

LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN EMPRESARIAL Y LOS RESULTADOS EN EL SECTOR DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

María Gracia García Soto
Francisca Rosa Álamo Vera

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo es analizar la importancia de la estrategia de diversificación seguida por las cajas de ahorros españolas. Concretamente, se analiza la relación entre el grado de diversificación de las entidades -mediante la utilización de medidas continuas y categóricas- y los resultados tanto financieros como estratégicos. Los análisis realizados muestran que las entidades con mejores resultados son las más diversificadas, así como como aquellas que llevan a cabo una diversificación no relacionada/alta.

PALABRAS CLAVE: estrategia de diversificación, resultados empresariales.

ABSTRACT

This research work aims to analysing the importance of the diversification strategy implemented by the Spanish savings banks. More specifically, the relation between firm's diversification degree and financial and strategic performance is studied. Result show that the best performed firms are the most diversified, as well as those that have carried out a non-related/high diversification.

KEY WORDS: diversification strategy, firm performance.

1. INTRODUCCIÓN

Los profundos cambios que se han producido en el marco económico y financiero internacional, que se han traducido en un fuerte incremento de la competencia y en una reducción de los márgenes de intermediación, junto a la tendencia a la baja de los tipos de interés, han producido que el sector bancario se encuentre en una fase de poco crecimiento; en consecuencia, las entidades de depósito españolas están adaptando sus estrategias a estos nuevos condicionantes del entorno, abriendo cada vez más su ámbito de actuación interviniendo en nuevas operaciones como las participaciones industriales o la expansión hacia otras zonas geográficas, con el fin de canalizar la liquidez sobrante y encontrar nuevas fuentes de ingresos que sustituyan a las derivadas de la pura intermediación financiera (Liso *et al.*, 1999), siendo esta situación no muy distinta a lo que ya ha sucedido en otros países desarrollados (Saéz y Martín, 2000). El papel desarrollado en la actividad industrial por las entidades de crédito en España ha sido y es muy activo (Nieto y Serna, 2001); efectivamente, una manifestación de este destacado papel es la participación accionarial en el capital de las empresas tanto por parte de los bancos como por las cajas de ahorros, siendo la participación de estas últimas un fenómeno más reciente surgido desde los primeros años noventa hasta la actualidad (Cals, 1998). Ante este hecho, y teniendo en cuenta que la mayor parte de las investigaciones ha centrado su discusión en las consecuencias que tiene para las empresas la presencia de entidades financieras en su capital, se ha considerado oportuno el análisis de la repercusión que

tiene para las entidades de crédito, en concreto para las cajas de ahorros españolas, el hecho de participar en el capital de otras empresas.

Tal y como señala Cuervo (1991b), las razones que explican la participación activa de la banca en la empresa son: (a) la asimetría de información y explotación de las potenciales externalidades que surgen de la relación entre el banco y la empresa; dada la incompleta información unida a las operaciones de préstamo, participar en el capital posibilita la participación en una fuente de información complementaria a la actividad crediticia y, por tanto, hace posible una más correcta evaluación del riesgo; (b) la función del banco como accionista activo, puesto que reduce los efectos negativos de la discrecionalidad de los directivos, evitando la posibilidad de que los directivos apliquen políticas de alto riesgo; (c) el apoyo al negocio bancario, es decir, a la creación de un mercado, en parte, cautivo para el banco, es decir, la entidad financiera puede extraer rentas y beneficios privados aprovechando su posición como gran accionista; o (d) el apoyo profesional a las empresas por parte de la banca. Además, la adquisición de participaciones industriales puede contemplarse dentro de una estrategia de diversificación de riesgos de la entidad de crédito, que permite estabilizar beneficios por medio de la diversificación de activos (Nieto y Serna, 2001).

En este contexto, el presente trabajo de investigación pretende dar respuesta a la siguiente pregunta: *¿influye la estrategia de diversificación en los resultados empresariales?* Guiadas por esta cuestión, en los párrafos que siguen se presenta un marco teórico donde se aborda el estudio de la estrategia de diversificación empresarial y de la relación entre dicha estrategia y los resultados empresariales. Posteriormente, se describe el marco del trabajo de campo y se presenta la metodología de investigación empleada así como los resultados alcanzados en el trabajo empírico. Finalmente, se cierra el artículo con las principales conclusiones, limitaciones e implicaciones del estudio, además de proponer algunas recomendaciones para trabajos futuros.

2. LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN

La estrategia corporativa ha sido un tema central de estudio en dirección estratégica desde finales de los años cincuenta, y en particular la estrategia de diversificación empresarial, aunque, en realidad, tiene una rica tradición en diferentes campos (Grant, 2002). Como señalan Ramanujam y Varadarajan (1989), como tema de investigación ha sido examinado por historiadores de la empresa como Chandler (1962) o Didrichsen (1972); por economistas como Gort (1962), Markham (1973), Berry (1975) o Mueller (1979); por investigadores en el área de finanzas como Reid (1968) o Weston y Mansinghka (1971); en leyes como Davidson (1981, 1985, 1986); en marketing como Levitt (1975) o Capon *et al.* (1988); destacando en el campo de la dirección estratégica el profesor Ansoff con sus trabajos sobre diversificación en los años 1957 y 1958. Este carácter multidisciplinario ha seguido hasta nuestros días, siendo estudiada por autores como Amit *et al.* (1991) y Aitken *et al.* (1997) en el área de contabilidad; por Merino y Rodríguez (1997) en el área de economía; por Amihud y Lev (1999) y Denis *et al.* (1997, 1999) en finanzas; y por Hoskisson y Hitt (1990), Datta *et al.* (1991), Montgomery (1994), Palich *et al.* (2000) y Khanna y Palepu (2000ab) en dirección estratégica, entre otros.

Pero a pesar de la profundidad de su alcance, tanto desde un punto de vista teórico como empírico esta área de estudio ha sido descrita como inconsistente debido a una carencia total de consenso para caracterizarla (Ramanujam y Varadarajan, 1989; Hoskisson y Hitt, 1990; Ramaswamy, 1992; Palich *et al.*, 2000). En este sentido, muchos son los autores que han intentado clasificar la literatura sobre diversificación corporativa. Uno de los primeros marcos conceptuales ha sido el propuesto por Ramanujam y Varadarajan (1989), que recoge tanto los principales estudios conceptuales y empíricos realizados sobre este tema como aquellos dedicados a

describir y detallar fenómenos relevantes de la estrategia de diversificación tales como los motivos para diversificar (*e.g.*, Penrose, 1959), la dirección hacia la cual diversificar (*e.g.*, Palepu, 1985; Varadarajan y Ramanujam, 1987) y la elección del modo de diversificar (*e.g.*, Parsons, 1984; Jensen, 1984), además de los estudios que relacionan los temas anteriores entre sí o con el rendimiento de la empresa (*e.g.*, Grant *et al.*, 1988). Posteriormente, Hoskisson y Hitt (1990) elaboran un modelo general para cubrir la necesidad de una teoría unificada o marco conceptual que facilite la comprensión de la investigación previa sobre los antecedentes y los resultados de la diversificación, integrando tres perspectivas teóricas: la teoría económica, los incentivos externos e internos y la teoría de la agencia.

