

M.^a LUISA RAMÍREZ ALESÓN *
MANUEL A. ESPITIA ESCUER **

El impacto de la estrategia de diversificación de producto e internacional sobre los resultados corporativos de las grandes empresas españolas ***

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Presentación de la muestra. 3. Variables y medición utilizada. 3.1. Estrategia de diversificación de producto-internacional. 3.2. Resultado corporativo. 4. Hipótesis y metodología. 4.1. Hipótesis. 4.2. Metodología utilizada en el análisis. 5. Relación entre la estrategia de diversificación conjunta y los resultados. 6. Conclusiones. Anexo 1: Concepto y medición de las estrategias de diversificación. Anexo 2: Comprobación de las nuevas categorías de DPI. Anexo 3: Relación diversificación de producto-internacional y los resultados contables, 1991-1995. Bibliografía.

RESUMEN: La relación entre la estrategia de diversificación de producto o de la diversificación internacional y los resultados ha generado un gran número de investigaciones. Sin embargo, sólo en algunas de ellas se han analizado ambos tipos de diversificación conjuntamente. En este trabajo, se trata de estudiar este efecto conjunto sobre una muestra de 103 empresas pertenecientes al mercado de valores español durante 1991-1995. En particular, se pretende determinar si existe una interacción entre la diversificación de producto y la diversificación internacional o bien si es más rentable optar por sólo una de ellas; y si la elección de una estrategia conjunta conduce a la empresa hacia una situación de generación de valor. Los resultados parecen indicar que la diversificación internacional crea más valor a la empresa que la diversificación de producto. Y, además, que las empresas con un menor grado de diversificación de producto mejoran sus resultados si se expanden internacionalmente.

Palabras clave: Diversificación de producto-internacional, Categorías, «q» de Tobin, Rentabilidad y riesgo, Empresas españolas.

* La autora agradece la financiación obtenida por el Subprograma de Perfeccionamiento de Tecnólogos (MEC) para realizar una estancia de investigación en el Institute of Global Management Studies y en el Strategic and General Management Department, Temple University, Philadelphia (EE.UU.).

** Dpto. de Economía y Dirección de Empresas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Zaragoza.

*** Este trabajo ha sido financiado por el Proyecto de la DGICYT PB 95-0808.

ABSTRACT: The relationship between product diversification strategy or international diversification strategy and performance has generated numerous research studies. Nevertheless, only few of them have analyzed jointly both types of diversification. In this paper we try to study the joint effect of these two diversification types in a sample of 103 firms quoted in the Spanish Stock Market in the years 1991-1995. In particular, we try to determine the existence or absence of interaction between product diversification and international diversification or if it is better to choose only one of them. We also examine if there is a strategy that lets the firm to gain a higher market value. The results indicate that international diversification enhances the value of the firm value more than product diversification, and also that firms with less degree of product diversification improve their performance when they increase their internationalization.

Key words: Product-International diversification, Categories, Tobin's q , Profitability and risk, Spanish firms.

1. Introducción

Durante los últimos treinta años, el estudio de la relación o efecto de la estrategia de diversificación sobre los resultados de la empresa, estimulado por el trabajo de RUMBLT (1974), ha sido una de las cuestiones que más interés ha suscitado. Las primeras investigaciones sobre el tema se centran únicamente en la diversificación de producto. Posteriormente, al ser considerada la internacionalización como una estrategia de diversificación, o como una vía para alcanzarla, se incorpora el desarrollo de la diversificación internacional a este ámbito de investigación.

A lo largo de los años, cada una de estas estrategias empresariales ha sido tratada de forma independiente, y bajo enfoques diferentes, por los estudiosos de la estrategia y de la internacionalización. Ha sido a partir de los años noventa cuando surge el interés por analizarlas conjuntamente. Esto ha permitido que la estrategia de diversificación, entendida en sentido amplio, se haya enriquecido con las aportaciones de las diferentes teorías, tanto desde el punto de vista del análisis económico como del empresarial. Sin embargo, los trabajos empíricos que tratan de combinar las dimensiones de producto y de mercado de las operaciones globales y sus relaciones con el resultado corporativo (MILLER y PRAS, 1980; BÜHNER, 1987; GRANT, JAMMINE y THOMAS, 1988; GERINGER, BEAMISH y DA COSTA, 1989; KIM, HWANG y BURGERS, 1989 y 1993; SAMBHARYA, 1995; TALMAN y LI, 1996; QIAN, 1997; HITT, HOSKISSON y KIM, 1997...) han proporcionado resultados confusos y poco claros, lo que impide obtener conclusiones de amplia aceptación.

Para el caso español, la evidencia empírica existente sobre esta relación es escasa. Sin embargo, la importancia que están adquiriendo tanto la diversificación de producto como la diversificación internacional ha motivado que el presente trabajo se centre en el análisis conjunto de sus efectos sobre los resultados de las grandes empresas españolas.

Para ello, se establece una medida que trata de recoger conjuntamente ambas dimensiones de la diversificación, es decir, diversificación de producto y diversificación internacional. Esta medida se basa en la metodología de Varadarajan (diversificación de producto) y en una adaptación de la misma al caso internacional (RAMÍREZ, 1997). Los resultados corporativos se miden a través de la ratio de valoración o « q » de Tobin. Estas variables son aplicadas a una muestra de 103 empresas pertenecientes al mercado de valores español durante el período 1991-1995.

Esta muestra se presenta en el siguiente apartado, seguida de la definición y medida de las variables planteadas. Posteriormente, a partir de los argumentos dados a lo

largo de la literatura especializada, se establecen las hipótesis a contrastar y la metodología empleada en el análisis. A continuación, se presentan y se discuten los resultados obtenidos. Por último, se recogen las principales conclusiones obtenidas.

2. Presentación de la muestra

La población de interés corresponde a las empresas cuya cotización ha sido admitida en el Mercado de Valores Español. El motivo de centrarse en empresas que cotizan en Bolsa es doble. Por una parte, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) facilita la información pública emitida por estas empresas, concretamente las auditorías, para el período 1991-1995. Y, por otra, esta fuente de información proporciona a los datos unas mínimas garantías de fiabilidad y exactitud.

El período objeto de estudio corresponde a 1991-1995. A partir del año 1991, las empresas están obligadas a presentar datos consolidados, siempre que cumplan los requisitos necesarios para ello ¹. La necesidad de utilizar información consolidada viene generada por el interés de analizar las estrategias de diversificación de las empresas desde un punto de vista corporativo ².

En la muestra inicial se eligen 152 empresas no financieras que cotizan en las Bolsas españolas, de las cuales se dispone de información contable. Sin embargo, la necesidad de disponer de otro tipo de información como son las cotizaciones a final de año, para el cálculo del valor de la empresa ³; las actividades realizadas por la empresa (códigos SIC — Standard Industrial Classification— a 4 dígitos), para medir la diversificación de producto; así como la localización en el exterior de sus filiales, empresas dependientes y asociadas (empresas participadas directa o indirectamente incluidas dentro del perímetro de consolidación) para la diversificación internacional, limita la muestra a 103 grandes empresas ⁴.

Por último, cabe destacar que los sesgos presentes en esta muestra, las empresas son de gran tamaño y los sectores no están representados de igual forma ⁵, limitan la interpretación de los resultados obtenidos. Sin embargo, el estudio conjunto de las estrategias de diversificación de producto e internacional permiten contribuir a un mayor conocimiento de las pautas seguidas por las empresas españolas.

¹ Dichos requisitos quedan recogidos en el RD 1815/1991, de 20 de diciembre, por el cual se aprueban las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas (BOE de 27 de diciembre; corrección en BOE de 30 de enero de 1992).

² Se dispone de información contable consolidada para la mayoría de las empresas. Sin embargo, para algunas empresas ha sido necesario utilizar datos individuales, al no estar obligadas a realizar la consolidación de sus cuentas contables. Estos casos corresponden a empresas especializadas o de ámbito nacional, lo que no afecta al desarrollo de la investigación.

