajo también se siguió dicho criterio.

A partir de aquí, la decisión inicial de diversificar se midió a través de una variable dicotómica, que adopta el valor 1 cuando una empresa especializada presente en el negocio principal i decide diversificar hacia el negocio destino j ; y el valor 0 en caso contrario. El uso de esta medida para hacer operativa la decisión de diversificar es frecuente en la literatura previa (Montgomery y Hariharan, 1991; Merino y Rodríguez, 1997; Silverman, 1999; Gourlay y Seaton, 2004, entre otros).

2.4. Medida de las razones oportunistas para diversificar

a) Nivel de riesgo percibido por el directivo

La medida más común del nivel de riesgo percibido por el directivo es aquella que lo asimila al riesgo específico de la empresa donde presta sus servicios. Tradicionalmente se han utilizado indicadores tales como la variabilidad de la rentabilidad de la compañía durante un período de tiempo determinado (Chang y Thomas, 1989; Villalonga, 2002; Park, 2003). En este trabajo se ha elegido la varianza del ROA (ratio de rentabilidad sobre activos) de la empresa durante el trienio 1995-1997. Dicha variable se midió a

partir de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) y, dado que captura el potencial para reducir el riesgo que los directivos perciben de la diversificación, cabe esperar que se encuentre positivamente relacionada con la propensión a diversificar.

b) Fondos libres disponibles

La decisión de diversificar puede responder al deseo directivo de incrementar el tamaño de la empresa que dirige y, por ende, su propia retribución, poder y prestigio. Sin embargo, este motivo de agencia suele aparecer cuando las empresas disponen de cantidades sustanciales de fondos libres, que permiten a los directivos financiar una diversificación oportunista sin la disciplina de los mercados financieros (Miller, 2004). Dado que el volumen de fondos libres a disposición del directivo disminuye cuando las organizaciones financian su actividad utilizando recursos ajenos en lugar de fondos propios (Jensen, 1986), su aproximación se puede realizar a través del coeficiente de endeudamiento de la entidad en el período previo al proceso de diversificación (Villalonga, 2002). En este caso, dicho coeficiente se determinó a partir de la base de datos SABI como el ratio entre el total de fondos ajenos y fondos propios que la empresa empleó para financiarse, promediándose para el período 1995-1997. Cuanto mayor sea el valor de dicho cociente, menores parecen ser los fondos libres a disposición del directivo y, por tanto, menor será la posibilidad de diversificar a fin de ampliar los privilegios del directivo. Así, cabe esperar que esta variable se encuentre negativamente relacionada con la propensión a diversificar.

2.5. Medida de las razones económicas para diversificar

a) Poder de mercado en la industria principal

Para hacer operativa la posibilidad de aumentar el poder de la empresa a través de la diversificación se consideró la limitación que Gribbin (1976) añade respecto a esta motivación. Este autor matiza que para poder incrementar el poder económico global, las empresas diversificadas deben disponer de alguna fortaleza en su industria principal. La alternativa más utilizada para medir el poder de mercado inicial de una empresa es el grado de concentración de su negocio tradicional (McDonald, 1985; Chatterjee y Singh, 1999; Villalonga, 2002). En este trabajo fue cuantificado a través del ratio de concentración a nivel de cuatro empresas en el año 1997, utilizando para su determinación la base de datos SABI. Además, dado que una industria concentrada implica la presencia de pocos competidores, todos ellos con una elevada cuota de mercado, se supone que cuanto mayor sea el grado de concentración de la industria principal, más poder económico disfrutaban las empresas establecidas en la misma y más probable es que decidan diversificar para incrementarlo.

b) Disponibilidad de recursos ociosos y potencial para generar sinergias

Otro motivo para diversificar es aprovechar los recursos que se encuentran infrautilizados en el negocio principal a fin de generar sinergias. Por tanto, a continuación se van a medir tanto la base de recursos disponibles como su posible aplicabilidad en otros sectores de cara a explotar sinergias.

Base de recursos disponibles

El stock de recursos existentes dentro de cada empresa fue medido a partir de la base de recursos físicos, intangibles y financieros, utilizando el valor medio correspondiente al

período 1995-1997. Los datos requeridos para su determinación se obtuvieron de la base de datos SABI. En todo caso, cabe deducir que cuanto mayor sea la base de recursos de una empresa, mayor será su propensión a diversificar.

Para cuantificar el *exceso de recursos físicos* no se encuentra disponible ninguna medida directa del mismo. Por ello, la literatura ha empleado a un indicador indirecto tal como la intensidad de capital (Montgomery y Hariharan, 1991). En la presente investigación fue medida como la proporción que el activo fijo de la compañía representa sobre su activo total. Por otro lado, la *presencia de recursos intangibles*¹ se ha medido tradicionalmente a partir de dos indicadores: la intensidad en I+D y la intensidad en marketing (Lemelin, 1982 y McDonald, 1985, a nivel industrial por falta de datos, y Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Merino y Rodríguez, 1997; Chatterjee y Singh, 1999 y Silverman, 1999, a nivel empresarial). Desafortunadamente, al no existir datos públicos respecto a los gastos sufragados por todas las empresas españolas en concepto de I+D y marketing, nos vimos avocados a desestimar tales indicadores. En consecuencia, se consideró como medida de la presencia de recursos intangibles en una empresa su intensidad en activo inmaterial, aproximada a través del porcentaje de participación que el inmovilizado inmaterial representa sobre las ventas totales. Finalmente, se recurrió al ratio de tesorería con objeto de medir la *disponibilidad de recursos financieros* (Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Chatterjee y Singh, 1999; Park, 2003).

Sinergias potenciales

Para medir el potencial para generar sinergias se consideró la clasificación de Rumelt (1974), que distingue entre sinergias de producción, de mercado y tecnológicas. En

¹ Dado que estos, en general, tienen una capacidad ilimitada, no conviene utilizar el término de “*exceso de recursos intangibles*”, sino simplemente “*presencia de recursos intangibles*” (Chatterjee y Wernerfelt, 1991).

cualquier caso, cuanto mayor sea la posibilidad de generar sinergias entre dos líneas de actividad, mayor será la probabilidad de diversificar.

Para cuantificar las posibles *sinergias de producción y mercado*, Fan y Lang (2000) utilizan respectivamente el coeficiente de correlación simple entre V_{ki} y V_{kj} , para k distinto de i (industria origen) y j (industria destino), donde V_{ki} es la proporción de la producción de la industria k requerida por la industria i como input y V_{kj} es la proporción de la producción de la industria k requerida por la industria j como input; y el coeficiente de correlación simple entre B_{ik} y B_{jk} , para k distinto de i y j , donde B_{ik} es la proporción de la producción de la industria i ofertada a la industria k y B_{jk} es la proporción de la producción de la industria j ofertada a la industria k . Un valor elevado de ambos coeficientes indica un mayor potencial para alcanzar sinergias. En este estudio también se emplearon estas medidas, utilizando como fuente de información las Tablas Input-Output correspondientes al año 1997. Por último, las *sinergias tecnológicas potenciales* fueron medidas a partir de un indicador que cuantificaba la similitud del esfuerzo tecnológico en dos sectores diferentes (McDonald, 1985; Villalonga, 2002). En concreto, se empleó el valor absoluto de la diferencia entre el esfuerzo tecnológico² de las industrias principal y destino en el año 1997. Los datos requeridos se obtuvieron de la Estadística sobre las Actividades en I+D (INE, 1999).

c) Coste de capital en el mercado externo

Para construir una variable indicativa del potencial de la diversificación para crear mercados internos de capital, tradicionalmente se ha recurrido a medidas relativas a la eficiencia de los mercados de capitales externos. Específicamente, en este trabajo se ha

² El esfuerzo tecnológico sectorial ha sido calculado por el INE como el porcentaje que los gastos en I+D representan sobre el valor añadido bruto, por ramas de actividad.

utilizado para su cuantificación el coste medio de la financiación ajena de la empresa en 1997. Este indicador resulta de relacionar el gasto financiero incurrido por la empresa con la cantidad total de fondos ajenos empleados durante dicho ejercicio (Claessens, Djankov, Fan y Lang, 1999) y para su determinación se empleó la información suministrada por la base de datos SABI. Así, cuanto más elevado sea el coste de la financiación ajena, más ineficiente resultará para la empresa acudir al mercado de capitales externo y, por tanto, más probable será que decida diversificar para aprovechar las ventajas derivadas de crear un mercado de capitales interno.

