

ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN Y
PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS GESTORES:
EFICIENCIA SUPERVISORA VS ATRINCHERAMIENTO.

Doc. 179/99

Manuel A. Albuerne Gutiérrez

ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN Y PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LOS GESTORES: EFICIENCIA SUPERVISORA VS ATRINCHERAMIENTO

Manuel A. Albuérne Gutiérrez

Universidad de Oviedo

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es examinar los efectos de la participación accionarial de los gestores de la empresa sobre la adopción de estrategias de diversificación corporativa, que en términos medios no aportan valor para los accionistas. Los resultados obtenidos para el estudio y contraste empírico a partir de la información disponible para las empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español en el periodo 1994-1996, han puesto de manifiesto la coexistencia de las funciones de atrincheramiento de los gestores y, de alineamiento de intereses, ligadas a la participación de los miembros del equipo gestor en la propiedad del capital; y en conclusión, la importancia del diseño de la estructura de propiedad sobre la adopción de decisiones de diversificación que en términos medios no son creadoras de valor para los accionistas.

Palabras clave: diversificación, participación accionarial de los gestores, gobierno corporativo.

I – INTRODUCCIÓN

El análisis de los efectos de la diversificación corporativa sobre los resultados de la empresa y la creación de valor para el accionista, ha suscitado un arduo y prolongado debate en el seno del pensamiento económico relativo a las causas o motivaciones que impulsan a la adopción de estrategias de diversificación. En este sentido, dos conjuntos de argumentos se han utilizado para explicar porqué la empresa se diversifica (Servaes, 1996).

El primero explica la decisión de diversificación a partir de la definición del objetivo financiero de la empresa, entendiendo que la empresa se diversifica con el objetivo de crear riqueza para el accionista. En línea con este argumento, la literatura sugiere como motivaciones creadoras de valor para los accionistas¹, la explotación de sinergias operativas (Teece, 1980), sinergias fiscales y financieras asociadas con una mayor capacidad de endeudamiento (Lewellen, 1971), o una mayor eficiencia asignativa derivada de la existencia de un mercado de capitales interno capaz de reducir los problemas de información asimétrica (Williamson, 1975; Stein, 1997).

¹ La literatura teórica sugiere que la diversificación corporativa tiene tanto costes como beneficios para los accionistas. Para una revisión exhaustiva, véanse en relación con los costes, Berger y Ofek (1995a), Harris, Krievell y Raviv (1982), Jensen (1986), Shin y Stulz (1995), y Stulz (1990). En relación con los beneficios de la diversificación, véanse Chandler (1977), Lewellen (1971), Majd y Myers (1987), Stulz (1990), Weston (1970) y Williamson (1986).

El segundo conjunto de argumentos explica la diversificación como una consecuencia o resultado de los problemas de agencia entre accionistas y directivos, entendiendo que la empresa puede diversificarse 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, aún a costa de que ello implique una destrucción de la riqueza del accionista. Los gestores tendrán incentivos para la adopción de decisiones de diversificación si ello permite obtener beneficios privados o personales que exceden sus costes privados. En este sentido, la diversificación permite, entre otras cosas, el incremento del tamaño de la empresa y con ello su remuneración (Jensen y Murphy, 1990a), su poder y prestigio (Jensen, 1986; Stulz, 1990), o el volumen de recursos bajo su control personal (Jensen y Murphy, 1990a), o bien, reducir el riesgo de la empresa e incrementar 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).

En línea con estos argumentos, la evidencia reciente sugiere que en términos medios, a lo largo de las últimas tres décadas, los procesos de diversificación no han sido creadores de riqueza para los accionistas². En este sentido, Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995a); y Servaes (1996) observan que en los años ochenta las empresas diversificadas cotizaban con una penalización significativa en su valor de mercado atribuible a la estrategia de diversificación adoptada por la empresa. Comment y Jarrell (1995) señalan que las empresas diversificadas no son capaces de explotar los beneficios potenciales ligados con las estrategias de diversificación. Asimismo, distintos autores han observado una tendencia hacia la disminución del nivel de diversificación corporativo durante las décadas de los años ochenta y noventa, asociada con incrementos significativos en la riqueza de los accionistas (Comment y Jarrell, 1995; John y Ofek, 1995; Berger y Ofek, 1995b; Liebeskind y Opler, 1995; Kaplan y Weisbach, 1992; Mayers y Singh, 1994).

Si en términos medios, la diversificación está asociada con una reducción en el valor de la empresa, no es posible justificar la adopción o mantenimiento de estas estrategias basándonos en el objetivo financiero de la empresa. De este modo, las decisiones estratégicas que implican la diversificación de la empresa y la no creación de valor pueden constituir una manifestación de los conflictos de intereses o de agencia entre gestores y propietarios, motivada por la existencia de incentivos privados o personales de los directivos de la empresa (motivaciones gerenciales) para la diversificación corporativa.

La existencia y solución de estos conflictos de intereses entre accionistas y directivos dependen de la eficacia y eficiencia de los mecanismos de gobierno de la empresa para supervisar y controlar el comportamiento de los directivos. Las estructuras de incentivos diseñadas de una forma no eficiente y el fracaso de los sistemas de control corporativos externos en empresas cotizadas en los mercados bursátiles

² Comment y Jarrell (1995); Lang y Stulz (1994); Berger y Ofek (1995a); Servaes (1996); John y Ofek (1995); Berger y Ofek (1995b); Lins y Servaes (1998). Para el caso español, Suárez (1994), Jiménez y Villasalero (1998), y Vila (1998). Sin embargo, la evidencia presentada, para la década de los años 60, por Matsusaka (1993) y Hubbard y Palia (1998), muestra la existencia de rentabilidades anormales positivas ante el anuncio de adquisiciones diversificadoras en dicho periodo.

pueden motivar que los gestores emprendan procesos de diversificación no creadores de riqueza para los accionistas (Marris, 1964; Jensen, 1986) En este sentido Shleifer y Vishny (1988) afirman que las decisiones de diversificación a través de adquisiciones y fusiones proporcionan a los directivos la oportunidad más importante para expresar su comportamiento de no maximización del valor.