³ Se eliminan aquellas empresas que han desaparecido o se han incorporado durante el período.

⁴ Únicamente se dispone de información sobre las actividades, medidas por códigos SIC, de las grandes empresas españolas, al utilizar como fuente de datos el Directorio DUNS. Este directorio recoge las 30.000 principales empresas españolas para 1991, 1992 y 1993, y las 50.000 principales, para 1994 y 1995.

⁵ Se sigue el criterio de la actividad principal considerada por la CNMV, así como la clasificación realizada por este Organismo. De esta forma la distribución sectorial de las empresas de la muestra es: Energía y Agua, 18,45 por 100; Metálicas Básicas, 3,88 por 100; Industria Química, 5,83 por 100; Transformador de Metales, 13,59 por 100; Otras Industrias de Transformación, 20,39 por 100; Construcción, 6,80 por 100; Transporte y Comunicaciones, 4,85 por 100; Comercio, 3,88 por 100; Inmobiliarias, 9,71 por 100.

3. Variables y medición utilizada

En el estudio de la relación diversificación de producto-internacional ⁶ y los resultados, la variable dependiente corresponde a la de resultados y la independiente a las diferentes tipologías de estrategias de diversificación de producto-internacional. La explicación de las mismas así como la metodología de medición utilizada es el objetivo de este apartado.

3.1. ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO-INTERNACIONAL

Se trata de establecer una nueva tipología de estrategias de diversificación que recoja conjuntamente ambas dimensiones (producto y mercado internacional). Para ello, se parte de dos medidas categóricas, la establecida por VARADARAJAN (1986) para la diversificación de producto y la establecida por RAMÍREZ (1997) para la diversificación internacional. Ambas son medidas categóricas, en ellas se establecen cuatro tipos de estrategias de diversificación (de la dimensión objeto de estudio en cada caso) y son homogéneas en la metodología de cálculo. Todo ello permite y facilita la integración de ambas en una medida conjunta. Concretamente, la clasificación de estrategias de diversificación base para obtener la tipología conjunta, objeto de estudio, queda representada en la figura 1 y la explicación de cada una de ellas se presenta brevemente en el Anexo 1.

FIGURA 1.—Tipología de Estrategias de Diversificación de Producto y Diversificación Internacional

Diversificación Producto (Varadarajan, 1986)		Diversificación Internacional (Ramírez, 1997)	
Bajo	Empresas con muy baja diversidad (BD)	Bajo	Empresas diversificadas relacionadas internacionalmente (DRI)
BSD	Empresas diversificadas no relacionadas (DNR)	BSDI	Empresas con muy alta diversidad internacional (ADI)
Alto	Empresas diversificadas relacionadas (DR)	Alto	Empresas con muy alta diversidad (AD)
	Bajo Alto		Bajo Alto
	MNSD		MNSDI

Fuente: VARADARAJAN y RAMANUJAM (1987).

⁶ Se denominará así a la estrategia que recoge conjuntamente la diversificación de producto y la diversificación internacional.

Por tanto, se construyen 16 nuevas categorías de estrategias, de forma que cada una de ellas recoja una categoría de estrategia de diversificación de producto y otra de internacional. Se trata de reflejar simultáneamente ambas dimensiones. Los primeros intentos para ello, a lo largo de la literatura especializada, se limitaban a calcular, de forma independiente, una o más medidas para cada una de ellas e incluirlas al mismo tiempo para obtener sus efectos, principalmente, sobre los resultados de la empresa. En los últimos años, autores como KIM, HWANG y BURGERS (1989, 1993) y VACHANI (1991) han propuesto nuevos índices que, de forma única, permitan estudiarlas conjuntamente. Sin embargo, el cálculo de estos índices requiere de información detallada, generalmente no disponible para las empresas. Ello contrasta con la sencillez de cálculo de la metodología propuesta que, además de permitir siempre su aplicación, recogen la dirección seguida por la empresa en sus estrategias de diversificación.

La reclasificación de las estrategias en 16 nuevas categorías, que se propone inicialmente en este estudio, permite aproximarse al estudio conjunto de ambos tipos de estrategias de diversificación, a través de una medida única. Sin embargo, esta clasificación no resulta operativa para llevar a cabo el análisis ⁷, por lo que se agrupan las estrategias previas en cuatro categorías. Para ello, las estrategias con menor grado de diversidad (las identificadas como de baja diversificación y de diversificación relacionada, tanto de producto como internacional) se agrupan respectivamente en dos nuevas categorías que se denominan de «Poca Diversidad de Producto» (PDP) y de «Poca Diversidad Internacional» (PDI). De igual forma, las estrategias con un mayor grado de diversificación (las no relacionadas y altamente diversificadas) se clasifican respectivamente bajo «Gran Diversidad de Producto» (GDP) y «Gran Diversidad Internacional» (GDI) ⁸. A partir de ellas, se combinan cada una de las nuevas estrategias de producto con cada una de las nuevas estrategias de mercado, de forma que, en una nueva categoría, se recojan ambas dimensiones conjuntamente. Esto se concreta en las cuatro categorías siguientes: PDP-PDI (denominada PP), PDP-GDI (denominada PG), GDP-PDI (denominada GP) y GDP-GDI (denominada GG). La figura 2 resume esta reclasificación de las estrategias de diversificación de producto y de mercado en las categorías denominadas de diversificación de producto-internacional.

3.2. RESULTADO CORPORATIVO

Los resultados, que han sido considerados como la variable dependiente en la mayoría de los modelos utilizados para analizar la relación diversificación-resultados, se estiman a través de una medida de mercado, la ratio de valoración o «q» de Tobin. Esta medida, que recoge el valor de la empresa teniendo en cuenta su rela-

⁷ Los análisis realizados requieren comparar las estrategias dos a dos, por lo que implicaría trabajar con 120 combinaciones, lo que dificulta su interpretación. A pesar de ello, los resultados de estos análisis pueden verse en RAMÍREZ (1997, pp. 341-344).

⁸ Se ha comprobado que existen diferencias estadísticamente significativas entre las categorías de Poca Diversidad y Gran Diversidad para ambas dimensiones, siendo los valores medios de la primera inferiores a los de la segunda. Los resultados de los contrastes realizados se presentan en el Anexo 2.

FIGURA 2.—Categorías de diversificación de producto-internacional

		DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL			
		BDI	DRI	DNRI	ADI
DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO		BD	PDP	PP	PG
		DR			
		DNR	GDP	GP	GG
		AD			

Fuente: Elaboración propia.

ción entre rentabilidad y riesgo, aunque no exenta de limitaciones⁹, ha sido considerada por la mayoría de autores como la medida más adecuada para reflejar el efecto global. Permite recoger el riesgo de la empresa, el valor capitalizado de los beneficios de la diversificación (LANG y STULZ, 1994), imputar las rentabilidades de equilibrio, y minimizar las distorsiones debidas a las leyes impositivas y convenciones contables (WERNERFELT y MONTGOMERY, 1988).

La ratio de valoración «q» de Tobin se define como:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado de la empresa}}{\text{Activos a coste de reposición}}$$

de forma que un valor de esta ratio superior a la unidad indicaría que las empresas tienen incentivos a invertir, es decir, sería señal de buenas oportunidades y de fuertes ventajas competitivas de la empresa.

Aunque la «q» de Tobin es una medida relativamente sencilla desde el punto de vista conceptual, en la práctica su medición no resulta inmediata. Se basa en la información contable disponible en las cuentas anuales de la empresa y en la información de mercado. La dificultad estriba en cómo hacer operativas las medidas de Valor de Mercado de la Empresa y Valor de Reposición de los Activos. La metodología utilizada para estimar esta ratio de valoración se basa en ESPITIA (1985, pp. 129-135), que a su vez sigue de cerca la metodología de LINDENBERG y ROSS (1981).