2.6. Medida de las variables de control

Variables de control externas (a nivel industria)

Las variables de control externas hacen referencia a un conjunto de características de las industrias origen y destino que pueden influir sobre la decisión de diversificar de una empresa. Específicamente se incluyó la tasa de crecimiento y el nivel de rentabilidad alcanzado en los negocios origen y destino de la diversificación.

La inclusión de la *tasa de crecimiento de la industria principal* queda justificada en la medida en que representa el deseo de diversificar ante las escasas perspectivas de crecimiento que ofrece el sector tradicional (Lecraw, 1984). En este trabajo, se calculó como la variación media relativa de la cifra de ventas en dicho sector entre los años 1995-1996 y 1996-1997. El *nivel de rentabilidad de la industria principal* representa el deseo de ampliar el campo de actividad por parte de aquellas empresas que se encuentran en sectores que ofrecen un escaso volumen de beneficios y una baja tasa de retorno de las nuevas inversiones (Villalonga, 2004). Para hacer operativa esta variable se utilizó el ROA medio alcanzado en tal sector entre los años 1995 y 1997. Por otro

lado, la *tasa de crecimiento de la industria destino* representa el deseo de diversificar hacia una nueva industria que atrae la entrada de nuevas empresas, al estar caracterizada por un elevado nivel de crecimiento (McDonald, 1985; Silverman, 1999). En la presente investigación se determinó como la variación media relativa de la cifra de ventas en dicho sector entre los años 1995-1996 y 1996-1997. Por su parte, la consideración del *nivel de rentabilidad de la industria destino* refleja el deseo de diversificar hacia aquellos sectores que ofrecen un volumen de beneficios significativo. En este caso, la empresa busca oportunidades de inversión atractivas y rentables mediante la entrada en nuevas líneas de actividad (Montgomery y Hariharan, 1991). Para cuantificar dicha variable se empleó el ROA medio obtenido entre 1995 y 1997.

Variables de control internas (a nivel empresa)

Las variables de control internas se refieren a un conjunto de características específicas de la empresa que influyen sobre su propensión a diversificar. En particular, se incluyeron el tamaño, la tasa de crecimiento, el nivel de rentabilidad, la estructura de propiedad y la edad de la empresa. Esta información se tomó de la base de datos SABI.

El *tamaño* refleja el hecho de que las grandes empresas disponen de más recursos que las pequeñas y, por consiguiente, disfrutan de mayor capacidad para diversificar. La medida utilizada fue el logaritmo neperiano de la cifra de ventas media de la empresa entre 1995 y 1997. La *tasa de crecimiento* representa el flujo generado dentro de una empresa y constituye un indicador de la tasa de creación de nuevos recursos. Esta variable quedó cuantificada como el porcentaje medio de crecimiento experimentado por la cifra de ventas de la empresa entre 1995 y 1997. El *nivel de rentabilidad* alcanzado puede resultar relevante a la hora de abordar procesos de diversificación. Dicha variable se hizo operativa calculando el nivel medio de rentabilidad económica

obtenido por la empresa durante el período 1995-1997. La *estructura de propiedad* representa un mecanismo de alineación de intereses entre propiedad y dirección con potencial para afectar sobre la decisión de diversificar. Por ello se controló el nivel de concentración de la propiedad en el año 1997, que fue medido a partir de una variable categórica, donde el valor 1 significaba que ningún accionista posee más del 24,9% de propiedad directa o total; el valor 2, que ningún accionista dispone de más del 49,9%, pero uno o más propietarios poseen más del 24,9% de propiedad directa o total; y el valor 3, reflejaba la existencia de un accionista con más del 49,9% de propiedad directa o total. Finalmente, la *edad empresarial* representa el conocimiento acumulado por la empresa con el transcurso del tiempo. En este trabajo se midió a través del número de años transcurridos desde su fundación.

3. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

3.1. Caracterización de la muestra: Un análisis inicial de diferencia de medias

La Tabla 1 proporciona una primera imagen descriptiva de las 503 observaciones de la muestra, mediante una exposición sintética de las principales características que presentan tanto los casos ciertos como los casos nulos de diversificación. De la comparación es posible detectar, al menos intuitivamente, que, por término medio, las empresas que deciden diversificar difieren de aquellas otras que deciden no hacerlo respecto a una serie de circunstancias previas al desarrollo de la diversificación. En concreto, y de acuerdo con lo argumentado teóricamente, las primeras se encuentran sometidas a niveles de riesgo superiores, poseen mayores cantidades de fondos libres, disponen de bases más elevadas de recursos intangibles y financieros, afrontan mayores costes de capital en los mercados externos, se encuentran ubicadas en industrias menos

atractivas, con niveles de crecimiento y rentabilidad inferiores, y ostentan tasas de crecimiento superiores, si bien su rentabilidad es más baja.

Tabla 1. Diferencia de medias por grupo de diversificación

Variable	Diversificación*	Media	t
Nivel de riesgo del directivo	0	32,1949	-2,112*
	1	60,8718	
Fondos libres disponibles	0	0,8025	2,219*
	1	-8,8380	
Poder de mercado en industria principal	0	0,1651	0,398
	1	0,1614	
Exceso de recursos físicos	0	0,3951	2,132*
	1	0,3674	
Presencia de recursos intangibles	0	0,0416	-16,630***
	1	0,3747	
Disponibilidad de recursos financieros	0	1,5078	-1,039
	1	1,5876	
Sinergias de producción potenciales	0	0,1869	-1,009
	1	0,2065	
Sinergias de mercado potenciales	0	0,0953	-26,920***
	1	0,4689	
Sinergias tecnológicas potenciales	0	0,7829	13,750***
	1	0,2569	
Coste de capital en el mercado externo	0	0,0456	-1,148
	1	0,0503	
Crecimiento de la industria origen	0	42,8416	1,219
	1	29,4188	
Rentabilidad de la industria origen	0	5,5183	2,189*
	1	-12,4740	
Crecimiento de la industria destino	0	4,1425	-5,592***
	1	22,0820	
Rentabilidad de la industria destino	0	2,0124	-6,243***
	1	6,6701	
Tamaño de la empresa	0	16,9356	2,472**
	1	16,7842	
Crecimiento de la empresa	0	10,9681	-2,795**
	1	21,2205	
Rentabilidad de la empresa	0	4,5128	0,978
	1	4,0201	
Concentración de la propiedad de la empresa	0	2,8690	-0,586
	1	2,9167	
Edad de la empresa	0	17,5900	1,581
	1	15,8100	

*Diversificación = 0: Casos nulos de diversificación (n = 295) *Diversificación = 1: Casos ciertos de diversificación (n = 208).

†p < 0,10; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Una forma de confirmar si las diferencias detectadas son realmente significativas es aplicar un test *t* de Student de diferencia de medias. La Tabla 1 también recoge los resultados de esta prueba. A un nivel de significación igual a 0,05, es posible concluir que existen diferencias estadísticamente significativas en el sentido previsto respecto a

la tasa de riesgo que afronta el directivo, la disponibilidad de fondos libres, el stock de recursos intangibles, la rentabilidad de la industria origen y la tasa de crecimiento de la empresa antes de abordar la diversificación.