Recientemente, Grant (2002), en su trabajo titulado «Corporate strategy: managing scope and strategy content», presenta una revisión exhaustiva de las principales líneas y áreas de investigación que se han desarrollado sobre el tema de la estrategia corporativa en las últimas décadas, adoptando una importancia destacable los trabajos sobre diversificación empresarial y otros temas relacionados directamente con ella. Tal y como señala este autor, el estudio de estas líneas y áreas de investigación que sobre el tema de la estrategia corporativa y, en concreto, sobre la diversificación se han desarrollado en los últimos veinte años, ha sido fruto de las aportaciones teóricas realizadas desde la teoría de los costes de transacción hasta la teoría de los recursos de la empresa, junto con las grandes contribuciones de la teoría de la agencia y la teoría financiera moderna. En este sentido, entre las aportaciones decisivas de cada una de estas teorías, la hipótesis subyacente de la organización industrial es que participar en más de un negocio permite a las empresas aumentar su poder de mercado en cada uno de ellos (Grant, 2002), mientras que para la teoría de los costes de transacción el motivo para la diversificación se encuentra en las imperfecciones del mercado, argumentando que los costes organizativos que se dan en una empresa diversificada y divisionalizada son menores que los de una empresa especializada (Suárez, 1993).

Por otra parte, desde la dirección estratégica, la diversificación empresarial se justifica, fundamentalmente, tanto por la posible obtención de sinergias entre negocios (*e.g.*, Rumelt, 1974, 1982; Steiner, 1975; Salter y Weinhold, 1979; Teece, 1980; Palepu, 1985) como por la reducción del riesgo que se puede producir al invertir los recursos de la empresa en actividades distintas (*e.g.*, Salter y Weinhold, 1979). En esta línea, la teoría de los recursos de la empresa, teoría que complementa el análisis estratégico tradicional y que ha sido ampliamente utilizada en la investigación sobre la estrategia de diversificación (Rumelt *et al.*, 1991), argumenta que la justificación de este tipo de estrategia se encuentra en compartir recursos y capacidades estratégicos entre los negocios, determinando la acumulación de recursos el patrón de diversificación de la empresa (Penrose, 1959; Mahoney y Pandian, 1992; Peteraf, 1993; Robins y Wiersema, 1995; Teece *et al.*, 1997). Por su parte, la teoría basada en el conocimiento, cuyo origen se encuentra en la teoría basada en los recursos (Barney, 1986, 1991; Conner, 1991), además del enfoque evolutivo (Kogut y Zander, 1992; Dosi *et al.*, 1992), la visión clásica de las capacidades de la empresa (Langlois, 1992) y trabajos en dirección estratégica sobre competencias clave de la empresa (Prahalad y Hamel, 1990), considera que las interrelaciones entre los negocios de una empresa diversificada pueden llegar a ser más importantes para la rentabilidad de la misma que el tamaño de los diferentes negocios (Robins y Wiersema, 2003), destacando el papel de los distintos tipos de conocimiento en el desarrollo de nuevos productos como una forma de diversificar las empresas (Nonaka y Takeuchi, 1995; Clark y Fugimoto, 1991).

Hasta ahora se ha recogido aquella literatura que, según Hoskisson y Hitt (1990), ha tratado los aspectos de las imperfecciones del mercado, los recursos y los factores internos o externos de la empresa entre las razones para la diversificación. Por su parte, la teoría de la agencia estudia los motivos que tienen los directivos para apoyar una estrategia de este tipo, es decir, se enfoca hacia el análisis de la discrecionalidad directiva. En este sentido, la separación entre propiedad y dirección de la empresa, así como la ausencia de mecanismos eficaces de control de aquélla sobre ésta, puede favorecer una estrategia de diversificación no justificada desde el punto de vista del

accionista (Cuervo, 1991a; Chatterjee *et al.*, 2003). En concreto, la estrategia de diversificación ha sido reconocida en la literatura como una de las que menos valor ha creado para el accionista (Goodstein *et al.*, 1994; Kochhar y David, 1996) y, sin embargo, la de mayor beneficio para los directivos (Hoskisson y Turk, 1990; Shleifer y Vishny, 1990ab). En otras palabras, la diversificación empresarial podría estar motivada por el deseo de los gestores de la empresa de apropiarse o mantener los privilegios o beneficios privados que obtienen como consecuencia de los procesos de diversificación, con independencia del efecto neto sobre el objetivo de la empresa -la creación de valor- (Shleifer y Vishny, 1988). Estas motivaciones pueden incluir: el incremento del tamaño de la empresa y con ello su remuneración (Jensen y Murphy, 1990), su poder y su prestigio (Jensen, 1986; Sultz, 1990) o el volumen de recursos bajo su control personal (Jensen y Murphy, 1990); o bien reducir el riesgo de la empresa y aumentar la seguridad del directivo al frente de su puesto de trabajo (Amihud y Lev, 1981), así como contribuir a hacer al directivo más indispensable para la gestión de la empresa (Shleifer y Vishny, 1989). Particularmente, la diversificación y el tamaño de la empresa están altamente correlacionados, al igual que el tamaño de la empresa y la compensación ejecutiva (Dyl, 1988; Tosi y Gómez-Mejía, 1989; Hoskisson y Turk, 1990; Jensen y Murphy, 1990). Así, la diversificación proporciona una vía para incrementar la compensación y, por tanto, podría servir al directivo como un motivo para potenciarla. En contraposición a esta teoría, Lane *et al.* (1998, 1999) consideran que en algunas ocasiones los principios de la teoría de la agencia no pueden ser aplicados a la diversificación corporativa, ya que estas decisiones estratégicas pueden no estar en conflicto con los intereses de los accionistas (Grant, 2002).

3. LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN Y LOS RESULTADOS EMPRESARIALES

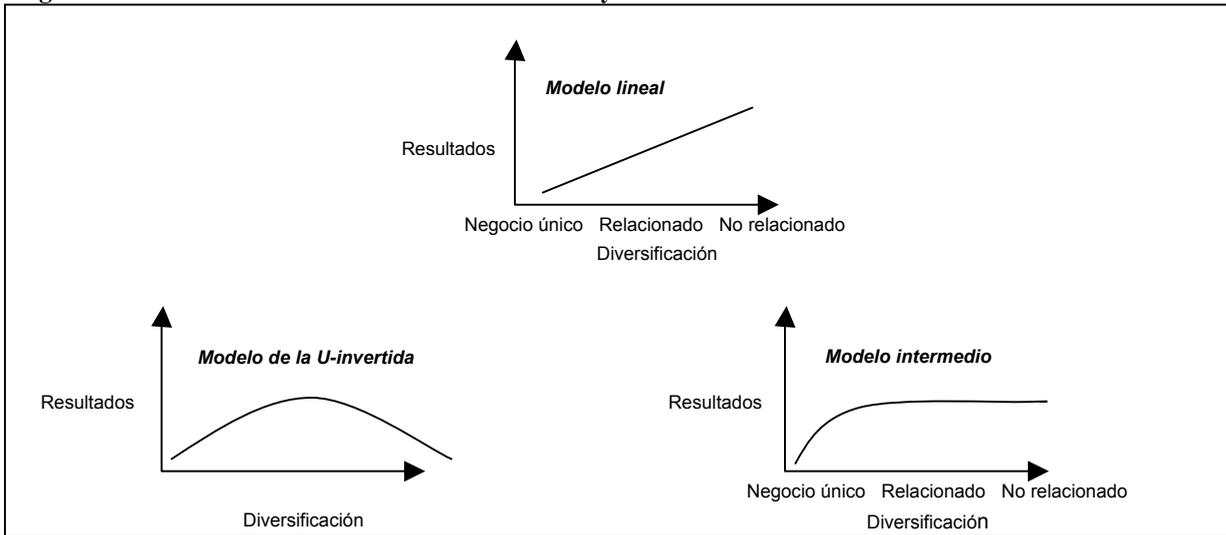
El análisis de los efectos de la diversificación corporativa sobre los resultados y la creación de valor en la empresa constituye uno de los aspectos de la estrategia corporativa más ampliamente estudiados y debatidos. Pero, a pesar de la abundante literatura, existen conclusiones contradictorias o poco claras, es decir, falta de consistencia en cuanto a la relación entre la estrategia de diversificación y los resultados (Grant, 2002). Esta heterogeneidad en los resultados de las investigaciones sobre diversificación viene explicada, en parte, porque los análisis se han abordado desde múltiples perspectivas teóricas y bajo supuestos muy diferentes (Hoskisson y Hitt, 1990). En primer lugar, la diferencia fundamental de estos hallazgos es la metodología utilizada para medir la estrategia de diversificación (Palepu, 1985; Hall y St. John, 1994). Mientras que los teóricos de la organización industrial (*e.g.*, Gort, 1962; Arnould, 1969; Markham, 1973) utilizaban índices simples cuantitativos, basados en los códigos SIC, encontrando que no existe una relación significativa entre la diversificación y la rentabilidad de la empresa, los estudiosos de la dirección estratégica (*e.g.*, Christensen y Montgomery, 1981, 1982; Rumelt, 1974, 1982), que encuentran una relación sistemática entre la estrategia de diversificación de la empresa y la rentabilidad económica, utilizaron la medida categórica propuesta por Rumelt (1974). A pesar de ello, Montgomery (1982) compara estas medidas y encuentra un alto grado de correspondencia entre las mismas. Por otra parte, además de los problemas derivados de la medición de la estrategia de la empresa, la literatura apunta la importancia de considerar convenientemente el comportamiento de otras variables que moderan la relación entre diversidad y resultados, como por ejemplo el tamaño de la empresa, el atractivo de las industrias en las que participa la misma, los problemas de implantación de la diversificación o la discrecionalidad de los gestores para adoptar comportamientos oportunistas (Ramanujam y Varadarajan, 1989).

Entre las contribuciones a la literatura sobre los efectos de la diversificación en los resultados se encuentran autores que han hallado una relación positiva (*e.g.*, Rhoades, 1973; Miller, 1973; Carter, 1977; Jahera *et al.*, 1987), otros que descubren una relación negativa (*e.g.*, Imel y Helmberger, 1971; Rhoades, 1974; Grinyer *et al.*,

1980) y, por último, aquellos que no encuentran relación entre las variables o que, aun hallándola, obtienen que la relación es curvilínea, siendo la diversificación rentable hasta un punto a partir del cual los costes de la mayor complejidad sobrepasan los beneficios de la diversificación (Grant *et al.*, 1988; Lubatkin y Chatterjee, 1994). En cuanto al tipo de diversificación, numerosos estudios empíricos parecen avalar la tesis de que la empresa conglomerada, por término medio, no obtiene rentabilidades superiores a la empresa no diversificada o a la que sigue una diversificación relacionada, incluso en el caso de que se acierte con la inversión adecuada (Rumelt, 1974). Mientras que el hallazgo original de Rumelt (1974) ha sido confirmado por otros autores (*e.g.*, Montgomery, 1979; Bettis, 1981; Christensen y Montgomery, 1981; Rumelt, 1982; Lecraw, 1984; Palepu, 1985; Varadarajan, 1986; Jose *et al.*, 1986; Varadarajan y Ramanujam, 1987; Lubatkin y Rogers, 1989), para otros es la diversificación no relacionada la que se asocia a los mejores resultados (*e.g.*, Elgers y Clark, 1980; Michel y Shaked, 1984; Luffman y Reed, 1984; Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1987). Sin embargo, no todos los estudios conducen a estas mismas conclusiones, señalando algunos de ellos que no existen diferencias significativas de rentabilidad entre la diversificación relacionada y la no relacionada (Lubatkin, 1987; Grant *et al.*, 1988). Teniendo en cuenta a Rumelt (1974), Ansoff (1976) o Salter y Weinhold (1981), cuanto mayor sea el grado de relación entre los negocios hacia los cuales la empresa se diversifica, mayor será el potencial de sinergias organizativas. La interdependencia entre negocios permite la especialización entre unidades y la obtención de economías de escala y de alcance, sinergias de distribución y marketing, entre otras. Sin embargo, la adopción de estrategias de diversificación hacia negocios con débiles conexiones reduce las fuentes potenciales de sinergias operativas e incrementa los costes de organización interna de la empresa.

Lo argumentado hasta el momento puede observarse gráficamente a través de los tres modelos de relación entre la diversificación y los resultados empresariales (Palich *et al.*, 2000): el modelo lineal, el modelo de la U-invertida y el modelo intermedio (véase figura 1), donde se puede observar que en cualquiera de los tres modelos, la diversificación produce mejores resultados que la especialización en un único negocio.

Figura 1. Modelos de relación entre diversificación y resultados



Fuente: Palich, Cardinal y Miller (2000: 157)

Por tanto, se propone como hipótesis y subhipótesis de investigación las siguientes:

H1: Los resultados de la organización varían en función de la estrategia de diversificación adoptada por la misma, es decir, dependiendo del grado y tipo de diversificación.