La participación accionarial de los gestores en el capital constituye un mecanismo de gobierno al cual la literatura teórica y la evidencia otorga una significativa capacidad para vigilar y disciplinar la adopción de comportamientos oportunistas por parte de los gestores, que implican la no creación de riqueza de los legítimos propietarios de la empresa. La participación accionarial de los gestores de la empresa puede constituir un mecanismo alineador de los objetivos de los gestores y de los accionistas, ya que una mayor participación accionarial de los directivos y consejeros (equipo gestor) tenderá a reducir sus incentivos para adoptar comportamientos oportunistas, al influir éstos, más directamente, sobre su riqueza personal (efecto de alineamiento de intereses). Sin embargo, dicha participación podría suscitar un efecto de signo contrario sobre los intereses del resto de accionistas, debido a que otorga un mayor poder de decisión para perseguir sus intereses particulares a costa de los de los accionistas. De este modo, es necesario un análisis detenido de las implicaciones de la propiedad de los gestores en la empresa y los posibles efectos de convergencia de intereses y de atrincheramiento de los gestores que puede llevar asociados.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es el análisis de la eficiencia supervisora de la participación accionarial de los gestores para controlar los conflictos de intereses ligados con la adopción de decisiones de diversificación corporativa que en términos medios destruyen valor para los accionistas, y que constituyen, en consecuencia, una de las manifestaciones posibles de los problemas de agencia en el seno de las grandes empresas. Específicamente, el estudio examina la existencia de una relación significativa entre la estrategia de diversificación adoptada por la empresa y la participación en la propiedad del capital por parte de consejeros y directivos, consistente con las hipótesis de (i) convergencia de intereses, o (ii) de atrincheramiento de los gestores, o (iii) de coexistencia de ambos efectos (convergencia y atrincheramiento). Para ello, se desarrolla el estudio y contraste empírico a partir de la información disponible para las empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español en el periodo 1994-1996.

En torno a estas cuestiones, el resto del trabajo se organiza en cuatro secciones. La segunda revisa los fundamentos teóricos del estudio. La sección tercera plantea las hipótesis a contrastar, la metodología y las fuentes de información. Finalmente, se exponen las conclusiones del trabajo realizado.

II – FUNDAMENTOS TEÓRICOS

La adopción de procesos de diversificación que en términos medios destruyen valor para los accionistas constituye una de las manifestaciones posibles de la existencia de conflictos de agencia en el seno de las grandes empresas. De este modo, en la medida en que la diversificación responde a motivaciones personales de los gestores y no contribuye a la creación de valor en la empresa, los gestores reducirán el nivel de diversificación corporativo o no emprenderán nuevos proyectos de diversificación si se

encuentran bajo una supervisión eficaz y eficiente articulada a través de alguno de los diferentes mecanismos de supervisión y control corporativos.

Dichos mecanismos incluyen la competencia en los mercados de productos y factores (Fama y Jensen, 1983a; Demsetz, 1983; y Hart, 1983), el mercado de capital humano en el cual los directivos son contratados (Fama, 1980), el mercado de capitales (Fama y Jensen, 1983a; Demsetz, 1983), el mercado de control corporativo (Grossman y Hart, 1980), el consejo de administración (Fama, 1980), sistemas de remuneración basados en incentivos (Murphy, 1985), la utilización de deuda en la empresa o estructura de capital, y la estructura de propiedad, en su doble vertiente: la participación de los gestores en el capital (Jensen y Meckling, 1976), y la concentración y distribución de la propiedad, es decir, el papel supervisor ejercido por los grandes accionistas (Demsetz y Len, 1985).

La propiedad directiva de la empresa otorga a los gestores la doble naturaleza de propietario y ejecutivo de su empresa, ligando de esta forma los objetivos e intereses del colectivo de propietarios con los del colectivo de propietarios y ejecutivos (efecto de convergencia de intereses). Sin embargo, la concentración de derechos de voto en manos del gestor le otorga la oportunidad de perseguir objetivos privados a costa de los intereses del resto del accionariado, sin el temor a que sea despedido, puesto que la concentración de poder político en manos del gestor mitiga sensiblemente la eficiencia y eficacia del resto de mecanismos de control (efecto de atrincheramiento de los gestores). La participación de los gestores actúa por tanto, como arma de doble filo a la hora de moderar la existencia de problemas de agencia, ya que liga en cierta medida los intereses de propietarios y gestores, al mismo tiempo que refuerza el poder del equipo directivo, permitiendo a éste imponer sus intereses sobre los del resto de propietarios.

En efecto, la participación accionarial de los gestores de la empresa incrementa sus incentivos para desarrollar un control y gestión eficientes, debido a que experimentan en su riqueza personal, al igual que el resto de accionistas, los efectos negativos de sus comportamientos de tipo oportunista. De este modo, una mayor participación de los gestores en la propiedad de la empresa tiende a alinear los intereses de los componentes del consejo con los del resto de accionistas (Jensen y Meckling, 1976).

Sin embargo, el control de una fracción significativa de los derechos de voto de la empresa por parte de los gestores refuerza su poder político y por consiguiente, su posición y la continuidad al frente de su puesto como directivo o consejero. Una elevada concentración de la propiedad en manos del equipo gestor le otorga una relativa inmunización frente al resto de mecanismos de gobierno corporativo, en la medida en que una elevada participación reduce la probabilidad de éxito de tomas de control hostiles en el mercado de control corporativo que persiguen disciplinar a los gestores, el poder de voto concentrado en manos de los gestores limita la capacidad de accionistas disidentes para presentar una composición del consejo alternativa,... De este modo, la propiedad accionarial de los gestores podría conducir a una situación de atrincheramiento de los gestores, perjudicial para los intereses del resto de accionistas.