Su aplicación a las empresas de la muestra ha requerido de algunos ajustes que se concretan a continuación:

— El cálculo de las partidas descritas a precios de reposición parte de la hipótesis de que, tras la aplicación de las normas contempladas en la Ley de Actualización de Balances, las empresas estiman correctamente el valor de reposición de sus activos fijos. La última norma de actualización de balances de ámbito de aplicación na-

⁹ No proporciona información sobre los recursos invertidos para generar el valor de la empresa y, en determinadas ocasiones, en algunos mercados pueden presentarse comportamientos ineficientes. Por ello, para evitar estas limitaciones también se realizará el análisis para medidas contables (una medida de resultado y otra de riesgo) y se presentará en el Anexo 3.

cional corresponde a la de 1983¹⁰. Por tanto, los estados contables de las empresas de la muestra para 1991 no están valorados a precios de reposición. Por ello, se aplica un factor de corrección sectorial a las empresas de la muestra con el objeto de obtener una aproximación a dicho valor de reposición. Este factor corrector se obtiene a partir de una muestra disponible de 101 empresas que participan en el mercado de capitales para el periodo 1961-1991¹¹.

— El problema anterior impide el cálculo de la tasa de progreso técnico de las empresas de la muestra objeto de estudio. Sin embargo, se considera, como aproximación, la tasa media sectorial obtenida de la segunda muestra que cubre el periodo 1961-1991.

Por último, cabe indicar que el cálculo de la ratio de valoración «q» de Tobin, al requerir de información del periodo anterior, limita el estudio de la relación diversificación-resultados al periodo 1992-1995.

4. Hipótesis y metodología

Definidas las variables y su medición, se plantean las hipótesis a contrastar. Éstas se derivan y se justifican a partir de los argumentos y conclusiones obtenidos en los estudios previos, ya sean teóricos o empíricos. En particular, se trata de analizar el estudio del impacto de la estrategia de diversificación de producto-internacional en los resultados corporativos de las empresas; se trata de determinar si existe una interacción entre la diversificación de producto y la internacional o, sin embargo, es más rentable optar por sólo una de ellas. La metodología utilizada para llevar a cabo la contrastación de las hipótesis es similar a la seguida en las investigaciones previas, aunque se especifican ciertas diferencias con las mismas.

4.1. HIPÓTESIS

El estudio de los efectos conjuntos de la estrategia de diversificación de producto e internacional sobre los resultados «ha sido identificada como un área importante para las futuras investigaciones pero que todavía no ha sido estudiada» (SAMBHARYA, 1995, p. 201). Además, como ponen de manifiesto HITT, HOSKISSON y KIM (1997), esta relación es más compleja de lo que en un principio han planteado diversos investigadores.

Ni siquiera en el estudio individual de cada uno de estos tipos de diversificación se ha llegado a una conclusión generalizada. Tanto en el campo teórico como en el empírico, han sido numerosos los investigadores que, desde diferentes corrientes o perspectivas (Economía Industrial, Economía de los Costes de Transacción, Economía de las Organizaciones, Dirección Estratégica, Teoría de Recursos, Internacionalización...), los han analizado, obteniendo diferentes justificaciones y distintos resultados. Se ha encontrado que la relación diversificación-resultados

¹⁰ La recientemente publicada norma de actualización de 1996 no afecta al periodo de estudio analizado, 1991-1995. En 1992 se publicó otra Ley de Actualización, pero su aplicación se limita a las empresas del País Vasco.

¹¹ Esta muestra parte del conjunto de empresas utilizadas por ESPITIA (1985), ampliada posteriormente por GINER (1993) y por otros miembros del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Zaragoza.

(tanto de producto como internacional) es positiva¹², no significativa¹³, e incluso negativa¹⁴. La confusión gira en torno a la naturaleza de la relación entre diversificación y resultados (REED y LUFFMAN, 1986). Como indican HOSKISSON, HITT, JOHNSON y MOESEL (1993), no existe una estructura teórica consistente que explique los antecedentes de la diversificación y la relación existente entre ésta y los resultados empresariales. Pero también están contribuyendo a ella los problemas de medida (VENKATRAMAN y GRANT, 1986). Por tanto, como concluyen HOSKISSON y HITT (1990), esta confusión es parcialmente teórica y parcialmente metodológica, siendo ambas inseparables porque los métodos empleados para medir la diversificación están a menudo asociados con una perspectiva teórica específica.

Cuando ambas dimensiones de la diversificación se combinan para su estudio, aumenta su complejidad. Se debe tener en cuenta la interacción existente entre ellas en su efecto sobre los resultados. Por ello, su análisis no puede realizarse únicamente bajo un solo enfoque, sino que es necesario tener en cuenta las aportaciones teóricas y empíricas de las diferentes corrientes que han analizado ambos tipos de diversificación.

Desde la Teoría de los Recursos se considera la diversificación como el resultado de la posesión de capacidad sobrante en recursos que tienen múltiples usos y para los cuales existe una imperfección en el mercado (PETERAF, 1993). Cuanto más amplia sea la variedad de recursos dentro de una empresa, más probabilidades tiene para entrar en nuevos mercados, es decir, de diversificarse (MONTGOMERY y HARIHARAN, 1991) tanto en producto como en áreas geográficas. La realización de diferentes actividades internamente tiene varios beneficios; entre ellos están las economías de escala, alcance y aprendizaje (KOGUT, 1985), la explotación de las relaciones entre segmentos de negocio y áreas geográficas (PORTER, 1987), se comparten habilidades empresariales propias o competencias centrales a través de las unidades de negocio (HAMEL, 1991; PORTER, 1991), y se explotan diferencias en los mercados de factores (PORTER, 1991).

Sin embargo, la Teoría de los Costes de Transacción sugiere que elevados niveles de diversidad incrementan los costes de organización de la empresa (WILLIAMSON, 1985). Si una empresa opta por incorporar un gran número de actividades y participar en diferentes mercados internacionales, estaría dilatando excesivamente su recurso directivo (TALLMAN y LI, 1996). Además, como indican HITT, HOSKISSON y KIM (1997), la coordinación entre diferentes unidades es necesaria para la explotación de sinergias, pero, al mismo tiempo, genera costes de transacción que pueden ser superiores a los beneficios derivados de compartir recursos y explotar las oportunidades de mercado. Por tanto, una excesiva diversificación tanto en producto como en mercado tendrá un efecto negativo sobre los resultados.

Sin embargo, las empresas que sean capaces de encontrar una combinación óptima de ambos tipos de diversificación que les permita transferir la capacidad directiva a través de los productos y los mercados, beneficiarse del aprendizaje organizacional y explotar sinergias, lograrán mejores resultados (HOUT, PORTER y RUDDEN, 1982; SAMBHARYA, 1995). Como indica PARKHE (1991), la consideración simultánea

¹² VERNON, 1971; VAUPEL, 1971; RHOADES, 1973; AGGARWAL, 1979; JOSE, NICHOLS y STEVENS, 1986; GRANT, 1987; DANIELS y BRACKER, 1989; JOHANSSON y YIP, 1994; ROBINS y WIERSEMA, 1995...

¹³ ARNOULD, 1969; BREWER, 1981; GEROSKI, 1982; RUGMAN, 1983; MONTGOMERY, 1985; AGGARWAL y SOENEN, 1987...

¹⁴ AMIT y LIVNAT, 1988; HOSKISSON, HITT, JOHNSON y MOESEL, 1993...

de la diversificación de producto y la internacional es esencial para que las empresas logren una localización óptima de sus recursos.