H1.1: El mayor grado de diversificación empresarial adoptado por la entidad tiene un efecto positivo sobre los resultados.

H1.2: La estrategia de diversificación relacionada permite obtener unos resultados superiores a la especialización y a las estrategias de entrada en actividades no relacionadas.

4. MARCO DE APLICACIÓN Y DISEÑO METODOLÓGICO

Como ya se ha comentado, la presente investigación se ha centrado en el estudio de la estrategia de diversificación empresarial seguida por las cajas de ahorros españolas. En este sentido, las inmovilizaciones permanentes en inversiones en empresas industriales con vocación de control o de influencia notable en la gestión representarán compromisos a largo plazo con responsabilidades adicionales, aspecto que desde el punto de vista de la normativa de regulación de las mismas recomienda una acción moderada debido a que si dicha inversión sobrepasa determinados límites o alcanza proporciones relativas importantes en el balance, pueden ser extrañas a su naturaleza y objetivos (Saéz y Martín, 2000). Según *Analistas Financieros Internacionales* (2003), en España, se ha producido un extraordinario crecimiento de los valores en circulación, particularmente de obligaciones y títulos de renta variables, y una mayor participación de las empresas bancarias en los mercados de capitales, con un fuerte crecimiento en sus carteras de acciones y participaciones en empresas no financieras; en este sentido, el comportamiento de las cajas de ahorros, tradicionalmente muy presentes en los mercados de deuda pública, ha sido más dinámico que el de los bancos en los mercados de acciones y participaciones en los últimos años. El mayor crecimiento relativo de la cartera de renta variable en las cajas se produce tanto en las acciones (aumenta su peso en el balance en un punto porcentual de 1992 a 1999) como, en mayor medida, en las participaciones (aumento de 1,7 puntos), destacando dentro de estas últimas el epígrafe de «Otras participaciones» que corresponde principalmente a participaciones en empresas no financieras. En cambio, los bancos han incrementado más la cartera de participaciones en entidades de crédito.

En cuanto al tipo de sectores, si bien las participaciones empresariales de los bancos han salido de sectores maduros y tradicionales -alimentación y autopistas-, a la vez que han impulsado sectores de alta tecnología -telefonía móvil, cable e informática-, las cajas también han estado atentas a estas nuevas empresas y han consolidado su posición en el sector de la construcción e inmobiliarias; por otro lado, tanto unos como otras han entrado con fuerza en empresas procedentes del sector público y con fuerte potencial de crecimiento, aprovechando las excelentes oportunidades de negocio presentadas (Saéz y Martín, 2000). En esta línea, hay que tener en cuenta que algunas de las tomas de participación de las cajas son impulsadas por los gobiernos regionales con el fin de asegurar la presencia de los intereses regionales en determinados proyectos o de asegurar la financiación de iniciativas que se consideran interesantes para el desarrollo de la región (*Analistas Financieros Internacionales*, 2003).

En cuanto a la información necesaria para llevar a cabo el presente trabajo de investigación, ésta se obtuvo a través de la utilización de fuentes de información secundarias -memorias del año 2001 de cada una de las entidades y *Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros 2001*-. Para la estrategia de diversificación empresarial, a pesar de que los estudiosos de dicha estrategia recomiendan el uso de diferentes medidas, la disponibilidad de

datos es muy limitada, por lo que se ha optado por utilizar la medida categórica basada en el recuento del número de actividades establecida por Varadarajan (1986), la cual recoge tanto el grado de diversificación como la dirección, captura la riqueza del esquema de clasificación de las medidas categóricas, mantiene la objetividad y simplicidad de la aproximación del cálculo SIC y no requiere disponer de información detallada para cada uno de los segmentos de negocio (Varadarajan, 1986). En este sentido, este autor establece una clasificación de cuatro tipos de estrategias de diversificación -empresas de muy baja diversidad, empresas con muy alta diversidad, empresas diversificadas relacionadas y empresas diversificadas no relacionadas- a partir de la definición de dos dimensiones basadas en los códigos SIC, la diversificación de espectro amplio (BSD) y la diversidad media de espectro limitado (MNSD). La BSD se refiere a la expansión en una industria diferente definida mediante dos códigos SIC. Por su parte, mientras que la NSD se refiere a la expansión en una industria diferente definida mediante cuatro códigos SIC, la MNSD refleja la expansión fuera de la industria medida con cuatro dígitos SIC, pero dentro de la industria con dos dígitos; concretamente, es el número medio de industrias a cuatro dígitos por industrias de dos dígitos. Los puntos de corte que determinan cada estrategia corresponden a la media muestral de cada una de las dimensiones.

Por otro lado, con el objeto de seguir las recomendaciones de los autores en la utilización de varias medidas de diversificación y debido a que la disponibilidad de datos es muy limitada, se ha optado por utilizar como medida complementaria el uso individual de la expansión fuera de la industria medida con cuatro dígitos CNAE -NSD-, con el objeto de acercarnos a la medida de la diversificación no relacionada de la entidad.

La aplicación de esta metodología a las cajas de ahorros fue el resultado de un proceso de elaboración que respondió a las siguientes fases¹²³: (a) recopilación de las diferentes actividades realizadas por cada una de las cajas de ahorros españolas en sus memorias y cuentas anuales; (b) selección de aquellos negocios donde la participación fuese igual o superior al 50 por ciento, con el objeto de asegurar que la caja de ahorros ejerciese un control mayoritario y no únicamente una inversión en cartera; y (c) eliminación de aquellos negocios correspondientes a actividades típicamente bancarias que, de acuerdo con la normativa legal¹²⁴, han de tener una personalidad jurídica distinta a la de las entidades de depósito.

Por último, teniendo en cuenta los fines y objetivos de las cajas de ahorros, en el presente trabajo de investigación, como variables de medida de los resultados, se intenta recoger tanto los de interés empresarial como los de interés colectivo puesto que, tal como señala Medel (2001:12), «[...] los objetivos de las cajas de ahorros no pueden ser reducidos a una única dimensión». En este sentido, para el ejercicio 2001 en el presente trabajo de investigación los resultados de interés empresarial han sido medidos a través del: (a) beneficio por número de empleados; (b) rentabilidad sobre activos totales medios (ROA) y sobre recursos propios (ROE); (c) cuota de mercado, teniendo en cuenta tanto los recursos ajenos como la inversión crediticia; y (d) ratio de eficiencia -medida por la relación entre el gasto de explotación y el margen ordinario, indicador de la parte de los

¹²³ En el presente trabajo de investigación se optó por utilizar los códigos CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) como homólogo a los códigos SIC en España.