Por tanto, las consecuencias de la participación del equipo gestor en la propiedad de la empresa pueden tener efectos absolutamente antagónicos sobre el objetivo financiero de la empresa —la maximización de la riqueza del accionista, bien un efecto positivo de convergencia de intereses o bien, un efecto deletéreo

de atrincheramiento de los gestores que les permite adoptar comportamientos oportunistas, sin que por ello puedan perder la continuidad en su empleo. Sin embargo, ambos efectos no tienen porqué ser necesariamente excluyentes, sino que podrían producirse de forma solapada (hipótesis de coexistencia de las funciones de convergencia de intereses y de atrincheramiento de los gestores para diferentes tramos de participación accionarial). En este sentido la evidencia empírica ha reconocido la existencia de efectos de convergencia de intereses y efectos de atrincheramiento como resultado de la participación accionarial de los gestores, así como la coexistencia de ambos con dominio alternativo para diferentes tramos de participación accionarial (Morck, Schleifer y Vishny 1988, Barnhart, Marr y Rosenstein 1994, McConnell y Servaes 1990, Hermail y Weisbach 1992).

Los estudios previos que analizan la relación entre nivel de diversificación y participación accionarial proporcionan una evidencia contradictoria. Por una parte, Liebeskind y Opler (1995) observan que las grandes empresas americanas no cotizadas, que se caracterizan en términos medios por una mayor participación accionarial de los gestores, presentan menores niveles de diversificación corporativa que empresas comparables cotizadas en los mercados bursátiles, y con menores niveles de participación de los gestores en el capital. Por otra parte, Lewellen, Loderer y Rosenfeld (1989) examinan una muestra de fusiones y observan que una mayor participación de los gestores incrementa el incentivo a reducir el riesgo. May (1995) a partir, también, de una muestra de fusiones observa una relación negativa entre una variable proxy de la fracción de la riqueza de los gestores invertida en la empresa y la covarianza de los rendimientos de la empresa adquirente y objetivo. El autor interpreta que su resultado sugiere que los gestores con una mayor riqueza personal invertida en la empresa tratan de reducir el riesgo a través de adquisiciones diversificadas. Denis, Denis y Sarin (1997) observan una relación negativa y significativa entre participación de los gestores y diversificación utilizando distintas medidas de diversificación corporativa.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es el análisis de la eficiencia supervisora de la participación accionarial de los gestores para controlar los conflictos de intereses en relación con la adopción de decisiones directivas no creadoras de riqueza para los accionistas, y que constituyen, en consecuencia, una de las manifestaciones posibles de los problemas de agencia: la adopción o mantenimiento de procesos de diversificación en el seno de la gran empresa industrial española. A partir del marco teórico presentado se exponen seguidamente las hipótesis que se proponen para su contraste empírico.

III – HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN Y METODOLOGÍA

Hipótesis a contrastar

Diferentes trabajos teóricos y empíricos examinan las causas y consecuencias de la adopción de procesos de diversificación corporativos constatando que en términos medios la diversificación no aporta riqueza para los accionistas y que en constituye una expresión o manifestación posible del comportamiento oportunista de los ejecutivos que sacrifican la riqueza de los propietarios de la empresa en beneficio propio (Jensen, 1986).

En este sentido, la participación accionarial de los gestores puede desempeñar *una función de alineamiento de intereses* entre el equipo gestor y el resto de accionistas de la empresa. Por lo tanto, conforme la participación accionarial de los gestores se incrementa, soportan una mayor fracción de los costes asociados con actuaciones no creadoras de valor, y serán por tanto, menos proclives a adoptar políticas que reduzcan riqueza para los accionistas. En línea con este argumento cabe esperar que:

H1-Hipótesis de convergencia de intereses: la participación accionarial de los miembros del equipo gestor estará negativamente relacionada con el nivel de diversificación.

Sin embargo, dicha participación podría dar lugar, al mismo tiempo, a un *efecto de atrincheramiento de los gestores*, en la medida en que limite la eficacia de otros mecanismos de control corporativo, como por ejemplo, la actuación supervisora del Consejo o la del mercado de control corporativo. Tal efecto de atrincheramiento unido a una necesidad creciente de reducción del riesgo personal de los gestores que se incrementa conforme la participación de los mismos en el capital de la empresa aumenta³, debido a la ausencia de diversificación en su capital humano y, posiblemente, en su cartera accionarial, podrían conducir a una efecto de signo contrario: el atrincheramiento de los gestores en la dirección de la empresa con el fin de obtener objetivos privados que maximizan su función de utilidad. De este modo, cabe esperar de acuerdo con dicho razonamiento que:

H2-Hipótesis de atrincheramiento de los gestores: la participación accionarial de los miembros del equipo gestor estará positivamente relacionada con el nivel de diversificación.

Por tanto, a priori la participación accionarial de los gestores puede inducir un doble efecto sobre determinadas decisiones, como las de diversificación, que permiten la reducción del riesgo empresarial y del gestor, así como la obtención de otros beneficios privados. Un primer efecto es el de convergencia de intereses entre accionistas y gestores, el cual lleva a predecir que conforme se incrementa la participación accionarial mayor es el incentivo de los gestores a no desarrollar estrategias –tales como la de diversificación– que puedan afectar negativamente al valor de mercado de los fondos propios. Por otro lado, conforme se incrementa la participación accionarial de los gestores mayores serán su poder político y sus posibilidades para eludir la disciplina de los mecanismos de gobierno corporativos, asimismo, también será mayor su capital humano y accionarial invertido en la empresa, y por tanto, su necesidad personal de reducción de riesgo. En consecuencia, cabría esperar que conforme se incrementa la participación accionarial mayor es el incentivo de los gestores a desarrollar estrategias –tales como la de diversificación– que si bien en términos medios parecen destruir riqueza para los accionistas, permiten la obtención de beneficios privados para los gestores, como es la reducción de la variabilidad de los flujos de caja de la empresa, y por tanto, del riesgo de la empresa y el del gestor.