Por ello, la primera preocupación manifestada en este trabajo es determinar si, para el caso español, las empresas obtienen mayores resultados a través de la diversificación de producto o a través de la diversificación internacional. En varios estudios previos, se ha obtenido que existe una relación inversa o negativa entre ambos tipos de diversificación; es decir, las empresas optan principalmente por un solo tipo de diversificación, ya sea de producto o internacional (BÜHNER, 1987; GRANT, JAMMINE y THOMAS, 1988; SAMBHARYA, 1995; entre otros). Como indica SAMBHARYA (1995), ambas estrategias requieren diferentes tipos de habilidades y son arriesgadas, por lo que «es poco probable que las empresas opten por ambos riesgos simultáneamente» (p. 203). La elección de una sobre otra dependerá de la filosofía de la alta dirección, de la naturaleza de la industria y de las posibles oportunidades. Sin embargo, MADURA y ROSE (1987) obtuvieron en un estudio de cuatro industrias en cuatro países, para un período de 30 años, la preferencia por la estrategia de diversificación internacional. Los beneficios de la diversificación internacional han sido demostrados en trabajos como los de VAUPEL (1971), RUGMAN (1976), GRANT (1987), DANIELS y BRACKER (1989), KIM, HWANG y BURGERS (1993)... mientras que la diversificación de producto, en la mayoría de los casos, se ha mostrado neutral (e incluso negativa) en su relación con los resultados (HOSKISSON y HITT, 1990). Además, autores como MILLER y PRAS (1980), BÜHNER (1987), GRANT, JAMMINE y THOMAS (1988), GERINGER, BEAMISH y DACOSTA (1989), KIM, HWANG y BURGERS (1993), QIAN (1997), etc., llegaron a que la diversificación internacional tiene un impacto mayor y positivo sobre los resultados empresariales.

Por ello, se plantea como primera hipótesis:

HIPÓTESIS 1: La diversificación internacional permite a las empresas de la muestra obtener mejores resultados que la diversificación de producto.

Sin embargo, a su vez, se ha obtenido que la diversificación de producto tiene un papel moderador en la relación diversificación internacional-resultados (KIM, HWANG y BURGERS, 1989; HITT, HOSKISSON y KIM, 1997). Se ha argumentado, a partir de la Teoría de los Recursos, que las estructuras y capacidades desarrolladas para implementar la estrategia de diversificación de producto podrían ayudar a implementar también la diversificación internacional. Es decir, la experiencia obtenida con la diversificación de producto (la teoría de aprendizaje organizacional) puede construir habilidades directivas que permitan una mayor eficiencia directiva en la diversificación internacional: solucionar problemas como los precios de transferencia, conflictos de objetivos, problemas de cooperación... obteniendo una reducción de los costes de transacción. Además, en trabajos previos, se ha puesto de manifiesto que las empresas con un alcance estrecho de diversificación de producto deberían obtener mejores resultados si son capaces de capturar las potenciales sinergias entre sus negocios (RUMELT, 1974; GERINGER, BEAMISH y DACOSTA, 1989). Y, cuando estas empresas están también diversificadas internacionalmente, incrementan la oportunidad de lograr economías de escala y alcance.

Por tanto, basándose en los argumentos previos se propone como hipótesis:

HIPÓTESIS 2: Las empresas españolas con una diversificación de producto moderada y amplia diversificación internacional (es decir, la categoría PG) obtienen mejores resultados que el resto de combinaciones.

4.2. METODOLOGÍA UTILIZADA EN EL ANÁLISIS

La metodología utilizada en la contrastación de las hipótesis corresponde a un análisis similar a los contrastes de diferencias de medias que es ampliamente utilizado en la literatura. Sin embargo, existen ciertas diferencias con las técnicas clásicas que es necesario destacar. En primer lugar, se incorpora al estudio la información histórica de la empresa, tanto para las variables de resultados como para las estratégicas. El objetivo es recoger una mayor información de la actividad de las empresas. En segundo lugar, debido a que las características a través de los sectores difieren y que tienen un efecto sobre las empresas pertenecientes a cada sector, se controlan los efectos del sector. Por último, para evitar los efectos de los diferentes tamaños en los resultados, también se estratifica por tamaño.

Para ello, se plantean las regresiones mínimo cuadráticas ordinarias (MCO) donde se recogen, por una parte, la variable dependiente (la medida de resultados) y, por otra, como variables independientes las variables categóricas de estrategia (de diversificación de producto-internacional) y las variables de control (año, sector y tamaño). Las variables categóricas, de sector y de año son representadas mediante variables ficticias.

A través de estos análisis se trata de establecer una primera aproximación al estado de la relación entre la estrategia de diversificación conjunta y los resultados en las empresas españolas.

5. Relación entre la estrategia de diversificación conjunta y los resultados

Para el contraste de las hipótesis se parte de la clasificación de estrategias de diversificación de producto-internacional establecidas: Poca Diversidad de Producto-Poca Diversidad Internacional (PP), Poca Diversidad de Producto-Gran Diversidad Internacional (PG), Gran Diversidad de Producto-Poca Diversidad Internacional (GP), y Gran Diversidad de Producto-Gran Diversidad Internacional (GG). Se trata de analizar, por una parte, si es la diversificación de producto o la diversificación internacional la que permite a las empresas obtener un mayor valor y, por otra, si existe una combinación de estas estrategias que permite a la empresa obtener un mayor valor de mercado.

Los resultados obtenidos así como sus principales implicaciones son el objeto de este apartado¹⁵. Estos resultados hacen referencia a las diferencias obtenidas entre cada par de categorías, lo que permite determinar no sólo la tendencia existente entre la relación resultados-grado de diversidad, sino también la superioridad o no de cada categoría estratégica comparativamente con el resto (véase cuadro 1).

Este efecto se representa en la figura 3, a través de la contribución marginal de cada categoría al valor de la empresa. Con el objeto de identificar dicho efecto y, por tanto, contrastar la primera hipótesis, se pone cada una de las categorías en función del resto atendiendo a los coeficientes obtenidos del análisis previo. Cada formato de línea (letra) indica la estrategia con la que se compara: punteada (negrita),

¹⁵ Sin embargo, también se presentan los resultados obtenidos al contrastar esta hipótesis para las medidas de resultados contables (véase Anexo 3).

CUADRO 1.—Relación entre la Diversificación de Producto-Internacional y la «q» de Tobin, 1991-95

	PP-PG	PP-GP	PP-GG	PG-GP	PG-GG	GP-GG	R ² aj (%)
q ⁽¹⁾	-0,262***	-0,094	-0,238***	0,167**	0,024	-0,144*	13,76***

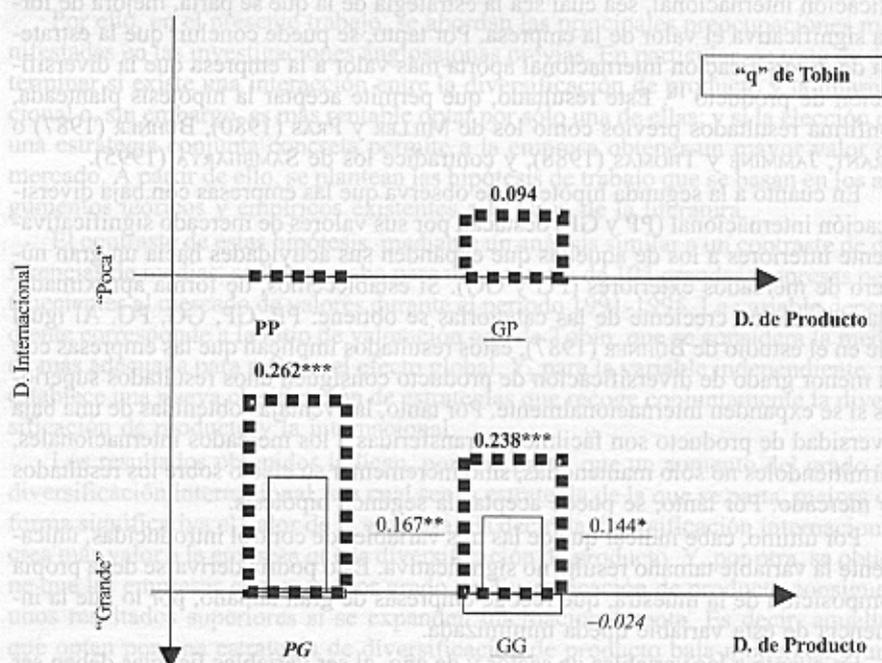
Nota: El valor corresponde al coeficiente obtenido.