¹²⁴ Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones; Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, modificada por la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, y por la Ley 24/2001, de 27 de diciembre; y Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

ingresos ordinarios netos que es absorbida por los costes de estructura¹²⁵. Por su parte, los resultados de interés colectivo se medirán a través del gasto en obra social por empleado realizado por la caja en 2001¹²⁶.

5. RESULTADOS

Con el objeto de caracterizar a las cajas de ahorros en función de su estrategia de diversificación, se procede a analizar los estadísticos descriptivos de estas opciones estratégicas. La metodología utilizada para la identificación del tipo de estrategia de diversificación empresarial seguida por las cajas de ahorros españolas contempla, como ya se ha comentado, además del número de empresas en las que participa, la medida categórica basada en el recuento del número de actividades a través de la codificación CNAE. Por tanto, tal y como muestra la tabla 1, teniendo en cuenta la expansión hacia una industria diferente definida mediante dos códigos CNAE (diversificación de espectro amplio -BSD-), la expansión fuera de la industria medida a cuatro códigos CNAE -NSD- y la expansión fuera de la industria medida a cuatro códigos CNAE pero dentro de la industria a dos códigos (diversidad media de espectro limitado -MNSD-), las cajas de ahorros tienen una participación media cercana a las 6 empresas (media=5,89, DT=4,9), aunque el 6,5 por ciento se encuentra especializada en su actividad como entidad de crédito; además, están presentes en un número medio de 4,2 sectores y 4,98 actividades, lo que hace que las entidades se encuentren diversificadas en una media de 1,04 actividades a 4 dígitos por sector definido a 2 dígitos. Estos valores medios muestran un bajo grado de diversificación de las cajas de ahorros españolas, siguiendo la misma tónica que los encontrados por Bueno (1987) y Suárez (1994) para las empresas españolas no financieras.

¹²⁵ A la hora de analizar la información hay que tener en cuenta que esta ratio de eficiencia indica que, a mayor valor, menor eficiencia posee la entidad, al ser un valor de coste.

¹²⁶ **Es importante señalar que, dadas las características de las cajas de ahorros, entidades que no cotizan en bolsa, ha sido imposible utilizar medidas de rentabilidad bancarias basadas en precios de mercado, y de ahí la necesidad de acudir a datos contables.**

(a) **Tabla 1. Grado de diversificación y puntos críticos que delimitan el tipo de estrategia de diversificación**

(b)	Características	Dimensiones	Entidades	Porcentaje	Med.	DT	Min.	Máx.
		Ninguna	3	6,5				
(c)	Número de empresas participadas	De 1 a 5	26	56,5	5,89	4,90	0,00	17,00
(d)		De 6 a 12	9	19,6				
(e)		Superior a 12	8	17,4				
		Total	46	100,0				
(f)	Espectro amplio de diversificación (BSD)	Inferior a 3 sectores	8	17,4	4,20	2,24	0,00	9,00
(g)		De 3 a 4 sectores	11	23,9				
(h)		De 4 a 6 sectores	14	30,4				
		Superior a 6 sectores	13	28,3				
		Total	46	100,0				
(i)	Espectro estrecho de diversificación (NSD)	Inferior a 3 actividades	8	17,4	4,98	3,26	0,00	13,00
(j)		De 3 a 4,5 actividades	15	32,6				
		De 4,5 a 7 actividades	11	23,9				
		Superior a 7 actividades	12	26,1				
		Total	46	100,0				
(k)	Espectro estrecho medio de diversificación (MNSD)	< 1 actividad por sector	4	8,7	1,04	0,39	0,00	1,83
(l)		De 1 a 1,23 actividad/sect.	5	10,9				
(m)		> 1,23 actividades/sector	11	23,9				
(n)		Total	46	100,0				

(o)

(p) Siguiendo a Varadarajan (1986), a partir de los valores de cada una de las dimensiones y de los valores críticos (valores medios) obtenidos, se identifica el tipo de estrategia seguida por la entidad, tal y como se observa en la tabla 2. Dicha tabla muestra que el 47,8 por ciento de las cajas de ahorros presentan una baja diversidad, seguidas por un 23,9 por ciento que poseen una alta diversificación; además, el 17,4 por ciento se ha diversificado de manera no relacionada frente al 10,9 por ciento que se diversifica de manera relacionada. Por tanto, las entidades se encuentran poco diversificadas, ya que la mayoría se agrupa en la baja diversidad.

(q)

(r) **Tabla 2. Tipo de estrategia de diversificación**

Diversificación de productos	Entidades	Porcentajes
Baja diversidad (BD)	22	47,8
Diversificadas relacionadas (DR)	5	10,9
Diversificadas no relacionadas (DNR)	8	17,4
Alta diversidad (AD)	11	23,9
Total	46	100,0

Con el objeto de conocer si los resultados de la entidad varían en función de la estrategia de diversificación adoptada por la misma, se ha definido como subhipótesis de investigación que el mayor grado de diversificación de la entidad debería influir positivamente en los resultados de las cajas de ahorros (H1.1) y que la diversificación relacionada debería dar mejores resultados que la especialización la no relacionada (H1.2). Como ya se ha comentado, como resultados organizativos se han considerado tanto los resultados de interés empresarial -beneficio económico, rentabilidad, eficiencia y cuota de mercado- como los de interés colectivo -gasto en obra social. En este sentido, la tabla 3 refleja que, desde un punto de vista general, la estrategia de diversificación llevada a cabo por las cajas de ahorros españolas se relaciona de manera positiva y significativa con los resultados tanto de interés empresarial como colectivo (verificándose la subhipótesis H1.1 propuesta). Como se puede apreciar, el beneficio por empleado, la ROE, la cuota de mercado y el gasto en obra social por empleado se relacionan con la diversificación empresarial.

Tabla 3. Relación entre la estrategia de diversificación (medida continua) y los resultados de la entidad

Resultados	Estadístico de <i>Spearman</i>			
	Nº empresas participadas	(s) Espectro amplio (BSD)	(t) Espectro estrecho (NSD)	(u) Espectro estrecho medio (MNSD)
Beneficio / empleado	0,323*	0,390**	0,371*	0,247 [†]
Eficiencia	-0,166	-0,190	-0,209	-0,209
ROA	0,050	0,123	0,082	-0,006
ROE	0,379 [†]	0,395**	0,376*	0,200
Cuota de mercado	0,761***	0,748***	0,771***	0,647***
OBS / empleado	0,244	0,313*	0,302*	0,248 [†]

[†] $p < 0,1$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$.