En línea con dichos argumentos, cabría esperar la existencia de una *relación no lineal entre la participación accionarial de los gestores y la adopción de comportamientos oportunistas por parte de los*

³ En este sentido Denis, Denis y Sarin (1997) señalan que si bien las decisiones relativas a la adopción o mantenimiento de estrategias de diversificación aportan al gestor diversas fuentes potenciales

mismos. En la medida en que la participación accionarial actúe como un mecanismo de control eficaz y eficiente para mitigar los costes de agencia en la relación entre directivos y accionistas, cabría esperar una relación negativa entre la participación accionarial de los gestores y la adopción de estrategias de diversificación no creadoras de valor, pero en la medida en que la participación de los gestores se convierta en una herramienta de poder político al servicio de los intereses privados de los gestores, al permitir su atrincheramiento al frente de la empresa y la primacía de sus intereses privados sobre los del resto de propietarios, cabría esperar una relación positiva entre la participación de los gestores y la adopción de estrategias de diversificación. De acuerdo con estos argumentos cabe plantear también como hipótesis a contrastar que:

H3-Hipótesis de coexistencia de los efectos de atrincheramiento de los gestores y de convergencia de intereses: la participación accionarial de los miembros del equipo gestor estará relacionada de una forma no lineal con el nivel de diversificación.

Una vez contempladas las hipótesis a contrastar en el modelo, procedemos a exponer las fuentes de información, las variables, y la metodología empleada en el estudio empírico.

Base de datos, variables, y metodología

El estudio empírico de las relaciones entre la estructura de propiedad y la estrategia de diversificación desarrollada se ha llevado cabo sobre a partir del conjunto de empresas no financieras cotizadas (ininterrumpidamente) en la Bolsa de Madrid durante los años 1994 a 1996. Los datos necesarios para el análisis proceden de: la información económico-financiera y relativa a participaciones significativas en el capital de las empresas cotizadas facilitada por la CNMV, las propias Cuentas Anuales de las empresas, el directorio de accionistas Maxwell-Spinoza, así como los directorios de empresas: DICODI, Duns & Bradstreet, y Fomento de la Producción.

Sobre la muestra inicial de empresas (165) se han eliminado aquellas que carecían de actividad económica en el periodo analizado pero que suministraban información a la CNMV, así como, aquellas empresas que durante el ejercicio en el que se centra este estudio (1996) experimentaron procesos de quiebra o de liquidación. La aplicación de dichos filtros redujo la muestra inicial a 149 empresas no financieras.

Este trabajo utiliza como medida de diversificación corporativa la medida categórica de Rumelt (1974). Dicha medida, inicialmente debida a Wrigley (1970), y difundida por Channon (1973), goza de una extensa aceptación y respaldo en trabajos posteriores (Ramanujam y Varadarajan, 1989). De acuerdo con la medida de diversificación propuesta por Rumelt, las empresas deben clasificarse atendiendo a dos ratios: el ratio de especialización y el de relación productiva. El ratio de especialización productiva se define como el porcentaje de la cifra total de negocio que corresponde a la actividad principal de la

de beneficios privados, únicamente la reducción personal del riesgo del gestor constituye un beneficio cuya utilidad marginal está correlacionada (positivamente) con la participación del mismo en el capital.

empresa, es decir, aquella actividad de la cual obtiene la mayor parte de sus ingresos. El ratio de relación productiva se define como el porcentaje de la cifra total de negocio que corresponde al principal conjunto de negocios relacionados que desarrolla la empresa. En base a estos ratios se definen cuatro posibles estrategias de diversificación:

1. NEGOCIO UNICO: R.E. \geq 95%
2. NEGOCIO DOMINANTE: $70 < \text{R.E.} < 95\%$
3. DIVERSIFICACIÓN RELACIONADA: R.E. $< 70\%$ y R.R. $\geq 70\%$
4. DIVERSIFICACIÓN NO RELACIONADA: R.E. $< 70\%$ y R.R. $< 70\%$

La muestra de empresas analizada no presenta una distribución uniforme de las categorías que configuran la tipología estratégica propuesta por Rumelt. Del conjunto de 149 empresas que configuran la muestra finalmente analizada, un 38,9% han sido clasificadas como empresas de negocio único (N.U.), un 36,2% como empresas con un negocio dominante (N.D.), el 18,1% lo componían empresas diversificadas de forma relacionada (D.R.), y únicamente un 6,7% del total de la muestra corresponde a empresas clasificadas como diversificadas de forma no relacionada (D.N.R.). La distribución asimétrica de la variable categórica de Rumelt a través de la muestra analizada, conduce a un escaso tamaño en términos relativos para las categorías de empresas diversificadas de forma no relacionada, así como para las empresas diversificadas de forma relacionada. Dicha asimetría en la distribución, introduce los problemas asociados a tamaños muestrales exigüos. Por ello, hemos considerado adecuado agrupar el conjunto de empresas clasificadas como diversificadas de forma relacionada y no relacionada bajo un único epígrafe – empresas diversificadas (E.D.)–, las cuales suponen un 24,8% del total de empresas de la muestra, una vez reagrupadas dichas categorías.

La información relativa a la estructura de propiedad de la empresa procede de los datos sobre participaciones significativas y de los consejeros de las empresas cotizadas publicados por la CNMV. Dicha información permite identificar y cuantificar la participación de aquellos accionistas con participaciones en el capital de la empresa superiores al 5% del capital social, así como la de los consejeros de la empresa. La CNMV no proporciona información relativa a la participación accionarial del equipo directivo, salvo en el caso de que los directivos sean también consejeros.

Con el fin de medir la participación del equipo gestor en la empresa, en el trabajo que se presenta, se han utilizado las siguientes medidas de participación en la propiedad:

- a) Participación de todos los miembros del consejo de administración (CONSEJO).
- b) Participación del presidente del consejo de administración (CHAIRMAN).
- c) Participación del presidente del comité ejecutivo (CEO).

En las tablas I y II se recogen, respectivamente, estadísticos descriptivos de dichas variables, y la matriz de correlaciones entre las mismas.