¹ Se corrigen los problemas de autocorrelación a través de un MCGE (Mínimo Cuadrático General Estimado), donde el parámetro p se calcula mediante el algoritmo de Prais-Winsten.

(*), (**), (***) Diferencia significativa al 10 por 100, 5 por 100 y 1 por 100, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

FIGURA 3.—Contribución marginal de cada categoría a la ratio «q»



(*), (**), (***) Diferencia significativa al 10 por 100, 5 por 100 y 1 por 100, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

cuando se pone en relación con la estrategia de PP; continua fina (subrayada), con la de GP; y continua gruesa (cursiva), con la de PG.

En primer lugar, se analiza el efecto de la estrategia de diversificación de producto sobre el valor de mercado. Para ello, se parte de una situación de poca diversidad internacional. Si las empresas que presentan una poca diversidad de producto (PP) optan por aumentar su diversificación (pasa a GP), el valor de mercado mejora pero de forma no significativa (0,094—línea punteada/letra negrita). Si se estudia este efecto cuando el grado de diversidad internacional es grande, es decir, se parte de PG, y

se aumenta el grado de diversificación de producto (pasa a GG), se observa una disminución en el valor de la empresa (-0,024-línea continua gruesa/letra cursiva).

En segundo lugar, se realiza la misma interpretación pero para la estrategia de diversificación internacional. Se parte de una situación de poca diversificación de producto. Si las empresas que presentan una poca diversidad internacional (PP) optan por aumentar su grado de internacionalización (pasa a PG), el valor de mercado es significativamente superior (0,262***-línea punteada/letra negrita). Si se estudia este efecto cuando el grado de diversidad de producto es grande, es decir, se parte de GP, y se aumenta el grado de diversificación de mercado (pasa a GG), se observa también una mejoría estadísticamente significativa (0,144*-línea continua fina/letra subrayada). El resto de valores se interpretan de igual forma.

A partir de estos razonamientos se obtiene que un aumento del grado de diversificación internacional, sea cual sea la estrategia de la que se parta, mejora de forma significativa el valor de la empresa. Por tanto, se puede concluir que la estrategia de diversificación internacional aporta más valor a la empresa que la diversificación de producto¹⁶. Este resultado, que permite aceptar la hipótesis planteada, confirma resultados previos como los de MILLER y PRAS (1980), BÜHNER (1987) o GRANT, JAMMINE y THOMAS (1988), y contradice los de SAMBHARYA (1995).

En cuanto a la segunda hipótesis, se observa que las empresas con baja diversificación internacional (PP y GP) destacan por sus valores de mercado significativamente inferiores a los de aquellas que expanden sus actividades hacia un gran número de mercados exteriores (PG y GG). Si establecemos, de forma aproximada, una ordenación creciente de las categorías se obtiene: PP, GP, GG, PG. Al igual que en el estudio de BÜHNER (1987), estos resultados implican que las empresas con un menor grado de diversificación de producto consiguen unos resultados superiores si se expanden internacionalmente. Por tanto, las ventajas obtenidas de una baja diversidad de producto son fácilmente transferidas a los mercados internacionales, permitiéndoles no sólo mantenerlas, sino incrementar su efecto sobre los resultados de mercado. Por tanto, se puede aceptar la segunda hipótesis.

Por último, cabe indicar que de las tres variables de control introducidas, únicamente la variable tamaño resulta no significativa. Esto podría derivarse de la propia composición de la muestra, que recoge empresas de gran tamaño, por lo que la influencia de esta variable queda minimizada.

En cuanto a las variables de sector y de año, al ser variables ficticias deben ser analizadas con referencia a una de ellas que queda fuera del modelo. Para el estudio sectorial, ésta corresponde al sector Transformador de Metales y para la variable temporal, el año de referencia es el 1992. Los resultados indican que existen diferencias sectoriales excepto para el caso de las empresas de transporte y comunicaciones, cuyo coeficiente es no significativo. El resto de coeficientes son significativos con un p-valor inferior al 5 por 100¹⁷ y negativos en todos los sectores salvo el de las empresas inmobiliarias. Con respecto a la evolución temporal se obtiene que

¹⁶ Para la estrategia de diversificación de producto la única relación significativamente positiva sería el paso de una estrategia de PP a una de GG. Sin embargo, el coeficiente en este caso (0,238***-punteada/negrita) es inferior al obtenido cuando se mantiene el grado de internacionalización pero presenta una poca diversificación de producto (PG; 0,262***-punteada/negrita).

¹⁷ Excepto para el caso de las empresas de la construcción cuyo coeficiente es significativo con un p-valor igual a 7,51 por 100.

todos los coeficientes son positivos y significativos (p -valor < 1 por 100) y decrecen a medida que pasan los años.

6. Conclusiones

La relación entre las estrategias de diversificación y los resultados corporativos ha sido motivo de estudio de un gran número de investigadores. Los trabajos iniciales se centran únicamente en la estrategia de diversificación de producto; posteriormente, se introducen en el análisis las estrategias de diversificación internacional; y recientemente, ha surgido la preocupación por analizar ambas conjuntamente. Sin embargo, el número de investigaciones centradas en el estudio conjunto ha sido escaso, más aún en nuestro país.

Por ello, en el presente trabajo, se abordan las principales preocupaciones manifestadas en las investigaciones anglosajonas previas. En particular, se trata de determinar si existe una interacción entre la diversificación de producto y la internacional o, sin embargo, es más rentable optar por sólo una de ellas; y si la elección de una estrategia conjunta concreta permite a la empresa obtener un mayor valor de mercado. A partir de ello, se plantean las hipótesis de trabajo que se basan en los argumentos teóricos y empíricos existentes a lo largo de la literatura.

El contraste de estas hipótesis, mediante un análisis similar a un contraste de diferencias de medias, se lleva a cabo para una muestra de 103 grandes empresas pertenecientes al mercado de valores durante el período 1991-1995. La variable dependiente corresponde a la ratio de valoración « q » de Tobin, que se considera la medida más adecuada para reflejar el efecto global. Y, para la variable independiente, se establece una nueva clasificación de estrategias que recoge conjuntamente la diversificación de producto y la internacional.

Los resultados obtenidos indican, por una parte, que un aumento del grado de diversificación internacional, sea cual sea la estrategia de la que se parta, mejora de forma significativa el valor de la empresa. Es decir, la diversificación internacional crea más valor a la empresa que la diversificación de producto. Y, por otra, se obtiene que las empresas con un menor grado de diversificación de producto consiguen unos resultados superiores si se expanden internacionalmente. Es decir, aquellas que optan por una estrategia de diversificación de producto baja-moderada y una gran diversificación internacional obtienen un mejor valor de mercado. Esto implicaría que las ventajas obtenidas de una baja diversidad de producto son fácilmente transferidas a los mercados internacionales, permitiéndoles no sólo mantenerlas, sino incrementar su efecto sobre los resultados de mercado.

Estas conclusiones, similares a las obtenidas por algunos estudios previos, permiten acercarnos al estado de la cuestión en el caso español, y podrían servir como puntos de referencia a las empresas que deseen optar por estrategias de crecimiento.

Anexo 1: Concepto y medición de las estrategias de diversificación

ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTO (VARADARAJAN, 1986)

VARADARAJAN (1986) establece la clasificación de cuatro tipos de estrategias de diversificación de producto (definidas anteriormente en la figura 1) a partir de la definición de dos dimensiones basadas en los códigos SIC, el espectro amplio de diversificación (BSD) y el espectro estrecho medio de diversificación (MNSD). El BSD se refiere a la expansión en una industria diferente definida mediante dos códigos SIC. El MNSD refleja la expansión fuera de la industria medida a cuatro dígitos SIC, pero dentro de la industria a dos dígitos; concretamente, es el número medio de industrias a cuatro dígitos por industria de dos dígitos. La adscripción a cada una de las estrategias definidas se establece en función de si están por encima (o por debajo) de las medias muestrales (que corresponden a los puntos de corte) de la correspondiente dimensión¹⁸.

ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN INTERNACIONAL (RAMÍREZ, 1997)

Esta nueva medida se basa en la metodología establecida por VARADARAJAN (1986), para la diversificación de producto. Aunque en ambas se recogen conceptos diferentes (actividades de la empresa frente a mercados donde está presente), el nivel de especificidad en ambos casos es el mismo. En la diversificación internacional el área geográfica equivaldría al grupo de la clasificación SIC en la diversificación de producto (definido por los dos primeros dígitos) y hace referencia al mercado genérico de destino de las actividades de la empresa; y el país, que correspondería al subgrupo (definido por los dos siguientes dígitos que especifican más la actividad), al mercado específico. Esto requiere clasificar el mercado mundial en diferentes regiones o áreas geográficas, de forma que se mantenga la homogeneidad dentro de cada grupo y la heterogeneidad entre ellos. El criterio seguido se basa en las condiciones políticas y económicas vigentes de cada país durante el período de estudio. Por tanto, las seis áreas definidas corresponden a: Unión Europea, Estados Unidos, resto de países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico¹⁹, Latinoamérica, paraísos fiscales²⁰ y resto del mundo. Esta distribución por zonas geográficas ha sido utilizada por la Dirección General de Economía Internacional y Transacciones Exteriores (p.e. DGEITE, 1996) y autores como MORÁN (1994) o DURÁN (1994)²¹.

La tipología de estrategias establecida por VARADARAJAN (1986) para la diversificación de producto se mantiene, por tanto, para la diversificación internacional, tal y como quedaba representada en la figura 1. El proceso de identificación de cada

¹⁸ Con el objeto de establecer comparaciones se opta por tomar como punto crítico el obtenido para el año 1995.

¹⁹ Aunque México en el año 1994 se incorpora a la OCDE, se excluye de esta área y se incluye dentro de los países latinoamericanos, con los que presenta una mayor semejanza económica y política.

²⁰ Los países incluidos dentro del área Paraísos Fiscales son aquellos considerados como tales según el RD 1080/1991, de 5 de julio.

²¹ En estas investigaciones también se considera como área Japón; sin embargo, no ha sido lugar de destino de ninguna de las empresas de la muestra durante el período analizado.

una de estas estrategias se basa en la metodología original: el espectro amplio de diversificación (BSD) y el espectro estrecho medio de diversificación (MNSD). El BSD internacional (BSDI) se refiere a la expansión en diferentes áreas geográficas. El MNSD internacional (MNSDI) recoge la expansión fuera del país, pero dentro del área geográfica a la que pertenece; concretamente, es el número medio de países en los que está presente la empresa por área geográfica. Al igual que en el caso de la diversificación de producto, los valores críticos o puntos de corte, que determinan cada estrategia, corresponden a la media muestral de cada una de las dimensiones ²².

Los dos principales motivos de su utilización son los siguientes: 1) Se ha demostrado que las categorías estratégicas propuestas para la diversificación internacional son un posible sustituto del índice de Diversificación de Mercado Global (GMD), y además recogen una mayor información ²³. 2) Es una medida objetiva, de cálculo sencillo y no requiere de excesiva información detallada por segmento de actividad y mercado, lo que permite siempre su aplicación.

Anexo 2: Comprobación de las nuevas categorías de DPI

Con el objeto de determinar si la agrupación de las categorías de DP y DI siguen recogiendo el diferente grado de diversificación se realiza un análisis de la varianza (ANOVA) que permite determinar si existen diferencias significativas entre ellas y si se mantiene la ordenación establecida (cuadro 2). Los resultados confirman esas diferencias de forma significativa y se obtiene que las estrategias de PDP y PDI tienen un menor grado de diversificación que las categorías GDP y GDI, respectivamente.

Demostrado lo anterior, se analiza que los cuatro grupos establecidos, es decir, las categorías simplificadas de DPI, sean heterogéneos entre sí. Para ello, se realiza un análisis de la varianza multivariante (MANOVA). Los resultados de los diferentes tests multivariantes (PILLAI, HOTELLINGS y WILKS ²⁴) llevan a rechazar la hipótesis nula de no existencia de diferencias entre cada uno de los grupos. Cuando se rechaza esta hipótesis, es más adecuado examinar los resultados de los tests univariantes para cada una de las dimensiones (es decir, para BSD y BSDI) ya que nos permite identificar dónde se dan estas diferencias, es decir, qué variables contribuyen a explicar estas diferencias. Nuevamente, se obtiene que se rechazan, para ambos casos, la hipótesis nula para un nivel de significatividad del 99 por 100. Por tanto, se observan diferencias significativas entre las cuatro categorías establecidas (véase cuadro 3).

²² Véase nota 18.

²³ Los análisis estadísticos que se realizaron permitieron demostrar que esta metodología era tan adecuada para recoger el grado de diversificación internacional como el índice de diversificación de mercado global (GMD). Sin embargo, permite, además, reflejar la dirección que toman las empresas en su expansión internacional (para más información véase RAMÍREZ, 1997).

²⁴ La lambda de Wilks puede ser interpretada como una medida de la proporción de la variabilidad total no explicada por las diferencias de los grupos.

CUADRO 2.—Diferencias entre las categorías PDI y PDP: ANOVA

BSDI	BSDI ₁₉₉₁	BSDI ₁₉₉₂	BSDI ₁₉₉₃	BSDI ₁₉₉₄	BSDI ₁₉₉₅
	Valor medio del BSDI				
Bajo BSDI (PDI) ¹	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Alto BSDI (GDI) ²	3.242	3.105	3.077	2.974	3.1026
Ratio F	189,65***	174,33***	225,74***	180,10***	187,88***
BSD	BSD ₁₉₉₁	BSD ₁₉₉₂	BSD ₁₉₉₃	BSD ₁₉₉₄	BSD ₁₉₉₅
	Valor medio del BSD				
Bajo BSD (PDP) ³	1.753	1.767	1.840	1.794	1.779
Alto BSD (GDP) ⁴	5.900	5.933	6.179	5.886	6.000
Ratio F	236,30***	223,32***	203,81***	185,47***	177,90***

¹ Corresponde a las categorías de PP y GP. ² PG y GG. ³ PP y PG. ⁴ GP y GG.

*** Nivel de significatividad inferior al 1 por 100.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO 3.—Resultados de los Test Multivariantes y de los F-test Univariantes

	Test Multivariantes						F-test Univariantes	
	PILLAIS		HOTELLINGS		WILKS		BSD (F)	BSDI (F)
	Valor	F aprox.	Valor	F aprox.	Valor	F aprox.		
1991	1.260	56,13***	4.514	72,98***	0,114	64,22***	88,73***	63,33***
1992	1.225	54,37***	4.513	72,96***	0,116	63,25***	83,45***	63,10***
1993	1.262	56,44***	4.526	73,17***	0,113	64,48***	72,52***	78,81***
1994	1.222	51,85***	3.476	56,19***	0,142	54,00***	64,32***	59,21***
1995	1.236	53,38***	3.502	56,62***	0,139	55,00***	62,27***	61,48***

*** Nivel de significatividad inferior al 1 por 100.

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 3: Relación diversificación de producto-internacional y los resultados contables, 1991-1995

La medida de mercado utilizada («q» de Tobin), aunque refleja la relación rentabilidad-riesgo y el coste de oportunidad, no ofrece información sobre los recursos invertidos en el período. Por ello, aunque ha sido elegida como la medida que refleja mejor el efecto global, se presentan en este apartado los mismos análisis pero para dos medidas contables, la rentabilidad de los activos de explotación (RAE)²⁵

²⁵ Rentabilidad de los Activos de Explotación: $RAE = \frac{\text{Beneficios de los Activos de Explotación}}{\text{Activos de Explotación}}$

y su desviación típica (σ_{RAE} ; como medida de riesgo). Los resultados obtenidos quedan recogidos en el cuadro 4.