Por otro lado, con el objeto de conocer si las entidades con una diversificación relacionada obtienen mejores resultados que aquellas especializadas o con una diversificación no relacionada, se procedió a utilizar la variable categórica de la diversificación establecida por Varadarajan (1986) en cuatro categorías -baja diversidad, diversificadas relacionadas, diversificadas no relacionadas y alta diversidad-. Por otro lado, debido a que las cajas de ahorros españolas se agrupan mayoritariamente en una de las categorías se optó por transformar dicha medida en dos categorías -baja/relacionada y no relacionada/alta-. De esta forma se puede observar una relación significativa entre la diversificación y el beneficio por empleado, la ROE y la cuota de mercado (véase tabla 4). Los resultados obtenidos del análisis de la varianza de K-W (véase tabla 5) muestran cómo el rango de medias crece con la mayor diversificación no relacionada o de alta diversidad de la entidad; por tanto, no se cumple que la diversificación relacionada ofrezca mayores resultados que la no relacionada sino lo contrario. El grado de dependencia de las variables es mayor en la ROE ($\eta = 0,378$).

Tabla 4. Relación entre la estrategia de diversificación (medida categórica) y los resultados de la entidad

Resultados	Prueba de <i>K-W</i>	
	Diversificación empresarial (cuatro categorías)	Diversificación empresarial (dos categorías)
Beneficio / empleado	3,256	2,913 [†]
Eficiencia	2,668	0,377
ROA	1,233	0,055
ROE	6,219	6,188*

Cuota de mercado	25,126***	20,309***
OBS / empleado	1,664	0,899

† $p < 0,1$, * $p < 0,05$, *** $p < 0,001$.

(v)

(w) **Tabla 5. Relación entre la diversificación -dos categorías- y los resultados de la entidad**

Resultados	Diversificación empresarial					
		Prueba de <i>K-W</i>			<i>eta</i>	<i>eta</i> ²
		n	Media rangos	Estadístico		
Beneficio / empleado	Div. Baja-Relacionada	27	20,67	2,913†	0,248	0,06
	Div. No relacionada-Alta	19	27,53			
ROE	Div. Baja-Relacionada	27	19,37	6,188*	0,378	0,143
	Div. No relacionada-Alta	19	29,37			
Cuota de mercado	Div. Baja-Relacionada	27	16,02	20,309***	0,270	0,073
	Div. No relacionada-Alta	19	34,13			

† $p < 0,1$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$.

6. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

A través del presente trabajo de investigación se ha contribuido a la mejor comprensión del estudio de la implicación de la estrategia de diversificación en los resultados empresariales. En este sentido, en las cajas de ahorros españolas, la mayor diversificación empresarial se encuentra relacionada de manera positiva con los resultados tanto de interés empresarial como colectivo. Estos resultados son similares a los obtenidos por autores como Rhoades (1973), Miller (1973), Carter (1977) o Jahera *et al.* (1987). Por su parte, la diversificación no relacionada o alta diversificación se asocia con unos mejores resultados que la baja o relacionada, encontrando en esta línea a autores como Elgers y Clark (1980), Michel y Shaked (1984), Luffman y Reed, (1984), Chatterjee (1986) o Lubatkin (1987).

Los resultados obtenidos pueden ser debidos, en primer lugar, a que la participación en otras empresas por parte de las cajas de ahorros es un fenómeno reciente debido a la naturaleza de las mismas (Cals, 1998), aspecto que hace que tengan un ciclo de crecimiento muy diferente a la de los bancos. En este sentido, mientras que la tendencia actual de éstos últimos es a reducir su participación en otras organizaciones, la tendencia de las cajas es a aumentarla (Nieto y Serna, 2001). A ello habría que unir además el hecho de que el grado de diversificación empresarial de estas entidades aún no es muy elevado si se tiene en cuenta que el número medio de sectores en los que participan las mismas es de 4, en comparación con los 11 con los que ya contaban las grandes empresas estadounidenses analizadas por Varadarajan y Ramanujam (1987).

Por tanto, el presente trabajo de investigación tiene una serie de implicaciones, tanto académicas como prácticas, que pueden ser de utilidad para la mejor comprensión de la repercusión que tiene para las entidades de crédito el hecho de participar en el capital de otras empresas, problemática que habitualmente ha sido analizada desde las consecuencias que tiene para la empresa participada la presencia de entidades financieras en su capital. Además, en cuanto a la metodología, es de destacar la inclusión de múltiples medidas de la diversificación y de los resultados empresariales, respondiendo a las recomendaciones de los autores en cuanto a la poca fiabilidad de la utilización de una única medida. Como limitación del estudio se apunta que se han de valorar con prudencia los

resultados expuestos, debido a que no pueden ser extrapolables más allá del sector de las cajas de ahorros españolas, por lo que para futuras investigaciones se podría ampliar el estudio al sector financiero en su totalidad.

REFERENCIAS

- Aitken, M.; Hooper, C. y Pickering, J. (1997). "Determinants of voluntary disclosure of segment information: a reexamination of the role of diversification strategy", *Accounting and Finance*, 37, pp. 89-109.
- Amihud, Y. y Lev, B. (1981). "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-617.
- Amihud, Y. y Lev, B. (1999). "Does the corporate ownership structure affect its strategy toward diversification?", *Strategic Management Journal*, vol. 20, nº 11, pp. 1063-1069.
- Amit, R.; Livnat, J. y Zarowin, P. (1991). "Accounting implications of corporate diversification", *Management Science*, 37, pp. 532-545.
- Ansoff, H.I. (1976). *La estrategia de la empresa*. Ediciones Universidad de Navarra, S.A. Traducción de: *Corporate Strategy*. McGraw-Hill, 1965.
- Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros (2001). Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). Madrid.
- Arnould, R.J. (1969). "Conglomerate growth and public policy". En Gordon, L. (ed.), *Economics of conglomerate growth, department of agricultural economics*. Corvallis, Oregon State University.
- Barney, J.B. (1986). "Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy", *Management Science*, 32: 1231-1241.
- Barney, J.B. (1991). "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, vol. 17, nº 1, pp. 99-120.
- Berry, C.H. (1975). *Corporate growth and diversification*. Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Bettis, R.A. (1981). "Performance differences in related and unrelated diversified firms", *Strategic Management Journal*, vol. 2, nº 4, pp. 379-393.
- Cals, J. (1998). "Las participaciones empresariales de las cajas de ahorros españolas", *Papeles de Economía Española*, 74-75, pp. 79-108.
- Capon, N.; Hulbert, J.M.; Farley, J.U. y Martin, L.E. (1988). Corporate diversity and economic performance: the impact of market specialization, *Strategic Management Journal*, 9, pp. 61-74.
- Carter, J.R. (1977). "The search of synergy: a structure-performance test", *Review of Economics and Statistics*, 59, Agosto, pp. 279-289.
- Chandler, A.D. (1962). *Strategy and structure: chapters in the history of the American industrial enterprise*. MIT Press, Cambridge, Ma.
- Chatterjee, S. (1986). "Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, 7, pp. 119-139.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.S. y Bergh, D.D. (2003). "Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing", *Strategic Management Journal*, 24, pp. 87-96.
- Christensen, H.K. y Montgomery, C.A. (1981). "Corporate economic performance: diversification strategy versus market structure", *Strategic Management Journal*, 2, pp. 327-343.
- Clark, K. y Fujimoto, T. (1991). *Product Development Performance*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Conner, K.R. (1991). "A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm?", *Journal of Management*, 17, pp. 121-154.
- Cuervo, A. (1991a). *Rentabilidad y creación de valor en la empresa*. Publicaciones de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona.
- Cuervo, A. (1991b). Los grupos empresariales bancarios, *Papeles de Economía Española*, 49, pp. 237-245.
- Datta, D.K.; Rajagopalan, N. y Rasheed, A.M. (1991). "Diversification and performance: critical review and future directions", *Journal of Management Studies*, 28 (5): 529-558.
- Davidson, K.M. (1981). "Looking at the strategic impact of mergers", *Journal of Business Strategy*, vol. 2, nº 1, pp. 13-22.
- Davidson, K.M. (1985). *Megamergers: Corporate America's Billion-Dollar Takeovers*. Ballinger, Cambridge, MA.
- Davidson, K.M. (1986). "Do megamergers make sense?", *Journal of Business Strategy*, vol. 7, nº 3, pp. 40-48.
- Denis, D.J.; Denis, D.K. y Sarin, A. (1997). "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification", *Journal of Finance*, 52, 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*, 20, pp. 1071-1076.
- Didrichsen, J. (1972). "The development of diversified and conglomerate firms in the United States, 1920-1970", *Business History Review*, Summer, pp. 202-219.
- Dosi, G.; Teece, D. y Winter, S. (1992). "Toward a theory of corporate coherence: preliminary remarks". En Dosi, G.; Giannetti y P. Tonelli (eds.), *Tecnology and enterprise in a historical perspective*. Clarendon Press. Oxford, London.
- Dyl, E.A. (1988). "Corporate control and management compensation: evidence on the agency problem", *Managerial and Decision Economics*, 9, pp. 21-25.