3.2. Razones para diversificar: Una aplicación del análisis de regresión Logit

La técnica estadística que resulta apropiada para estimar la probabilidad de que ocurra un suceso es el modelo de regresión Logit. Dicho modelo está indicado para la explicación de fenómenos en los que la variable dependiente es binaria, no existiendo restricciones respecto a la naturaleza de las variables independientes. Además, es adecuado cuando se desconocen las condiciones de normalidad de las variables y no se plantean restricciones respecto a la igualdad de la matriz de varianzas-covarianzas (Hoetker, 2007).

Para poder estimar consistentemente un modelo de regresión Logit es necesario satisfacer, al menos, dos supuestos. Primero, disponer, como mínimo, de diez observaciones por cada variable independiente incluida en el modelo. Dado que en el trabajo se emplea un grupo de 503 casos potenciales de diversificación, se cumple el requisito de contar con una muestra mínima de 190 observaciones (19 variables independientes). Segundo, la ausencia de multicolinealidad entre las variables independientes. En este caso, la matriz de correlaciones indicó la inexistencia de altos niveles de interrelación entre dichas variables.

A partir de la muestra integrada por los 503 casos potenciales de diversificación se aplicó el análisis de regresión Logit. Dado que cada observación de la muestra refleja un par “empresa-industria objetivo potencial”, la variable dependiente para cada par sólo es

igual a 1 para aquellas industrias hacia las que la empresa realmente diversificó. Los resultados derivados de la estimación del modelo figuran en la Tabla 2.

Tabla 2. Estimación del modelo Logit

VARIABLES INDEPENDIENTES	β	Wald	Exp (β)
Constante	-1,269*	4,571	0,281
Nivel de riesgo del directivo	0,142***	38,524	1,152
Sinergias de mercado potenciales	3,456***	62,812	31,688
Crecimiento de la industria destino	0,547**	18,951	1,729
Fondos libres disponibles	-0,461**	15,588	0,473
Presencia de recursos intangibles	0,275*	8,852	1,317
-2LL value = 107,45			
$\chi^2 = 1596,399$ ***			
R ² de Nagelkerke = 0,8			
Porcentaje correctamente clasificado = 84,7%			
Nº observaciones = 503			
Nº observaciones censuradas = 295			

†p < 0,10; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001

Tal como se advierte en la tabla, cinco variables resultaron significativas para explicar la probabilidad de que el directivo de una empresa decida ampliar su campo de actividad. Todas ellas poseen un coeficiente con signo positivo, tal como se había previsto *a priori*, lo cual indica que influyen favorablemente sobre la variable a explicar. Concretamente, los resultados indican que el nivel de riesgo de la empresa, su potencial para explotar sinergias de mercado, la tasa de crecimiento de la industria destino (variable de control), el volumen de fondos libres disponibles y la base de recursos intangibles son los principales factores determinantes de la propensión a diversificar. En concreto, los que mayor peso ejercen son la posibilidad de generar sinergias de mercado y, en menor medida, el nivel de crecimiento de la industria destino y la presencia de una buena base de recursos intangibles. Los determinantes menos influyentes son la disponibilidad de fondos libres y el nivel de riesgo asumido por el directivo. Por tanto, estos resultados señalan que ambos grupos de razones, oportunistas y económicas, influyen sobre probabilidad de que una empresa elija diversificar, validando las dos hipótesis de trabajo (H₁ y H₂).

Respecto a las razones económicas, los resultados evidencian que la posibilidad de alcanzar sinergias operativas afecta positiva y significativamente sobre la decisión de ampliar el campo de actividad, siendo el factor con más peso de todos los considerados. Específicamente, cuanto mayor es el potencial para alcanzar sinergias de mercado con la entrada en nuevos negocios, mayor es la propensión a diversificar. Esto revela que, efectivamente, la decisión inicial de diversificar puede tener su origen en el hecho de que las industrias principal y destino puedan compartir los mercados donde venden sus productos, lo cual genera ventajas en costes en las distintas actividades. Además, cuanto más amplia es la base de recursos intangibles acumulada por una empresa, mayor es la probabilidad de que elija diversificar. Los activos intangibles carecen de límite en su capacidad de utilización y pueden ser simultáneamente empleados en varios negocios, dotando a las nuevas actividades de una ventaja competitiva más rápida. Por tanto, la posibilidad de utilizar más eficientemente los activos intangibles también parece proporcionar incentivos relevantes para que una compañía se introduzca en un nuevo mercado.

Los resultados obtenidos, sin embargo, no permiten señalar la importancia que tiene la posibilidad de incrementar el poder de mercado de una empresa a partir de la diversificación. Una posible justificación podría ser la existencia de regulaciones gubernamentales antimonopolio, que desincentivan el desarrollo de procesos de diversificación dirigidos a ampliar el poder económico que una compañía ostenta en un sector. Tal como señala Suárez González (1994), el argumento del aumento del poder de mercado pierde sentido en una economía como la actual, cada vez más globalizada, y en la medida en que se compete no sólo con empresas especializadas, sino con otras diversificadas que pueden responder con las mismas armas. Igualmente, tampoco se

halló una relación estadísticamente significativa entre el coste de capital en el mercado externo y la propensión de las empresas a diversificar. Ello puede ser debido a que la eficiencia informativa de los mercados de capitales externos ha incrementado a lo largo de las últimas décadas (Hubbard y Palia, 1999). En consecuencia, el valor relativo de las empresas diversificadas como mercados de capitales internos podría ser contingente del período de tiempo examinado y, sobre todo, del grado de eficiencia del mercado de capitales externo en dicho período.

En cuanto a las razones oportunistas, los resultados revelan que la necesidad de reducir el nivel de riesgo percibido por el directivo influye positiva y significativamente sobre su decisión de diversificar. Así, cuanto mayor es el nivel de riesgo al que se encuentra sometido el gerente de una empresa especializada, mayor es la probabilidad de que decida diversificar para incrementar la seguridad al frente de su puesto de trabajo y, por consiguiente, la estabilidad de su corriente de ingresos. Por tanto, participar en negocios arriesgados puede originar una situación de aversión al riesgo por parte de los directivos, que incentive el desarrollo de una estrategia de diversificación, a pesar de que ello implique la destrucción de valor. Asimismo, cuanto menor es el nivel de endeudamiento de una empresa y, por tanto, mayor es el volumen de fondos libres a disposición de sus directivos, mayor es la probabilidad de que diversifique a fin de incrementar el tamaño corporativo y, por ende, su propia retribución, poder y estatus. Ello se debe a que la deuda tiene capacidad para disciplinar un comportamiento directivo ineficiente, dado que conlleva la necesidad de invertir en negocios generadores de rentas que permitan afrontar el pago de intereses y la devolución del principal.

4. CONCLUSIONES

El objetivo de esta investigación era estudiar cuáles son los motivos para diversificar de las empresas españolas. La literatura sugiere que, en un contexto de separación entre propiedad y control, los directivos pueden tener múltiples razones para diversificar, las cuales pueden oscilar desde aquellas que permiten alcanzar sus propios objetivos (*razones oportunistas*) hasta otras con potencial para aumentar la riqueza empresarial (*razones económicas*). A partir de datos relativos a una muestra de 503 casos potenciales de diversificación para el periodo 1998-2001, se aplicó un análisis de regresión Logit, cuyos resultados demuestran que la probabilidad de que una empresa decida ampliar su campo de actividad depende tanto de razones oportunistas como de otras de naturaleza económica.