Tabla I. Participación en el capital social: estadísticos descriptivos.

| | Media | Mediana | Desv. típ. | Mínimo | Máximo | Número de casos |
|-----------|-------|---------|------------|--------|--------|-----------------|
| CONSEJO* | 22,88 | 6,50 | 27,54 | 0 | 95,24 | 149 |
| CHAIRMAN† | 7,89 | 0,11 | 15,65 | 0 | 86,16 | 123 |
| CEO‡ | 7,71 | 0,083 | 15,63 | 0 | 86,16 | 112 |

* Participación accionarial de todos los miembros del consejo de administración.

† Participación accionarial del presidente del consejo de administración.

‡ Participación accionarial del presidente del comité ejecutivo.

Tabla II. Matriz de correlaciones entre variables.

| | CONSEJO | CHAIRMAN | CEO |
|-----------|---------|----------|-----|
| CONSEJO* | 1 | | |
| CHAIRMAN† | ,414*** | 1 | |
| CEO‡ | ,421*** | ,932*** | 1 |

*** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

En relación con los estadísticos descriptivos de las variables relativas a la participación accionarial de los gestores cabe resaltar la elevada correlación existente entre la participación del presidente del consejo de administración y la del presidente del comité ejecutivo, consecuencia en parte, de la ausencia de separación de ambas funciones en algunas de las empresas de la muestra.

Por otro lado, en el análisis de la relación existente entre la participación de los gestores en la propiedad y el nivel de diversificación corporativo no podemos obviar la incidencia de determinados factores que constituyen determinantes reconocidos del nivel de diversificación corporativo, y que por tanto, deben ser considerados como variables de control en el modelo, como son: la naturaleza de los principales accionistas de la empresa y la concentración de la propiedad, el tamaño de la misma, su capacidad de generación de recursos financieros, y el sector o sectores de actividad.

La naturaleza de los accionistas y su vinculación con la empresa condicionan sus intereses e incentivos a la hora de desarrollar sus funciones de supervisión y control como accionistas. En los modelos se utiliza como medida de control de la naturaleza de los principales accionistas y de su vinculación con la empresa variables continuas indicativas de la participación en el capital de cada uno de los tres principales accionistas distinguiendo a tal efecto las siguientes categorías de accionistas atendiendo a su naturaleza: accionistas individuales o grupos familiares (FA123), empresas no financieras (EM123), administraciones

públicas (ES123), entidades de crédito (BA123), inversores institucionales: fondos y sociedades de inversión mobiliaria, fondos de pensiones, y compañías de seguros (IC123).

Por otra parte, el tamaño de la empresa constituye un determinante clásico del nivel de diversificación corporativo. De este modo si no controlamos explícitamente su tamaño podríamos observar, por ejemplo, una relación negativa entre la diversificación de la empresa y la participación en la propiedad de los gestores debida simplemente a que las empresas con una elevada participación directiva son pequeñas empresas que carecen de oportunidades de expansión rentable hacia nuevas líneas de negocio. En consecuencia, cabría esperar que el tamaño de la empresa estará relacionado positivamente con el nivel de diversificación. El tamaño de la empresa se ha medido a través del importe neto de la cifra de negocio de la empresa (TAMAÑO).

Los resultados obtenidos por la empresa, entendidos como la capacidad de generación de recursos financieros por parte de la misma, constituyen otro determinante del nivel de diversificación desarrollado por la empresa, si bien a priori, el signo de este efecto constituye una cuestión muy debatida por diferentes trabajos, tanto de carácter teórico como empírico. Por una lado, Shleifer y Vishny (1989) argumentan que cuando los malos resultados de la empresa amenazan la seguridad del directivo al frente de su puesto de trabajo, los gestores tratarán de diversificar su empresa acometiendo adquisiciones para introducirse en nuevos negocios rentables con el fin de diversificar el riesgo de su capital humano invertido en la empresa (hipótesis de necesidad de diversificación del riesgo del capital humano). Por otra parte, Morck, Shleifer y Vishny (1990) argumentan que los gestores de empresas con malos resultados llevarán a cabo malas adquisiciones debido simplemente a su incompetencia –“malos gestores” (hipótesis de incompetencia de los gestores). En cualquier caso, en línea con ambos argumentos cabe esperar una relación negativa entre el nivel de diversificación de la empresa y los resultados obtenidos por la misma en su pasado inmediato.

Sin embargo, en línea con la hipótesis del orgullo de los gestores formalizada por Roll (1986), cabría observar una relación positiva entre los resultados obtenidos por la empresa y el nivel de diversificación corporativo, debido a que los “buenos gestores podrían pecar de soberbia”, y ser más proclives a sobrevalorar las sinergias vinculadas con sus capacidades para gestionar conjuntamente negocios no relacionados. Asimismo, de acuerdo con la hipótesis del free cash flow (Jensen, 1986) cabría esperar una relación positiva entre la generación de flujos de caja de libre disposición y el nivel de diversificación corporativo. De acuerdo, con estos dos argumentos cabría esperar que los resultados de la empresa estén relacionados positivamente con nivel de diversificación (hipótesis del orgullo de los gestores, e hipótesis de los flujos de caja de libre disposición). Por tanto, es necesario considerar explícitamente la capacidad de generación de recursos financieros como determinante del nivel de diversificación corporativo, con el fin de evitar posibles correlaciones espurias entre las variables incluidas en el modelo. Con el fin de controlar la capacidad de la empresa para generar flujos de caja hemos utilizado como medida de control de los resultados obtenidos por la empresa en el pasado, es decir, de la capacidad de la empresa para generar rentas en los ejercicios 1996 e inmediatamente anteriores, la tasa de crecimiento anual de los recursos generados por la empresa durante los ejercicios 1994 a 1996 (RDOS.P.).

Finalmente, la estructura y características del sector de actividad en el cual compete la empresa puede determinar su estrategia corporativa. Es, por tanto, necesario considerar la adscripción sectorial de las empresas con el fin de controlar el impacto de dicho determinante sobre su nivel de diversificación. Por ello, se han introducido en el modelo variables dummy sectoriales con el fin de controlar la incidencia de las características propias del sector de actividad sobre la estrategia de diversificación desarrollada por la empresa. Las variables dummy utilizadas se ajustan a la clasificación sectorial de las empresas desarrollada por la Bolsa de Madrid.