- Elgers, P.T. y Clark, J.J. (1980). "Merger types a shareholder returns: additional evidence", *Financial Management*, vol. 9, n° 2, pp. 66-72.
- Goodstein, J.; Gautam, K. y Boeker, W. (1994). "The effects of board size and diversity on strategic change", *Strategic Management Journal*, vol. 15, n° 3, pp. 241-250.
- Gort, M.(1962). *Diversification and integration in American industry*. National Bureau of Economic Research. Princeton University Press, Princeton.
- Grant, R.M. (2002). "Corporate strategy: managing scope and strategy content". En Pettigrew, A.; Thomas, H. y Whittington, R. (eds.), *Handbook of Strategy and Management*. Sage Publications. Londres, pp. 72-97.
- Grant, R.M.; Jammine, A.P. y Thomas, H. (1988). "Diversity, diversification and profitability among British manufacturing companies (1972-1984)", *Academy of Management Journal*, 31, pp. 771-801.
- Grinyer, P.H.; Yassai-Ardekani, M. y Al-Bazzaz, S. (1980). "Strategy, structure, the environment and financial performance in 48 United Kingdom companies", *Academy of Management Journal*, 23, pp. 193-220.
- Hall, E.H. y St. John, C.H. (1994). "A methodological note on diversity measurement", *Strategic Management Journal*, 15, pp. 153-168.
- 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, n° 2, pp. 461-509.
- Hoskisson, R.E. y Turk, T. (1990). "Corporate restructuring: governance and control limits of the internal market", *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, pp. 459-477.
- Imel, B. y Helmberger, P. (1971). "Estimation of structure-profit relationships with application to the food processing sector", *American Economic Review*, 61, pp. 614-627.
- Jahera, J.S., Lloyd, W.P. y Page, D.E. (1987). "Firm diversification and financial performance", *Quarterly Review of Economics*, vol. 27, n° 1, pp. 51-62.
- Jensen, M.C. (1984). "Takeovers: folklore y science", *Harvard Business Review*, vol. 62, n° 6, november, pp. 109-121.
- Jensen, M.C. (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990). "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- Jose, M.L.; Nichols, L.M. y Stevens, J.L. (1986). "Contributions of diversification, promotion, and R&D to the value of multiproduct firms: a Tobin's *q* approach", *Financial Management*, vol. 15, n° 4, pp. 33-42.
- Khanna, T. y Palepu, K. (2000a). "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups", *Journal of Finance*, 55, pp. 867-892.
- Khanna, T. y Palepu, K. (2000b). "The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, vol. 43, n° 3, pp. 268-285.
- Kochhar, R. y David, P. (1996). "Institutional investors and firm innovation: a test of competing hipótesis", *Strategic Management Journal*, 17, pp. 73-84.
- Kogut, B. y Zander, U. (1992). "Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology", *Organization Science*, 3, pp. 383-397.
- Lane, P.J.; Cannella, A.A. y Lubatkin, M.H. (1998). "Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered", *Strategic Management Journal*, 19, pp. 555-578.
- Lane, P.J.; Cannella, A.A. y Lubatkin, M.H. (1999). "Ownership structure and corporate strategy: one question viewed from two different worlds", *Strategic Management Journal*, 20, pp. 1077-1086.
- Langlois, R. (1992). "Transaction cost economics in real time", *Industrial and Corporate Change*, 1, pp. 99-127.
- Lecraw, D.J. (1984). "Diversification strategy and performance", *Journal of Industrial Economics*, vol. 33, n° 2, pp. 179-198.
- Levitt, T. (1975). "Dinosaurs among the bears and bulls", *Harvard Business Review*, vol. 53, n° 1, pp. 41-53.
- Liso, J.M.; Balaguer, T. y Soler, M. (1999). *El sector bancario europeo: panorama y tendencias (2ª parte)*. Servicios de Estudios de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona. Barcelona.
- Lubatkin, M.H. (1987). "Merger strategies and stockholder value", *Strategic Management Journal*, 8, pp. 39-53.
- Lubatkin, M.H. y Chatterjee, S. (1994). "Extending modern portfolio theory into domain of corporate diversification: Does it apply?", *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 1, pp. 109-136.
- Lubatkin, M.H. y Rogers, R.C. (1989). "Diversification, systematic risk, and shareholder return: a capital market extension of Rumelt's 1974 study", *Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 2, pp. 454-465.
- Luffinan, G.A. y Reed, R. (1984). *The strategy and performance of British industry, 1970-1980*. St. Martin Press, New York.
- Mahoney, J. y Pandian, J.R. (1992). "The resource-based view within the conversation of strategic management", *Strategic Management Journal*, 13, pp. 363-380.
- Markham, J.W. (1973). *Conglomerate enterprise and economic performance*. Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Medel, B. (2001). "El papel de las cajas de ahorros en el sistema financiero español: objetivos y resultados", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 73.
- Merino, F. y Rodríguez, D.R. (1997). "A consistent analysis of diversification decisions with non-observable firm effects", *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 9, pp. 733-743.
- Michel, A. y Shaked, I. (1984). "Does business diversification affect performance?", *Financial Management*, vol. 13, n° 4, pp. 18-25.
- Miller, R.A. (1973). "Concentration and marginal concentration, advertising and diversity: three issues in structure-performance tests", *I.O. Review*, 1, pp. 15-33.