Los hallazgos del estudio, por tanto, parecen confirmar que ambos grupos de motivos son complementarios, y no sustitutivos, a la hora de explicar la decisión inicial de diversificar de las empresas españolas. En consecuencia, un apoyo exclusivo sobre uno de los dos grupos de motivos puede resultar insuficiente a la hora de analizar la diversificación. Además, las razones de índole económica parecen tener una mayor importancia relativa que las oportunistas en la adopción de tal decisión. En este sentido, la gran variedad de razones que pueden inducir a una empresa a abordar esta estrategia no ocultan, en último extremo, un factor común, y es que con ella es posible reducir los costes, mejorar la eficiencia, incrementar la rentabilidad, etc.

Sin embargo, la materialización de los beneficios potenciales derivados de la diversificación no está exenta de problemas. De hecho, una gran parte de estas actividades no llegan a obtener las ganancias esperadas como consecuencia de las

dificultades que, tras su realización, surgen para gestionar empresas más grandes y complejas, que ofrecen una mayor gama de productos. Por esta razón, el debate en torno a los beneficios de esta estrategia continúa abierto. A pesar de ello, la literatura señala que el éxito o fracaso de la diversificación depende fuertemente de la naturaleza de las razones que la justifican (Grant, 2003). Específicamente, se argumenta que para que esta estrategia genere riqueza debe conllevar algún tipo de sinergia inaccesible fuera de la empresa diversificada. Ello implica que para que la diversificación pueda crear valor debe responder a razones económicas, con potencial para generar ventajas competitivas en la organización conjunta de varios negocios, y no a razones oportunistas, relacionadas con la función de utilidad del directivo (Miller, 2004). Por tanto, los hallazgos del estudio aportan luz para poder conocer si los procesos de diversificación pueden crear o destruir riqueza, en función de la naturaleza de las razones que los determinan. De este modo, facilitan la comprensión de por qué esta estrategia ha favorecido a determinadas empresas bien conocidas (3M, General Motors, Nestlé,...), pero ha sufrido una tasa de fracaso relevante en muchas otras.

En el caso de las empresas españolas de la muestra, se ha demostrado que ambos grupos de motivos, oportunistas y económicos, afectaron sobre su decisión de diversificar durante el período 1998-2001. Además, de los resultados también se deduce que lo hicieron principalmente con la expectativa de mejorar su situación actual, ya que fueron las razones económicas las que mayor peso tuvieron sobre la toma de tal decisión. Por tanto, nuestros directivos pudieron haber creado riqueza en la economía española a partir de la entrada en nuevas líneas de actividad. Ello explica que, tras examinar los motivos para diversificar, como futura línea de investigación nos planteemos analizar

las consecuencias de la diversificación en los resultados de las empresas que la abordaron.

BIBLIOGRAFÍA

AGGARWAL, R.K. y SAMWICK, A.A. (2003): “Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered”, *Journal of Finance*, vol. 58, nº 1, pp. 71-118.

AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981): “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers”, *Bell Journal of Economics*, vol. 12, nº 2, pp. 605-617.

AMIHUD, Y. y LEV, B. (1999): “Does the corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, nº 11, pp. 1063-1069.

BERGER, P.G. y OFEK, E. (1995): “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, nº 1, pp. 39-65.

BOYD, B.K.; GOVE, S. y HITT, M.A. (2005): “Consequences of measurement problems in strategic management research: the case of Amihud y Lev”, *Strategic Management Journal*, vol. 26, nº4, pp. 367-375.

CAMPA, J.M. y KEDIA, S. (2002): “ Explaining the diversification discount”, *Journal of Finance*, vol. 57, nº 2, pp 1731-1762.

CHANG, Y. y THOMAS, H. (1989): “The impact of diversification strategy on risk-return performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 10, nº 3, pp. 271-284.

CHATTERJEE, S. y SINGH, J. (1999): “Are tradeoffs inherent in diversification moves? A simultaneous model for type of diversification and mode of expansion decisions”, *Management Science*, vol. 45, nº 1, pp. 25-42.

CHATTERJEE, S. y WERNERFELT, B. (1991): “The link between resources and type of diversification: Theory and evidence”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, nº 1, pp. 33-48.

CHATTERJEE, S.; HARRISON, J.S. y BERGH, D.D. (2003): “Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing”, *Strategic Management Journal*, vol. 24, n° 1, pp. 87-96.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H. y LANG, L.H.P. (1999): “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding”, *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, pp. 2741-2771.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K. y SARIN, A. (1997): “Agency problems, equity ownership and corporate diversification”, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, pp. 135-160.

DENIS, D.J.; DENIS, D.K. y SARIN, A. (1999): “Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, n° 11, pp. 1071-1076.

FAN, J. y LANG, L. (2000): “The measurement of relatedness: an application to corporate diversification”, *Journal of Business*, vol. 73, n° 4, pp. 1334-1346.

FOX, M.A. y HAMILTON, R.T. (1994): “Ownership and diversification: Agency theory or Stewardship theory”, *Journal of Management Studies*, vol. 31, n° 1, pp. 69-81.

GIMENO, J. y WOO, L. (1999): “Reciprocal threats in multimarket rivalry: Staking out “spheres of influence” in the U.S. airline industry”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, n° 2, pp. 101-128.

GOURLAY, A. Y SEATON, J. (2004): “ The determinants of firm diversification in UK quoted companies”, *Applied Economics*, vol. 36, pp. 2059-2071.

GRANT, R.M. (2003): *Dirección Estratégica. Conceptos, Técnicas y Aplicaciones*. Civitas, Madrid. Traducción al español de Grant, R.M. (2002): *Contemporary Strategy Analysis*. Blackwell Publishers, Cambridge, MA, 4ª Edición.

GRIBBIN, J.D. (1976): “The conglomerate merger”, *Applied Economics*, vol. 8, n° 1, pp. 19-35.

HELFAT, C. y EISENHARDT, K.M. (2004): “Inter-temporal economies of scope, organizacional modularity and the dynamics of diversification”, *Strategic Management Journal*, vol. 25, nº 13, pp. 1217-1232.

HENISZ, W.J. y DELIOS, A. (2002): “Learning about the institutional environment”, *Advances in Strategic Management*, vol. 19, parte 4, pp. 73.

HILL, C.W.L. y HANSEN, G.S. (1991): “A longitudinal study of the cause and consequences of changes in diversification in the U.S. pharmaceutical industry 1977-1986”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, nº 3, pp. 187-199.

HOETKER, G. (2007): “The use of probit and logit models in strategic management research: Critical. Issues”, *Strategic Management Journal*, vol. 28, nº 4, pp. 331-343.

HOSKISSON, R.E. y HITT, M.A. (1990): “Antecedents and Performance. Outcomes of Diversification: A review and critique of theoretical perspectives”, *Journal of Management*, vol. 16, nº 2, pp. 461-509.

HUBBARD, R.G.H. y PALIA, D. (1999): “A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view”, *Journal of Finance*, vol. 54, nº 3, pp. 1131-1152.

HYLAND, D.C. y DILTZ, J.D. (2002): “Why firms diversify?: An empirical examination”, *Financial Management*, vol. 31, nº 1, pp. 5-35.

JENSEN, M. (1986): “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review*, vol. 76, nº 2, pp. 323-329.

JENSEN, M.C. y MURPHY, K.J. (1990): “Performance pay and top management incentives”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº 2, pp. 225-264.

LAMONT, O. y POLK, C. (2001): “The diversification discount: Cash flows vs. returns”, *Journal of Finance*, vol. 56, nº 5, pp. 1693-1701.