La naturaleza categórica de la variable dependiente en el estudio (tipología de Rumelt para la estrategia de diversificación corporativa) aconseja utilizar para el contraste de las hipótesis modelos logit multinomiales. Dichos modelos permiten obtener una combinación lineal de las variables independientes a través de la cual se puede estimar las “ventajas” (odds o relación de probabilidades) a favor de que un determinado individuo pertenezca a uno de los grupos que representa la variable dependiente.

Los coeficientes de dichos modelo indican la repercusión (positiva o negativa) de un incremento de la variable independiente sobre la variable dependiente del mismo, es decir, sobre el logaritmo neperiano de la relación entre la probabilidad de obtener una determinada respuesta de la variable y la probabilidad de que la respuesta sea el valor de la variable categórica tomado como grupo base o de comparación. Por tanto, los coeficientes del modelo permiten conocer si una variación en una variable independiente incrementa o disminuye la probabilidad relativa de que la respuesta sea el valor de la variable categórica analizado. Los modelos se ha estimado utilizando el paquete estadístico LIMDEP (v. 7.0).

Los modelos logit permiten estimar a partir de una variable con tres categorías (estrategia de negocio único, dominante, o diversificación) dos ecuaciones para los logaritmos de cocientes de probabilidades expresados como combinación lineal de las variables independientes del modelo. De este modo, si partimos de una variable dependiente con tres categorías de respuestas posibles, podemos estimar dos ecuaciones a través de las cuales analizamos el signo del efecto que las variables independientes ejercen sobre la relación entre la probabilidad de que la empresa haya adoptado la estrategia de negocio dominante frente a la probabilidad asociada a la estrategia de negocio único, en una primera ecuación, y por otra parte los signos de los efectos de las variables independientes sobre la relación entre la probabilidad de que la empresa haya adoptado la estrategia de diversificación frente a la probabilidad asociada a la estrategia de negocio único, en la segunda ecuación.

$$\ln \left[\frac{\text{Pr ob. Estrategia} = \text{N.D.}}{\text{Pr ob. Estrategia} = \text{N.U.}} \right] = \beta_{0,0} + \beta_{1,0} \cdot \text{Part.gestores} + \beta_{2,0} \cdot \text{Part.gestores}^2 + \beta_{3,0} \cdot \text{Tamaño} + \\ + \beta_{4,0} \cdot \text{Resultados previos} + \beta_{\alpha,0} \cdot \text{Dummies Sectoriales} + \beta_{\eta,0} \cdot \text{Naturaleza Acctas.}$$

$$\ln \left[\frac{\text{Pr ob. Estrategia} = \text{E.D.}}{\text{Pr ob. Estrategia} = \text{N.U.}} \right] = \beta_{0,1} + \beta_{1,1} \cdot \text{Part.gestores} + \beta_{2,1} \cdot \text{Part.gestores}^2 + \beta_{3,1} \cdot \text{Tamaño} + \\ + \beta_{4,1} \cdot \text{Resultados previos} + \beta_{\alpha,1} \cdot \text{Dummies Sectoriales} + \beta_{\eta,1} \cdot \text{Naturaleza Acctas.}$$

La estimación del modelo se puede efectuar utilizando como grupo base o de comparación (que es la que aparece en los denominadores de las variables dependientes de las ecuaciones) cualquiera de las categorías posibles de la variable dependiente inicial, en nuestro caso, cualquiera de las tres respuestas posibles de la variable categórica de Rumelt: negocio único, negocio dominante, o empresa diversificada. Puesto que, la estrategia de diversificación es secuencial, en las ecuaciones se ha optado por utilizar como categoría de referencia o de comparación la de negocio único, debido a que ésta constituye la categoría inicial, por la cual atraviesan todas las empresas con independencia de que a lo largo de su vida incrementen su nivel de diversificación adoptando una estrategia de negocio dominante, o finalmente una estrategia de diversificación.

IV – RESULTADOS EMPÍRICOS

Las principales características y resultados de los modelos logit multinomial estimados aparecen recogidos en el cuadro nº1. En concreto, para cada modelo se muestra el valor de los coeficientes de las diferentes variables, así como estadísticos de contraste del nivel de significación del modelo en su conjunto y de los coeficientes de las variables. También se recogen los porcentajes de predicciones correctas proporcionados por las matrices de confusión para cada modelo, las cuales proporcionan una medida adicional de sus capacidades predictivas.

Cuadro nº1

Estimaciones de los modelos logit multinomiales relativos a la estrategia de diversificación adoptada por la empresa (negocio único, negocio dominante, y estrategia de diversificación), utilizando como medidas alternativas de la participación accionarial de los gestores las relativas al presidente del consejo, del comité ejecutivo, y las de todos los consejeros de la empresa. Se indican los coeficientes estimados en el modelo, así como el valor de su estadístico de contraste. Se han omitido los controles sectoriales y relativos a la naturaleza y vinculación de los principales accionistas. Se indican también, el nivel y p-valor del estadístico chi-cuadrado, y el porcentaje de predicciones correctas en la matriz de confusión.