CUADRO 4.—*Relación entre la diversificación de producto-internacional y los resultados contables, 1991-95*

	PP-PG	PP-GP	PP-GG	PG-GP	PG-GG	GP-GG	R ² aj (%)
RAE ⁽¹⁾	-0,048	0,091**	0,050	0,139**	0,098**	-0,042	5,82***
σ_{RAE}	-0,036	0,039	0,059	0,074	0,095**	0,020	11,27***

Nota: El valor corresponde al coeficiente obtenido.

¹ Se corrigen los problemas de autocorrelación a través de un MCGE (Mínimo Cuadrático General Estimado), donde el parámetro ρ se calcula mediante el algoritmo de Prais-Winsten.

(**), (***) Diferencia significativa al 5 por 100 y 1 por 100 respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Cuando se analiza la RAE, se observa que las empresas con poca diversidad de producto y ampliamente internacionalizadas (PG) obtienen un mayor valor (significativo) de esta ratio que las empresas con gran diversidad de producto, ya sean con poca o gran expansión internacional (GP, GG). Y los resultados de las empresas con una estrategia baja en ambas dimensiones (PP) son significativamente superiores a los obtenidos por aquellas que, con un bajo compromiso internacional, desarrollan un gran número de actividades diferentes (GP). Si se analizan todos los resultados, se puede establecer la siguiente ordenación: GP, GG, PP, PG. Por tanto, son las empresas poco diversificadas en producto las que presentan una mayor rentabilidad de sus activos de explotación, y en especial, aquellas que se han expandido internacionalmente. Este tipo de empresas pueden explotar las ventajas derivadas de la especialización en los mercados exteriores, permitiéndoles alcanzar mayores beneficios. Resultado similar al obtenido por BÜHNER (1987).

Cuando se tiene en cuenta el riesgo (σ_{RAE}), esta ordenación se mantiene. Es decir, son las empresas incluidas en la categoría PG las más arriesgadas. Sin embargo, esta mayor dispersión sólo es significativamente superior a la obtenida por las empresas con gran diversidad en ambas dimensiones (GG).

De igual forma que cuando se estudiaba la ratio de valoración, se representan gráficamente y se analiza brevemente las contribuciones marginales de cada categoría a la RAE (véase figura 4) y al σ_{RAE} (véase figura 5). Cada formato de línea (letra) indica la estrategia con la que se compara: punteada (negrita), cuando se pone en relación con la estrategia de PP; continua fina (subrayada), con la de GP; y continua gruesa (cursiva), con la de PG.

Los resultados obtenidos a partir del estudio de la RAE indican que, sea cual sea el grado de diversificación internacional, un aumento de la diversificación de producto implica una disminución estadísticamente significativa en la RAE. Por el contrario, el efecto de un aumento del grado de internacionalización es positivo, aunque no de forma significativa.

Los efectos de la diversificación de producto sobre el riesgo son similares. Sea cual sea el grado de internacionalización, un aumento del número de actividades que desarrollan conlleva una disminución en el riesgo; siendo sólo estadísticamente

FIGURA 4.—Contribución marginal de cada categoría al RAE

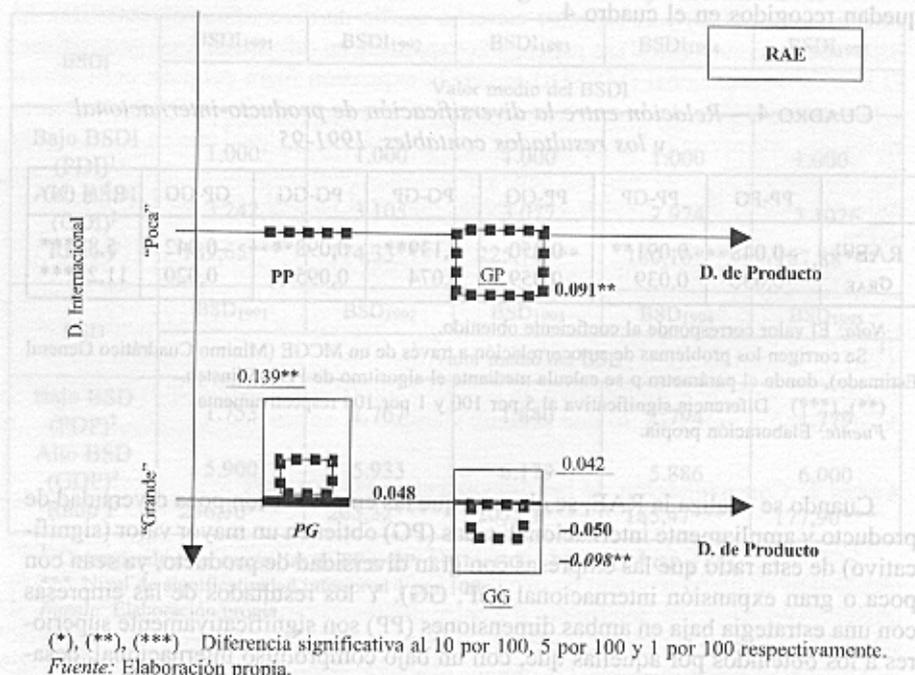
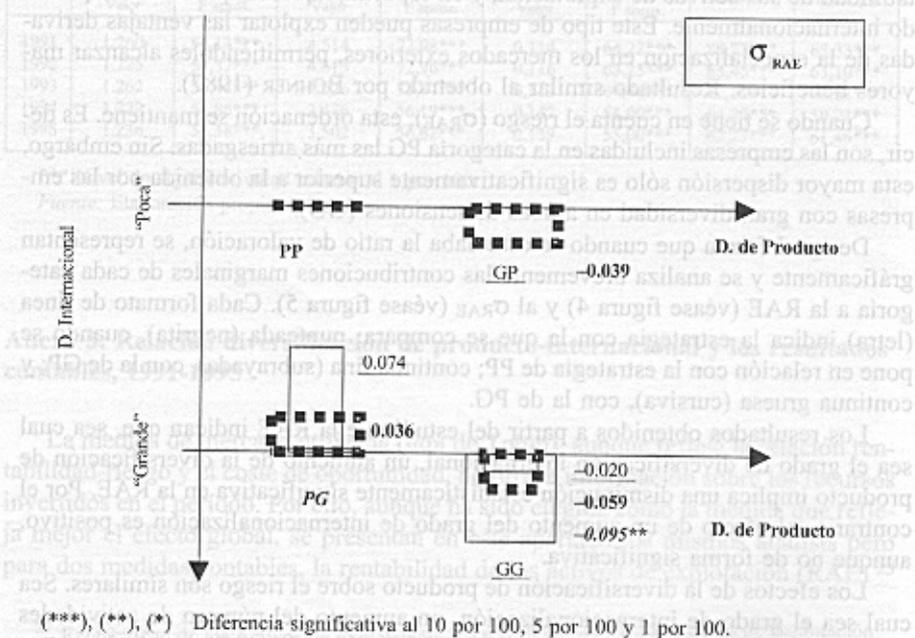


FIGURA 5.—Contribución marginal de cada categoría al σ_{RAE}



significativo este efecto cuando se parte de una gran diversificación internacional. El efecto obtenido cuando se incrementa el grado de internacionalización, aunque de forma no significativa, depende de la situación de partida. Si se parte de la situación PP, el impacto es positivo; si se parte de GP, el efecto es negativo.

En definitiva, se observa que para la variable RAE, un incremento en el grado de diversidad de producto tiene un efecto negativo en los resultados. El efecto de la diversificación internacional, por el contrario, es positivo pero no de forma significativa.

Si se tiene en cuenta la variable de riesgo, sólo tiene un efecto significativamente negativo cuando se parte de una situación de gran internacionalización.