- LANE, P.J.; CANNELLA, A.A. y LUBATKIN, M.H. (1998): "Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud y Lev reconsidered", *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 6, pp. 555-578.
- LANG, L.H.P. y STULZ, R.M. (1994): "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 6, pp. 1248-1280.
- LECRAW, D.J. (1984): "Diversification strategy and performance", *Journal of Industrial Economics*, vol. 33, n° 2, pp. 179-197.
- LEMELIN, A. (1982): "Relatedness in patterns of inter-industry diversification", *Review of Economics and Statistics*, vol. 64, n° 4, pp. 646-657.
- LI, S.X. y GREENWOOD, R. (2004): "The effect of within-industry diversification on firm performance: synergy creation, multi-market contact and market structuration", *Strategic Management Journal*, vol. 25, n° 12, pp. 1131-1153.
- LINS, K.V. y SERVAES, H. (2002): "Is corporate diversification beneficial in emerging markets?", *Financial Management*, vol. 31, n° 2, pp. 5-31.
- MANSKI, C.F. y McFADDEN, D. (1981): "Alternative estimators and sample designs for discrete choice analysis", en Manski C.F. & McFadden D. (Eds.): *Structural Analysis Discrete Data with Econometric Applications*, MIT Press, Cambridge, MA.
- MARTIN, J. y SAYRAK, A. (2003): "Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature", *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, n° 6, pp. 37-57.
- MATSUSAKA, J.G. y NANDA, V. (2002): "Internal capital markets and corporate refocusing" *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 2, pp. 176-211.
- McDONALD, J.M. (1985): "R&D and the direction of diversification", *Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 4, pp. 583-590.

MEGGINSON, W.L.; MORGAN, A. y NAIL, L. (2004): “Changes in corporate focus, ownership structure and long-run merger returns”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, nº 3, pp. 523-552.

MERINO, F. y RODRÍGUEZ, D.R. (1997): “A consistent analysis of diversification decisions with non-observable firm effects”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, nº 9, pp. 733-743.

MILLER, D.J. (2004): “Firms’ technological resources and the performance effects of diversification: A longitudinal study”, *Strategic Management Journal*, vol. 25, nº 11, pp. 1097-1119.

MILLER, D. J. (2006): “Technological diversity, related diversification and firm performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 27, nº 7, pp. 601-619.

MONTGOMERY, C.A. y HARIHARAN, S. (1991): “Diversified entry by established firms”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 15, nº 1, pp. 71-89.

PALICH, L.E.; CARDINAL, L.B. y MILLER, C.C. (2000): “Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research”. *Strategic Management Journal*, vol.21, nº 2, pp. 155-174.

PARK, C. (2003): “Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers”. *Strategic Management Journal*, vol. 24, nº 5, pp. 471-480.

PENROSE, E. (1959): *The Theory of Growth of the firm*. Basil Blakwell, Londres; traducido en E. Penrose (1962): *Teoría del crecimiento de la empresa*, Aguilar, Madrid.

RAJAN, R.; SERVAES, H. y ZINGALES, L. (2000): “The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment”, *Journal of Finance*, vol. 60, nº 1, pp. 35-80.

RAMANUJAN, V. y VARADARAJAN, P. (1989): “Research on corporate diversification: A synthesis”, *Strategic Management Journal*, vol. 10, nº 6, pp. 523-551.

RAMASWAMY, K.; LI, M. y VELIYATH, R. (2002): “Variations in ownership behavior and propensity to diversify: A study of the Indian corporate context”, *Strategic Management Journal*, vol. 23, nº 4, pp. 345-358.

ROBINS, J.A. y WIERSEMA, M.F. (2003): “The measurement of corporate portfolio strategy: Análisis of the content validity of related diversification indexes”, *Strategic Management Journal*, vol. 24, nº 1, pp. 39-59.

RUMELT, R.P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

SANTALÓ, J. y BECERRA, M. (2006): “The dominance of diversified versus specialized firm across industries”, *Journal of Business Research*, vol. 59, nº 3, pp. 335-340.

SCHARFSTEIN, D. y STEIN, J. (2000): “The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment”, *Journal of Finance*, vol. 55, nº 6, pp. 2537-2564.

SILVERMAN, B.S. (1999): “Technological Resources and the direction of corporate diversification: Toward and integration of the Resource-based View and Transaction Cost Economics”, *Management Science*, vol. 45, nº 8, pp. 1109-1124.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, vol.52, nº 2, pp. 737-783.

STEIN, J. (1997): “Internal capital markets and the competition for corporate resources”, *Journal of Finance*, vol. 52, nº 1, pp. 111-134.

SUÁREZ, I. (1994): “El desarrollo de la empresa: Un enfoque basado en los recursos”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 3, nº 1, pp. 25-36.

VILLALONGA, B. (2002): “Does diversification cause the “diversification discount?”, Manuscrito no publicado, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Ángeles.

VILLALONGA, B. (2004): “Does diversification cause the “diversification discount?”, *Financial Management*, vol. 33, n°2, pp. 5-27.

WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, New York.

WRIGHT, P.; KROLL, M. y ELENKOV, D. (2002): “Acquisition returns, increase in firm size and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring”, *Academy of Management Journal*, vol. 45, n° 3, pp. 599-608.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Últimos números publicados

- 159/2000 Participación privada en la construcción y explotación de carreteras de peaje
Ginés de Rus, Manuel Romero y Lourdes Trujillo
- 160/2000 Errores y posibles soluciones en la aplicación del *Value at Risk*
Mariano González Sánchez
- 161/2000 Tax neutrality on saving assets. The spanish case before and after the tax reform
Cristina Ruza y de Paz-Curbera
- 162/2000 Private rates of return to human capital in Spain: new evidence
F. Barceinas, J. Oliver-Alonso, J.L. Raymond y J.L. Roig-Sabaté
- 163/2000 El control interno del riesgo. Una propuesta de sistema de límites
riesgo neutral
Mariano González Sánchez
- 164/2001 La evolución de las políticas de gasto de las Administraciones Públicas en los años 90
Alfonso Utrilla de la Hoz y Carmen Pérez Esparrells
- 165/2001 Bank cost efficiency and output specification
Emili Tortosa-Ausina
- 166/2001 Recent trends in Spanish income distribution: A robust picture of falling income inequality
Josep Oliver-Alonso, Xavier Ramos y José Luis Raymond-Bara
- 167/2001 Efectos redistributivos y sobre el bienestar social del tratamiento de las cargas familiares en
el nuevo IRPF
Nuria Badenes Plá, Julio López Laborda, Jorge Onrubia Fernández
- 168/2001 The Effects of Bank Debt on Financial Structure of Small and Medium Firms in some Euro-
pean Countries
Mónica Melle-Hernández
- 169/2001 La política de cohesión de la UE ampliada: la perspectiva de España
Ismael Sanz Labrador
- 170/2002 Riesgo de liquidez de Mercado
Mariano González Sánchez
- 171/2002 Los costes de administración para el afiliado en los sistemas de pensiones basados en cuentas
de capitalización individual: medida y comparación internacional.
José Enrique Devesa Carpio, Rosa Rodríguez Barrera, Carlos Vidal Meliá
- 172/2002 La encuesta continua de presupuestos familiares (1985-1996): descripción, representatividad
y propuestas de metodología para la explotación de la información de los ingresos y el gasto.
Llorenç Pou, Joaquín Alegre
- 173/2002 Modelos paramétricos y no paramétricos en problemas de concesión de tarjetas de credito.
Rosa Puertas, María Bonilla, Ignacio Olmeda