Participación accionarial de los gestores

| Variables | Modelo logit nº1: Presidente del comité ejecutivo (CEO) | | Modelo logit nº2: Presidente del consejo (CHAIRMAN) | | Modelo logit nº3: Todos los consejeros (CONSEJO) | |
|-------------------------|---|-----------------------|---|-----------------------|--|-----------------------|
| | Negocio dominante | Empresa diversificada | Negocio dominante | Empresa diversificada | Negocio dominante | Empresa diversificada |
| Constant | -2,847 | -0,573 | -2,456 | -0,452 | -2,093 | -2,57E-02 |
| | -2,274** | -0,529 | -2,167** | -0,447 | -1,997** | -0,027 |
| P.GES. | 2,55E-02 | 5,62E-02 | 1,73E-03 | 7,58E-03 | -4,38E-03 | -1,98E-02 |
| | 2,418** | 2,021** | 2,035** | 1,459 | -0,528 | -1,921* |
| P.GES.^2 | -2,46E-02 | -5,51E-02 | -1,23E-03 | -7,42E-03 | | |
| | -2,373** | -1,990** | -2,550** | -1,467 | | |
| TAMAÑO | 1,73E-06 | 7,09E-07 | 2,20E-06 | 1,20E-06 | 3,21E-06 | 2,48E-06 |
| | 1,163 | 0,424 | 1,467 | 0,718 | 1,782* | 1,305 |
| RDOS.P. | -2,56E-03 | -2,86E-03 | -3,06E-03 | -3,54E-03 | -1,24E-03 | -1,81E-03 |
| | -1,807* | -2,089** | -2,164** | -2,408** | -1,273 | -1,881* |
| Chi-cuadrado y p-valor: | 100,124 | | 70,410 | | 49,537 | |
| | 0,000 | | 0,000 | | 0,004 | |
| Predicciones correctas | 67,11% | | 62,42% | | 55,70% | |

* p<0,1; ** p<0,05; ***p<0,01

Los resultados de los modelos logit multinomiales utilizando como medidas alternativas de la participación accionarial de los gestores la del presidente del consejo de administración y la del presidente del comité ejecutivo muestran en ambos casos la existencia de una relación significativa entre las participaciones accionariales de los presidentes del consejo de administración y del comité ejecutivo, y la probabilidad de que una empresa adopte una estrategia de negocio dominante o de diversificación en relación con la probabilidad de que la empresa adopte una estrategia de negocio único. Los resultados para dichas variables confirman la hipótesis tercera: la existencia de una relación no lineal entre la participación accionarial de los consejeros de la empresa y el nivel de diversificación de la empresa,

confirmando por tanto la coexistencia tanto de efectos de atrincheramiento de los gestores ligados con su participación en el capital como la existencia de un efecto de convergencia de intereses.

Los signos positivos de la variable participación accionarial del consejero delegado de la sociedad (CEO) en las dos ecuaciones estimadas para el primer modelo logit es consistente con la hipótesis de atrincheramiento asociado con incrementos en la participación accionarial del consejero delegado: conforme su participación en el capital se incrementa, también lo hace la probabilidad de que la empresa adopte una estrategia de diversificación o de negocio dominante con relación a la probabilidad de que la empresa adopte una estrategia de negocio único. Sin embargo, al mismo tiempo, la relación entre el cuadrado de la participación accionarial del consejero delegado (CCEO) y la probabilidad de que la empresa adopte tanto una estrategia de diversificación como de negocio dominante en relación con la probabilidad de que siga la estrategia de negocio único es negativa. Los coeficientes de la variable (CCEO) en las dos ecuaciones estimadas apuntan la existencia de un efecto de convergencia tanto mayor cuanto mayor sea la participación accionarial del presidente del comité ejecutivo.

Los coeficientes de las variables relativas a la participación de los gestores son estadísticamente significativos con un nivel de confianza superior al 95%, tanto para el análisis de la probabilidad de la adopción de una estrategia de diversificación con relación a la probabilidad de la estrategia de negocio único, como para el análisis de la probabilidad de la estrategia de negocio dominante con la relación a la probabilidad de negocio único.

Para el segundo modelo logit, en el cual se emplea como medida de participación accionarial de los gestores la correspondiente al presidente del consejo de administración (CHAIRMAN), observamos nuevamente una relación no lineal y significativa entre la participación accionarial de los gestores y la probabilidad de adopción de la estrategia de diversificación o de negocio dominante con relación a la probabilidad de negocio único. Los resultados para dichas variables corroboran la hipótesis de coexistencia de los efectos de atrincheramiento y convergencia: dominio del efecto de atrincheramiento para niveles de participación accionarial del presidente del consejo relativamente bajos, pero con una importancia creciente del efecto de convergencia para niveles relativamente elevados.

Los signos de los coeficientes son idénticos en las ecuaciones estimadas considerando como medidas alternativas la participación accionarial del chairman o la del ceo. Los coeficientes de las variables relativas a la participación accionarial del presidente del consejo son estadísticamente significativos con un nivel de confianza superior al 95% en la ecuación relativa al logaritmo de la razón entre la probabilidad de adopción de estrategia de negocio dominante y la de adopción de negocio único. Sin embargo, para la ecuación relativa al logaritmo de la razón entre la probabilidad de adopción de estrategia de diversificación y la de negocio único, la significatividad de los coeficientes de las variables participación accionarial del presidente del consejo y su cuadrado se aceptaría para un nivel de confianza del 85%.

Finalmente el análisis logit multinomial tomando como variable explicativa la participación accionarial de todos los consejeros (CONSEJO), muestra una relación negativa y estadísticamente significativa entre

dicha variable y el logaritmo de la razón entre la probabilidad de la estrategia de diversificación y la de la estrategia de negocio único. Los resultados para esta variable confirman la hipótesis de convergencia de intereses (hipótesis primera), y por tanto la existencia de una relación negativa entre la participación accionarial de todos los miembros del consejo de administración y la probabilidad de que la estrategia desarrollada por la empresa sea la de diversificación.

El coeficiente de dicha variable es estadísticamente significativo con un nivel de confianza muy próximo al 95%. Asimismo, se observa una relación negativa entre la participación accionarial de todos los consejeros y el logaritmo de la razón de probabilidades de las estrategias de negocio dominante y negocio único, sin embargo dicha relación no es estadísticamente significativa.

En definitiva, los resultados muestran la existencia de una relación significativa entre la participación accionarial de los gestores y la adopción por parte de la sociedad de estrategias de diversificación.