Bibliografía

- AGGARWAL, R., y SOENEN, L. A. (1987): «Changing benefits of international diversification of real assets», *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, vol. 34, núms. 11-12, pp. 1103-1112.
- AGGARWAL, R. (1979): «Multinationality and stock market valuation: An empirical study of U.S. markets and companies», *Management International Review*, vol. 29, mayo, pp. 5-21.
- AMIT, R., y LIVNAT, J. (1988): «Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance», *Strategic Management Journal*, vol. 9, núm. 2, pp. 99-110.
- ARNOLD, R. J. (1969): «Conglomerate growth and public policy», en GORDON, L. (ed.): *Economics of Conglomerate Growth*, Department of Agricultural Economics, Corvallis, Oregon State University.
- BREWER, H. L. (1981): «Investors benefits from corporate international diversification», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 16, núm. 1, pp. 113-126.
- BÖHNER, R. (1987): «Assessing international diversification on West German corporations», *Strategic Management Journal*, vol. 8, pp. 25-37.
- DANIELS, J. D., y BRACKER, J. (1989): «Profit performance. Do foreign operations make a difference?», *Management International Review*, vol. 29, núm. 1, pp. 46-56.
- DGEITE (1996): «Evolución de las inversiones exteriores durante 1995», *Boletín ICE Económico*, núm. 2494, pp. 9-21.
- DIRÁN, J. J. (1994): «Factores de competitividad en los procesos de internacionalización de la empresa», *Información Comercial Española*, núm. 735, noviembre, pp. 21-41.
- ESPIÑA, M. (1985): *Aplicaciones microeconómicas de la «q» de Tobin*, tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.
- GERINGER, J.; BEAMISH, P., y DA COSTA, R. (1989): «Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance», *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 109-119.
- GEROSKI, P. (1982): «Simultaneous equation models of the Structure-Performance Paradigm», *European Economic Review*, vol. 19, núm. 1, pp. 145-158.
- GINER, E. (1993): *Ensayos sobre inversión y financiación de la empresa española: 1963-1988*, tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.
- GRANT, R. (1987): «Multinationality and performance among British manufacturing companies», *Journal of International Business Studies*, vol. 18, núm. 3, pp. 79-89.
- GRANT, R.; JAMMINE, A., y THOMAS, H. (1988): «Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies (1972-1984)», *Academy of Management Journal*, vol. 31, pp. 771-801.
- HAMEL, G. (1991): «Competition for competence and inter-partner learning within international strategic alliances», *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 83-103.

- HITT, M.; HOSKISSON, R., y KIM, H. (1997): «International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms», *Academy of Management Journal*, vol. 40, núm. 4, pp. 767-98.
- HOSKISSON, R., y HITT, M. (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.; HITT, M.; JOHNSON, R., y MOESSEL, D. (1993): «Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy», *Strategic Management Journal*, vol. 14, núm. 3, pp. 215-235.
- HOUT, T.; PORTER, M., y RUDDEN, E. (1982): «How global companies win out», *Harvard Business Review*, septiembre-octubre.
- JOHANSSON, J., y YIP, G. (1994): «Exploiting globalization potential: U.S. and Japanese Strategies», *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 579-601.
- JOSE, M.; NICHOLS, L., y STEVENS, J. (1986): «Contributions of diversification, promotion, and R&D to the value of multiproduct firms: a Tobin's q approach», *Financial Management*, vol. 15, núm. 4, invierno, pp. 33-81.
- KIM, W.; HWANG, P., y BURGERS, W. (1989): «Global diversification strategy and corporate performance», *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 45-57.
- KIM, W.; HWANG, P., y BURGERS, W. (1993): «Multinational's diversification and risk-return tradeoff», *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp. 275-286.
- KOGUT, B. (1985): «Designing global strategies: Comparative and competitive value added chains», part I, *Sloan Management Review*, vol. 27, pp. 15-28.
- LANG, L., y STULZ, R. (1994): «Tobin's q, corporate diversification and firm performance», *Journal of Political Economy*, vol. 102, núm. 6, pp. 1248-1280.
- LINDENBERG, E., y ROSS, S. (1981): «Tobin's q ratio and Industrial Organization», *Journal of Business*, vol. 54, núm. 1, pp. 1-32.
- MADIRA, J., y ROSE, C. (1987): «Are product specialization and international diversification strategies compatible?», *Management International Review*, vol. 27, núm. 3, pp. 38-44.
- MILLER, J., y PRAS, B. (1980): «The effects of multinational and export diversification on the profit stability of U.S. corporations», *Southern Economic Journal*, vol. 46, núm. 3, pp. 792-805.
- MONTGOMERY, C. (1985): «Product-market diversification and market power», *Academy of Management Journal*, vol. 28, núm. 4, pp. 789-798.
- MONTGOMERY, C., y HARIHARAN, S. (1991): «Diversified expansion by large establishes firms», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 15, núm. 1, pp. 71-89.
- MORÁN, M. (1994): «La inversión directa española en el exterior», *Economistas*, núm. 62, pp. 11-16.
- PARKHE, A. (1991): «International Portfolio Analysis: A new model», *Management International Review*, vol. 31, núm. 4, pp. 365-379.
- PETERAF, M. (1993): «The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view», *Strategic Management Journal*, vol. 14, núm. 3, pp. 179-191.
- PORTER, M. (1987): *Ventaja Competitiva*, CECOSA, México. Traducido de *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*, Free Press, Nueva York, 1985.
- PORTER, M. (1991): *La ventaja competitiva de las naciones*, Plaza & Janés Editores, S.A., 1.^a edición. Traducido de: *The Competitive Advantage of Nations*, Free Press, Nueva York, 1990.
- QIAN, G. (1997): «Assessing product-market diversification of US firms», *Management International Review*, vol. 37, núm. 2, pp. 127-149.
- RAMÍREZ, M. (1997): *Análisis del comportamiento estratégico de las empresas españolas: Aplicación a la diversificación internacional y de producto, 1991-1995*, tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.

- REED, R., y LUTTMAN, G. (1986): «Diversification: the growing confusion», *Strategic Management Journal*, vol. 7, pp. 29-35.
- RHOADES, S. (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., y WIERSEMA, M. (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.
- RUGMAN, A. (1976): «Risk reduction by international diversification», *Journal of International Studies*, vol. 7, pp. 75-80.
- RUGMAN, A. (1983): «The comparative performance of U.S. and European multinational enterprises, 1970-79», *Management International Review*, vol. 23, núm. 2, pp. 4-14.
- RUMELT, R. (1974): *Strategy, structure and economic performance*, Harvard University Press, Boston.
- SAMBIHARYA, R. (1995): «The combined effect of international diversification and product diversification strategies on the performance of U.S.-based multinational corporations», *Management International Review*, vol. 35, pp. 197-218.
- TALLMAN, S., y LI, J. (1996): «Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms», *Academy of Management Journal*, vol. 39, núm. 1, pp. 179-196.
- VACILANI, S. (1991): «Distinguishing between related and unrelated international geographic diversification: A comprehensive measure of global diversification», *Journal of International Business Studies*, vol. 22, núm. 2, pp. 307-322.
- VARADARAJAN, P. (1986): «Product diversity and firm performance: An empirical investigation», *Journal of Marketing*, vol. 50, núm. 3, pp. 43-57.
- VARADARAJAN, P., y RAMANUJAM, V. (1987): «Diversification and performance: A reexamination using a new two-dimensional conceptualization of diversity in firms», *Academy of Management Journal*, vol. 30, núm. 2, pp. 380-393.
- VAUPEL, J. (1971): «Characteristics and Motivations of the U.S. Corporations which manufacture abroad», recogido en DUNNING, J. (1973): *The determinants of International production*, Oxford Economic Papers, vol. 25, noviembre, pp. 289-336.
- VENKATRAMAN, N., y GRANT, J. (1986): «Construct measurement in organizational strategy research: a critique and proposal», *Academy of Management Review*, vol. 11, núm. 1, pp. 71-87.
- VERNON, R. (1971): *Sovereignty at Bay: The multinational spread of US enterprises*, Basic Books, Nueva York.
- WERNERFELT, B., y MONTGOMERY, C. (1988): «Tobin's q and the importance of focus in firm performance», *American Economic Review*, vol. 78, núm. 1, pp. 246-250.
- WILLIAMSON, O. (1985): *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, Nueva York.