- 174/2002 Mercado único, comercio intra-industrial y costes de ajuste en las manufacturas españolas.
José Vicente Blanes Cristóbal
- 175/2003 La Administración tributaria en España. Un análisis de la gestión a través de los ingresos y de los gastos.
Juan de Dios Jiménez Aguilera, Pedro Enrique Barrilao González
- 176/2003 The Falling Share of Cash Payments in Spain.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
Publicado en "Moneda y Crédito" nº 217, pags. 167-189.
- 177/2003 Effects of ATMs and Electronic Payments on Banking Costs: The Spanish Case.
Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, David B. Humphrey
- 178/2003 Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union.
Joaquín Maudos y Juan Fernández Guevara
- 179/2003 Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España.
Mónica Melle Hernández
- 180/2003 Ownership and Performance in Europe and US Banking – A comparison of Commercial, Co-operative & Savings Banks.
Yener Altunbas, Santiago Carbó y Phil Molyneux
- 181/2003 The Euro effect on the integration of the European stock markets.
Mónica Melle Hernández
- 182/2004 In search of complementarity in the innovation strategy: international R&D and external knowledge acquisition.
Bruno Cassiman, Reinhilde Veugelers
- 183/2004 Fijación de precios en el sector público: una aplicación para el servicio municipal de suministro de agua.
M^a Ángeles García Valiñas
- 184/2004 Estimación de la economía sumergida en España: un modelo estructural de variables latentes.
Ángel Alañón Pardo, Miguel Gómez de Antonio
- 185/2004 Causas políticas y consecuencias sociales de la corrupción.
Joan Oriol Prats Cabrera
- 186/2004 Loan bankers' decisions and sensitivity to the audit report using the belief revision model.
Andrés Guiral Contreras and José A. Gonzalo Angulo
- 187/2004 El modelo de Black, Derman y Toy en la práctica. Aplicación al mercado español.
Marta Tolentino García-Abadillo y Antonio Díaz Pérez
- 188/2004 Does market competition make banks perform well?.
Mónica Melle
- 189/2004 Efficiency differences among banks: external, technical, internal, and managerial
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso

- 190/2004 Una aproximación al análisis de los costes de la esquizofrenia en España: los modelos jerárquicos bayesianos
F. J. Vázquez-Polo, M. A. Negrín, J. M. Cavasés, E. Sánchez y grupo RIRAG
- 191/2004 Environmental proactivity and business performance: an empirical analysis
Javier González-Benito y Óscar González-Benito
- 192/2004 Economic risk to beneficiaries in notional defined contribution accounts (NDCs)
Carlos Vidal-Meliá, Inmaculada Domínguez-Fabian y José Enrique Devesa-Carpio
- 193/2004 Sources of efficiency gains in port reform: non parametric malmquist decomposition tfp index for Mexico
Antonio Estache, Beatriz Tovar de la Fé y Lourdes Trujillo
- 194/2004 Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles
Alfredo Ciriaco Fernández y Rafael Santamaría Aquilué
- 195/2005 El modelo de revisión de creencias como aproximación psicológica a la formación del juicio del auditor sobre la gestión continuada
Andrés Guiral Contreras y Francisco Esteso Sánchez
- 196/2005 La nueva financiación sanitaria en España: descentralización y prospectiva
David Cantarero Prieto
- 197/2005 A cointegration analysis of the Long-Run supply response of Spanish agriculture to the common agricultural policy
José A. Mendez, Ricardo Mora y Carlos San Juan
- 198/2005 ¿Refleja la estructura temporal de los tipos de interés del mercado español preferencia por la liquidez?
Magdalena Massot Perelló y Juan M. Nave
- 199/2005 Análisis de impacto de los Fondos Estructurales Europeos recibidos por una economía regional: Un enfoque a través de Matrices de Contabilidad Social
M. Carmen Lima y M. Alejandro Cardenete
- 200/2005 Does the development of non-cash payments affect monetary policy transmission?
Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso
- 201/2005 Firm and time varying technical and allocative efficiency: an application for port cargo handling firms
Ana Rodríguez-Álvarez, Beatriz Tovar de la Fe y Lourdes Trujillo
- 202/2005 Contractual complexity in strategic alliances
Jeffrey J. Reuer y Africa Ariño
- 203/2005 Factores determinantes de la evolución del empleo en las empresas adquiridas por opa
Nuria Alcalde Fradejas y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 204/2005 Nonlinear Forecasting in Economics: a comparison between Comprehension Approach versus Learning Approach. An Application to Spanish Time Series
Elena Olmedo, Juan M. Valderas, Ricardo Gimeno and Lorenzo Escot

- 205/2005 Precio de la tierra con presión urbana: un modelo para España
Esther Decimavilla, Carlos San Juan y Stefan Sperlich
- 206/2005 Interregional migration in Spain: a semiparametric analysis
Adolfo Maza y José Villaverde
- 207/2005 Productivity growth in European banking
Carmen Murillo-Melchor, José Manuel Pastor y Emili Tortosa-Ausina
- 208/2005 Explaining Bank Cost Efficiency in Europe: Environmental and Productivity Influences.
Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso
- 209/2005 La elasticidad de sustitución intertemporal con preferencias no separables intratemporalmente: los casos de Alemania, España y Francia.
Elena Márquez de la Cruz, Ana R. Martínez Cañete y Inés Pérez-Soba Aguilar
- 210/2005 Contribución de los efectos tamaño, book-to-market y momentum a la valoración de activos: el caso español.
Begoña Font-Belaire y Alfredo Juan Grau-Grau
- 211/2005 Permanent income, convergence and inequality among countries
José M. Pastor and Lorenzo Serrano
- 212/2005 The Latin Model of Welfare: Do 'Insertion Contracts' Reduce Long-Term Dependence?
Luis Ayala and Magdalena Rodríguez
- 213/2005 The effect of geographic expansion on the productivity of Spanish savings banks
Manuel Illueca, José M. Pastor and Emili Tortosa-Ausina
- 214/2005 Dynamic network interconnection under consumer switching costs
Ángel Luis López Rodríguez
- 215/2005 La influencia del entorno socioeconómico en la realización de estudios universitarios: una aproximación al caso español en la década de los noventa
Marta Rahona López
- 216/2005 The valuation of spanish ipos: efficiency analysis
Susana Álvarez Otero
- 217/2005 On the generation of a regular multi-input multi-output technology using parametric output distance functions
Sergio Perelman and Daniel Santin
- 218/2005 La gobernanza de los procesos parlamentarios: la organización industrial del congreso de los diputados en España
Gonzalo Caballero Miguez
- 219/2005 Determinants of bank market structure: Efficiency and political economy variables
Francisco González
- 220/2005 Agresividad de las órdenes introducidas en el mercado español: estrategias, determinantes y medidas de performance
David Abad Díaz

- 221/2005 Tendencia post-anuncio de resultados contables: evidencia para el mercado español
Carlos Forner Rodríguez, Joaquín Marhuenda Fructuoso y Sonia Sanabria García
- 222/2005 Human capital accumulation and geography: empirical evidence in the European Union
Jesús López-Rodríguez, J. Andrés Faña y Jose Lopez Rodríguez
- 223/2005 Auditors' Forecasting in Going Concern Decisions: Framing, Confidence and Information Processing
Waymond Rodgers and Andrés Guiral
- 224/2005 The effect of Structural Fund spending on the Galician region: an assessment of the 1994-1999 and 2000-2006 Galician CSFs
José Ramón Cancelo de la Torre, J. Andrés Faña and Jesús López-Rodríguez
- 225/2005 The effects of ownership structure and board composition on the audit committee activity: Spanish evidence
Carlos Fernández Méndez and Rubén Arrondo García
- 226/2005 Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan loss provisions
Ana Rosa Fonseca and Francisco González
- 227/2005 Incumplimiento fiscal en el irpf (1993-2000): un análisis de sus factores determinantes
Alejandro Estellér Moré
- 228/2005 Region versus Industry effects: volatility transmission
Pilar Soriano Felipe and Francisco J. Climent Diranzo
- 229/2005 Concurrent Engineering: The Moderating Effect Of Uncertainty On New Product Development Success
Daniel Vázquez-Bustelo and Sandra Valle
- 230/2005 On zero lower bound traps: a framework for the analysis of monetary policy in the 'age' of central banks
Alfonso Palacio-Vera
- 231/2005 Reconciling Sustainability and Discounting in Cost Benefit Analysis: a methodological proposal
M. Carmen Almansa Sáez and Javier Calatrava Requena
- 232/2005 Can The Excess Of Liquidity Affect The Effectiveness Of The European Monetary Policy?
Santiago Carbó Valverde and Rafael López del Paso
- 233/2005 Inheritance Taxes In The Eu Fiscal Systems: The Present Situation And Future Perspectives.
Miguel Angel Barberán Lahuerta
- 234/2006 Bank Ownership And Informativeness Of Earnings.
V́ctor M. González
- 235/2006 Developing A Predictive Method: A Comparative Study Of The Partial Least Squares Vs Maximum Likelihood Techniques.
Waymond Rodgers, Paul Pavlou and Andres Guiral.
- 236/2006 Using Compromise Programming for Macroeconomic Policy Making in a General Equilibrium Framework: Theory and Application to the Spanish Economy.
Francisco J. André, M. Alejandro Cardenete y Carlos Romero.