- Montgomery, C.A. (1979). *Diversification, market structure, and firm performance: an extension of Rumelt's Model*. Ph. D. Dissertation, Purdue University.
- Montgomery, C.A. (1982). "The measurement of firm diversification: some new empirical evidence", *Academy of Management Journal*, 25, pp. 299-307.
- Montgomery, C.A. (1994). "Corporate diversification", *Journal of Economic Perspectives*, 8, pp. 163-178.
- Mueller, R.K. (1979). *Board compass*. Lexington, MA: D.C. Heath.
- Nieto, M.J. y Serna, G. (2001). "Las participaciones accionariales de las entidades financieras: influencia sobre sus resultados", *Economía Industrial*, 341, pp. 35-42.
- Nonaka, I. y Takeuchi, H. (1995). *The knowledge-creating company*. Oxford University Press. New York.
- Palepu, K. (1985). "Diversification strategy, profit performance and the entropy measure", *Strategic Management Journal*, 6, pp. 239-255.
- 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, n° 2, pp. 155-174.
- Parsons, A. (1984). "Hidden value: key to successful acquisition", *The McKinsey Quarterly*, Summer, pp. 21-34.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*, Blackwell, Oxford.
- Peteraf, M.A. (1993). "The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view", *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 3, pp. 179-191.
- Prahalad, C.K. y Hamel, G. (1990). "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, Mayo-Junio, pp. 79-91.
- Ramanujan, V. y Varadajan, P. (1989). "Research on corporate diversification: A synthesis", *Strategic Management Journal*, 10, pp. 523-551.
- Ramaswamy, K. (1992). Multinationality and performance: a synthesis and redirection, *Advances In International Comparative Management*, 7, pp. 241-268.
- Reid, S.R. (1968). *Mergers, managers and the economy*. New York: McGraw-Hill.
- Rhoades, S.A. (1973). "The effect of diversification on industry profit performance in 241 manufacturing industries: 1963", *Review of Economics and Statistics*, vol. 55, n° 2, pp. 9-24.
- Rhoades, S.A. (1974). "A further evaluation of the effect of diversification on industry profit performance", *Review of Economics and Statistics*, vol. 56, n° 4, pp. 557-559.
- 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, n° 4, pp. 277-299.
- Robins, J. y Wiersema, M. (2003). The measurement of corporate portfolio strategy: analysis of the content validity of related diversification indexes", *Strategic Management Journal*, vol. 24, n° 1, pp. 39-59.
- Rumelt, R.P. (1974). "Strategy, structure and economic performance". Harvard University Press, Cambridge. Massachusetts.
- Rumelt, R.P. (1982). "Diversification strategy and profitability", *Strategic Management Journal*, 3, pp. 359-369.
- Rumelt, R.P.; Schendel, D. y Teece, D.J. (1991). "Strategic management and economics", *Strategic Management Journal*, 12, pp. 5-29.
- Saéz, F.J. y Martín, M. (2000). "Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998", *Papeles de Economía Española*, 84-85, pp. 222-236.
- Salter, M.S. y Weinhold, W.A. (1979). *Diversification through acquisition*. New York: The Free Press.
- Salter, M.S. y Weinhold, W.A. (1981). "La diversificación por absorción: creación de valor", *Harvard-Deusto Business Review*, 7, pp. 15-30.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1988). "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 7-20.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1989). "Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1990a). "The takeover wave of the 1980s", *Administrative Science Quarterly*, 249, pp. 745-749.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1990b). "Equilibrium short horizons of investors and firms, American Economic Review Papers and Proceedings", 80, pp. 148-153.
- Steiner, P.O. (1975). *Mergers: motives, effects, policies*. University of Michigan Press, Ann Arbor, Mi.
- Steinherr, A. y Huveneers, Ch. (1990). *Universal banks: the prototype of successful banks in the integrated European market?: a view inspired by German experience*. CEPS.
- Stewart, R. (1976). "To understand the managers job consider demands, constraints and choices", *Organizational Dynamics*, 4, pp. 22-32.
- Stewart, R. (1982). "A model for understanding managerial jobs and behavior", *Academy of Management Review*, 7, pp. 7-13.
- Stewart, R. (1991). *Managers and their jobs: A study of the similarities and differences in the way managers spend their time*. London: MacMillan.
- Stimpert, J.L. y Duhaime, I.M. (1997). "Seeing the big picture: the influence of industry, diversification and business strategy on performance", *Academy of Management Journal*, 40, pp. 560-583.
- Stopford, J.M. y Wells, L.T. Jr. (1972). *Managing the multinational enterprise: organization of the firm and ownership of the subsidiaries*. Basic Books, New York.
- Strategor (1995). *Estrategia, estructura, decisión, identidad: política general de empresa*. Masson. Barcelona.
- Suárez, I. (1993). "Fundamentos teóricos y empíricos de la relación entre diversificación y resultados empresariales: un panorama", *Revista de Economía Aplicada*, vol. 1, n° 3, pp. 139-165.

NOTES ON STRATEGY, PLANNING AND INTERNATIONALIZATION

- Suárez, I. (1998). "El análisis del crecimiento de la empresa: un panorama". *Empresa y economía institucional*. Congreso Nacional de ACEDE. Las Palmas de Gran Canaria.
- Sultz, R.M. (1990). "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- Teece, D., Pisano, G., y Shuen, A. (1997). "Dynamic capabilities and strategic Management", *Strategic Management Journal*, vol. 18, nº 7, pp. 509-533.
- Teece, D.J. (1980). "Economies of scope and the scale of the enterprise", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 1, pp. 223-247.
- Tosi, H. y Gómez-Mejía, L. (1989). "The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective", *Administrative Science Quarterly*, 34, pp. 169-189.
- Varadarajan, P. (1986). "Product diversity and firm performance: an empirical investigation", *Journal of Marketing*, vol. 50, nº 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, nº 2, pp. 380-393.
- Weston, J.F. y Mansinghka, S.K. (1971). "Test of the efficiency performance of conglomerate firms", *Journal of Finance*, 26, pp. 919-936.