- 237/2006 Bank Market Power And Sme Financing Constraints.
Santiago Carbó-Valverde, Francisco Rodríguez-Fernández y Gregory F. Udell.
- 238/2006 Trade Effects Of Monetary Agreements: Evidence For Oecd Countries.
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano.
- 239/2006 The Quality Of Institutions: A Genetic Programming Approach.
Marcos Álvarez-Díaz y Gonzalo Caballero Miguez.
- 240/2006 La interacción entre el éxito competitivo y las condiciones del mercado doméstico como determinantes de la decisión de exportación en las Pymes.
Francisco García Pérez.
- 241/2006 Una estimación de la depreciación del capital humano por sectores, por ocupación y en el tiempo.
Inés P. Murillo.
- 242/2006 Consumption And Leisure Externalities, Economic Growth And Equilibrium Efficiency.
Manuel A. Gómez.
- 243/2006 Measuring efficiency in education: an analysis of different approaches for incorporating non-discretionary inputs.
Jose Manuel Cordero-Ferrera, Francisco Pedraja-Chaparro y Javier Salinas-Jiménez
- 244/2006 Did The European Exchange-Rate Mechanism Contribute To The Integration Of Peripheral Countries?.
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 245/2006 Intergenerational Health Mobility: An Empirical Approach Based On The Echp.
Marta Pascual and David Cantarero
- 246/2006 Measurement and analysis of the Spanish Stock Exchange using the Lyapunov exponent with digital technology.
Salvador Rojí Ferrari and Ana Gonzalez Marcos
- 247/2006 Testing For Structural Breaks In Variance With additive Outliers And Measurement Errors.
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 248/2006 The Cost Of Market Power In Banking: Social Welfare Loss Vs. Cost Inefficiency.
Joaquín Maudos and Juan Fernández de Guevara
- 249/2006 Elasticidades de largo plazo de la demanda de vivienda: evidencia para España (1885-2000).
Desiderio Romero Jordán, José Félix Sanz Sanz y César Pérez López
- 250/2006 Regional Income Disparities in Europe: What role for location?.
Jesús López-Rodríguez and J. Andrés Faña
- 251/2006 Funciones abreviadas de bienestar social: Una forma sencilla de simultaneizar la medición de la eficiencia y la equidad de las políticas de gasto público.
Nuria Badenes Plá y Daniel Santín González
- 252/2006 "The momentum effect in the Spanish stock market: Omitted risk factors or investor behaviour?".
Luis Muga and Rafael Santamaría
- 253/2006 Dinámica de precios en el mercado español de gasolina: un equilibrio de colusión tácita.
Jordi Perdiguero García

- 254/2006 Desigualdad regional en España: renta permanente versus renta corriente.
José M.Pastor, Empar Pons y Lorenzo Serrano
- 255/2006 Environmental implications of organic food preferences: an application of the impure public goods model.
Ana Maria Aldanondo-Ochoa y Carmen Almansa-Sáez
- 256/2006 Family tax credits versus family allowances when labour supply matters: Evidence for Spain.
José Felix Sanz-Sanz, Desiderio Romero-Jordán y Santiago Álvarez-García
- 257/2006 La internacionalización de la empresa manufacturera española: efectos del capital humano genérico y específico.
José López Rodríguez
- 258/2006 Evaluación de las migraciones interregionales en España, 1996-2004.
María Martínez Torres
- 259/2006 Efficiency and market power in Spanish banking.
Rolf Färe, Shawna Grosskopf y Emili Tortosa-Ausina.
- 260/2006 Asimetrías en volatilidad, beta y contagios entre las empresas grandes y pequeñas cotizadas en la bolsa española.
Helena Chuliá y Hipòlit Torró.
- 261/2006 Birth Replacement Ratios: New Measures of Period Population Replacement.
José Antonio Ortega.
- 262/2006 Accidentes de tráfico, víctimas mortales y consumo de alcohol.
José M^a Arranz y Ana I. Gil.
- 263/2006 Análisis de la Presencia de la Mujer en los Consejos de Administración de las Mil Mayores Empresas Españolas.
Ruth Mateos de Cabo, Lorenzo Escot Mangas y Ricardo Gimeno Nogués.
- 264/2006 Crisis y Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las Limitaciones de la Política Económica en Europa.
Ignacio Álvarez Peralta.
- 265/2006 Have Child Tax Allowances Affected Family Size? A Microdata Study For Spain (1996-2000).
Jaime Vallés-Giménez y Anabel Zárata-Marco.
- 266/2006 Health Human Capital And The Shift From Foraging To Farming.
Paolo Rungo.
- 267/2006 Financiación Autonómica y Política de la Competencia: El Mercado de Gasolina en Canarias.
Juan Luis Jiménez y Jordi Perdiguero.
- 268/2006 El cumplimiento del Protocolo de Kyoto para los hogares españoles: el papel de la imposición sobre la energía.
Desiderio Romero-Jordán y José Félix Sanz-Sanz.
- 269/2006 Banking competition, financial dependence and economic growth
Joaquín Maudos y Juan Fernández de Guevara
- 270/2006 Efficiency, subsidies and environmental adaptation of animal farming under CAP
Werner Kleinhanß, Carmen Murillo, Carlos San Juan y Stefan Sperlich

- 271/2006 Interest Groups, Incentives to Cooperation and Decision-Making Process in the European Union
A. Garcia-Lorenzo y Jesús López-Rodríguez
- 272/2006 Riesgo asimétrico y estrategias de momentum en el mercado de valores español
Luis Muga y Rafael Santamaría
- 273/2006 Valoración de capital-riesgo en proyectos de base tecnológica e innovadora a través de la teoría de opciones reales
Gracia Rubio Martín
- 274/2006 Capital stock and unemployment: searching for the missing link
Ana Rosa Martínez-Cañete, Elena Márquez de la Cruz, Alfonso Palacio-Vera and Inés Pérez-Soba Aguilar
- 275/2006 Study of the influence of the voters' political culture on vote decision through the simulation of a political competition problem in Spain
Sagrario Lantarón, Isabel Lillo, M^a Dolores López and Javier Rodrigo
- 276/2006 Investment and growth in Europe during the Golden Age
Antonio Cubel and M^a Teresa Sanchis
- 277/2006 Efectos de vincular la pensión pública a la inversión en cantidad y calidad de hijos en un modelo de equilibrio general
Robert Meneu Gaya
- 278/2006 El consumo y la valoración de activos
Elena Márquez y Belén Nieto
- 279/2006 Economic growth and currency crisis: A real exchange rate entropic approach
David Matesanz Gómez y Guillermo J. Ortega
- 280/2006 Three measures of returns to education: An illustration for the case of Spain
María Arrazola y José de Hevia
- 281/2006 Composition of Firms versus Composition of Jobs
Antoni Cunyat
- 282/2006 La vocación internacional de un holding tranviario belga: la Compagnie Mutuelle de Tramways, 1895-1918
Alberte Martínez López
- 283/2006 Una visión panorámica de las entidades de crédito en España en la última década.
Constantino García Ramos
- 284/2006 Foreign Capital and Business Strategies: a comparative analysis of urban transport in Madrid and Barcelona, 1871-1925
Alberte Martínez López
- 285/2006 Los intereses belgas en la red ferroviaria catalana, 1890-1936
Alberte Martínez López
- 286/2006 The Governance of Quality: The Case of the Agrifood Brand Names
Marta Fernández Barcala, Manuel González-Díaz y Emmanuel Raynaud
- 287/2006 Modelling the role of health status in the transition out of malthusian equilibrium
Paolo Rungo, Luis Currais and Berta Rivera
- 288/2006 Industrial Effects of Climate Change Policies through the EU Emissions Trading Scheme
Xavier Labandeira and Miguel Rodríguez

- 289/2006 Globalisation and the Composition of Government Spending: An analysis for OECD countries
Norman Gemmell, Richard Kneller and Ismael Sanz
- 290/2006 La producción de energía eléctrica en España: Análisis económico de la actividad tras la liberalización del Sector Eléctrico
Fernando Hernández Martínez
- 291/2006 Further considerations on the link between adjustment costs and the productivity of R&D investment: evidence for Spain
Desiderio Romero-Jordán, José Félix Sanz-Sanz and Inmaculada Álvarez-Ayuso
- 292/2006 Una teoría sobre la contribución de la función de compras al rendimiento empresarial
Javier González Benito
- 293/2006 Agility drivers, enablers and outcomes: empirical test of an integrated agile manufacturing model
Daniel Vázquez-Bustelo, Lucía Avella and Esteban Fernández
- 294/2006 Testing the parametric vs the semiparametric generalized mixed effects models
María José Lombardía and Stefan Sperlich
- 295/2006 Nonlinear dynamics in energy futures
Mariano Matilla-García
- 296/2006 Estimating Spatial Models By Generalized Maximum Entropy Or How To Get Rid Of W
Esteban Fernández Vázquez, Matías Mayor Fernández and Jorge Rodríguez-Valez
- 297/2006 Optimización fiscal en las transmisiones lucrativas: análisis metodológico
Félix Domínguez Barrero
- 298/2006 La situación actual de la banca online en España
Francisco José Climent Diranzo y Alexandre Momparler Pechuán
- 299/2006 Estrategia competitiva y rendimiento del negocio: el papel mediador de la estrategia y las capacidades productivas
Javier González Benito y Isabel Suárez González
- 300/2006 A Parametric Model to Estimate Risk in a Fixed Income Portfolio
Pilar Abad and Sonia Benito
- 301/2007 Análisis Empírico de las Preferencias Sociales Respecto del Gasto en Obra Social de las Cajas de Ahorros
Alejandro Esteller-Moré, Jonathan Jorba Jiménez y Albert Solé-Ollé
- 302/2007 Assessing the enlargement and deepening of regional trading blocs: The European Union case
Salvador Gil-Pareja, Rafael Llorca-Vivero y José Antonio Martínez-Serrano
- 303/2007 ¿Es la Franquicia un Medio de Financiación?: Evidencia para el Caso Español
Vanessa Solís Rodríguez y Manuel González Díaz
- 304/2007 On the Finite-Sample Biases in Nonparametric Testing for Variance Constancy
Paulo M.M. Rodrigues and Antonio Rubia
- 305/2007 Spain is Different: Relative Wages 1989-98
José Antonio Carrasco Gallego

- 306/2007 Poverty reduction and SAM multipliers: An evaluation of public policies in a regional framework
Francisco Javier De Miguel-Vélez y Jesús Pérez-Mayo
- 307/2007 La Eficiencia en la Gestión del Riesgo de Crédito en las Cajas de Ahorro
Marcelino Martínez Cabrera
- 308/2007 Optimal environmental policy in transport: unintended effects on consumers' generalized price
M. Pilar Socorro and Ofelia Betancor
- 309/2007 Agricultural Productivity in the European Regions: Trends and Explanatory Factors
Roberto Ezcurra, Belen Iraizoz, Pedro Pascual and Manuel Rapún
- 310/2007 Long-run Regional Population Divergence and Modern Economic Growth in Europe: a Case Study of Spain
María Isabel Ayuda, Fernando Collantes and Vicente Pinilla
- 311/2007 Financial Information effects on the measurement of Commercial Banks' Efficiency
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 312/2007 Neutralidad e incentivos de las inversiones financieras en el nuevo IRPF
Félix Domínguez Barrero
- 313/2007 The Effects of Corporate Social Responsibility Perceptions on The Valuation of Common Stock
Waymond Rodgers , Helen Choy and Andres Guiral-Contreras
- 314/2007 Country Creditor Rights, Information Sharing and Commercial Banks' Profitability Persistence across the world
Borja Amor, María T. Tascón and José L. Fanjul
- 315/2007 ¿Es Relevante el Déficit Corriente en una Unión Monetaria? El Caso Español
Javier Blanco González y Ignacio del Rosal Fernández
- 316/2007 The Impact of Credit Rating Announcements on Spanish Corporate Fixed Income Performance: Returns, Yields and Liquidity
Pilar Abad, Antonio Díaz and M. Dolores Robles
- 317/2007 Indicadores de Lealtad al Establecimiento y Formato Comercial Basados en la Distribución del Presupuesto
Cesar Augusto Bustos Reyes y Óscar González Benito
- 318/2007 Migrants and Market Potential in Spain over The XXth Century: A Test Of The New Economic Geography
Daniel A. Tirado, Jordi Pons, Elisenda Paluzie and Javier Silvestre
- 319/2007 El Impacto del Coste de Oportunidad de la Actividad Emprendedora en la Intención de los Ciudadanos Europeos de Crear Empresas
Luis Miguel Zapico Aldeano
- 320/2007 Los belgas y los ferrocarriles de vía estrecha en España, 1887-1936
Alberte Martínez López
- 321/2007 Competición política bipartidista. Estudio geométrico del equilibrio en un caso ponderado
Isabel Lillo, M^a Dolores López y Javier Rodrigo
- 322/2007 Human resource management and environment management systems: an empirical study
M^a Concepción López Fernández, Ana M^a Serrano Bedía and Gema García Piqueres

- 323/2007 Wood and industrialization. evidence and hypotheses from the case of Spain, 1860-1935.
Iñaki Iriarte-Goñi and María Isabel Ayuda Bosque
- 324/2007 New evidence on long-run monetary neutrality.
J. Cunado, L.A. Gil-Alana and F. Perez de Gracia
- 325/2007 Monetary policy and structural changes in the volatility of us interest rates.
Juncal Cuñado, Javier Gomez Biscarri and Fernando Perez de Gracia
- 326/2007 The productivity effects of intrafirm diffusion.
Lucio Fuentelsaz, Jaime Gómez and Sergio Palomas
- 327/2007 Unemployment duration, layoffs and competing risks.
J.M. Arranz, C. García-Serrano and L. Toharia
- 328/2007 El grado de cobertura del gasto público en España respecto a la UE-15
Nuria Rueda, Begoña Barruso, Carmen Calderón y M^a del Mar Herrador
- 329/2007 The Impact of Direct Subsidies in Spain before and after the CAP'92 Reform
Carmen Murillo, Carlos San Juan and Stefan Sperlich
- 330/2007 Determinants of post-privatisation performance of Spanish divested firms
Laura Cabeza García and Silvia Gómez Ansón
- 331/2007 ¿Por qué deciden diversificar las empresas españolas? Razones oportunistas versus razones económicas
Almudena Martínez Campillo