La relación no lineal entre las variables relativas a la participación accionarial del consejero delegado (CEO) o del presidente del consejo (CHAIRMAN), así como el signo negativo de variable relativa a la participación accionarial de todos los consejeros (CONSEJO) muestran la existencia de una relación significativa entre la estructura de propiedad de la empresa y los logaritmos de ratios o relaciones entre probabilidades estimados por los modelos logit: cociente entre la probabilidad asociada a la estrategia de negocio dominante y la probabilidad asociada a la estrategia de negocio único, así como entre la probabilidad de la estrategia de diversificación y la de negocio único.

El signo negativo de los coeficientes de las variables que recogen el cuadrado de la participación del consejero delegado (CCEO) y del presidente del consejo (CCHAIRMAN), así como el signo negativo del coeficiente de la participación de todos los consejeros (CCONSEJO) muestra la existencia de una función de alineamiento de intereses tanto más intensa cuanto mayor es la participación accionarial de los gestores. Es decir, conforme la participación accionarial del consejero delegado y del presidente del consejo se incrementa también lo hace la probabilidad de que la empresa adopte estrategias de diversificación, sin embargo el coeficiente negativo de dichas participaciones al cuadrado, así como el de la variable participación accionarial de todos los consejeros en su respectivo modelo parece indicar que una elevada participación de los gestores permite un control más eficaz de la posible adopción por parte de los gestores de estrategias de diversificación presumiblemente no creadoras de riqueza para los accionistas. Sin embargo, los resultados a la par que parecen confirmar la existencia de una función de alineamiento de intereses asociada a las variables relativas a la participación en la propiedad de los gestores, también confirman la existencia de una función de atrincheramiento de los gestores asociada con la participación de los mismos en la propiedad (presidente del consejo o presidente del comité ejecutivo), tanto más relevante cuanto menor es su participación en términos relativos. Sin embargo, si bien se observa la existencia de una asociación positiva entre la participación de los presidentes del comité ejecutivo y del consejo de administración y la probabilidad de adopción de estrategias de diversificación; dicho efecto de atrincheramiento de los gestores no parece observarse para la variable participación de todos los miembros del consejo de administración.

En suma, los resultados obtenidos confirman la existencia de una relación estadísticamente significativa entre la participación accionarial de los gestores y la probabilidad de seguimiento por parte de las empresas de estrategias de diversificación. Los resultados, por tanto, parecen confirmar la hipótesis tercera, relativa a la coexistencia de los efectos de atrincheramiento de los gestores y de la función de alineamiento de intereses.

Con relación a las variables de control empleadas en el análisis, cabe destacar la relación negativa entre la variable tasa anual de crecimiento de los recursos generados por la empresa en el trienio 1994-1996 y la probabilidad de adopción de estrategias de negocio dominante y diversificación con relación a la probabilidad de negocio único. El coeficiente de dicha variable es asimismo significativo con un nivel de confianza superior al 95% en cinco de las seis ecuaciones estimadas en los estudio empírico. El signo del coeficiente parece, por tanto, muestran la relación positiva entre los malos resultados de la empresa y el desarrollo de estrategias de diversificación. Sin embargo, los resultados presentados en este trabajo, no permiten distinguir si dicha relación es atribuible al argumento de necesidad de reducción del riesgo del capital humano del gestor preconizado por Shleifer y Vishny (1989) o al argumento de incompetencia de los gestores que lleva a malas estrategias de adquisición o diversificación formulado por Morck, Shleifer y Vishny (1990). Los resultados no confirman la hipótesis relativa a la existencia de una relación positiva entre los resultados de la empresa y su nivel de diversificación.

En línea con la relación esperada para la variable tamaño, el signo de su coeficiente es positivo en las seis ecuaciones estimadas, pero sin embargo no es estadísticamente significativo en ninguna de ellas excepto en la relativa al logaritmo del cociente entre las probabilidades de estrategia de negocio dominante y la de negocio único cuando la variable explicativa relativa a la estructura de propiedad es la participación accionarial de todos los consejeros.

En relación con el resto de variables de control introducidas en el análisis, tanto relativas a la naturaleza de los principales accionistas de la empresa como a los sectores de actividad de las mismas, cabe destacar que independientemente de que presenten una mayor o menor significatividad estadística en unos u otros modelos, los signos de los coeficientes de dichas variables son robustos en el sentido que se mantienen en todos los modelos constantes –con el mismo signo–, con independencia de la significatividad que pueda tener cada coeficiente en los distintos modelos. Los resultados confirman las relaciones esperadas para las variables de control: la concentración de la propiedad y naturaleza de los principales accionistas, así como la adscripción sectorial de la empresa constituyen determinantes significativos del nivel de diversificación corporativo.

V – CONCLUSIONES

El trabajo presentado analiza las relaciones entre la participación en la propiedad del capital de los gestores de la empresa, y la adopción por parte de la misma de estrategias de diversificación, las cuales en términos medios no son creadoras de riqueza para los accionistas, a partir de la información disponible para las empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español en el periodo 1994-1996.

La evidencia presentada confirma la hipótesis de que la participación accionarial de los gestores induce un doble efecto de signo contrario sobre decisiones directivas que constituyen, en principio, manifestaciones de los conflictos de intereses en el seno de la organización y del comportamiento oportunista de los gestores: la coexistencia de la función de atrincheramiento de los gestores y de la función de convergencia de intereses, es decir, la existencia de una relación no lineal y significativa entre la participación de los gestores en el capital de la empresa y la probabilidad de adopción de estrategias de diversificación. Dicha relación no lineal evidencia la importancia relativa de las funciones de atrincheramiento de los gestores, y de convergencia de intereses para diferentes tramos de participación accionarial de los gestores.

El análisis de la eficiencia de la participación de los gestores en el capital muestra su capacidad de desarrollar una función de alineamiento de intereses entre el equipo gestor y el resto de accionistas de la empresa, para niveles relativamente altos de participación accionarial. De este modo, conforme la participación accionarial de los gestores se incrementa, éstos soportan una mayor fracción de los costes asociados con actuaciones no creadoras de valor, que conduce a la reducción de los incentivos de los mismos a la hora de adoptar políticas que reducen riqueza de los accionistas.

La evidencia obtenida parece confirmar así mismo la existencia de una función de atrincheramiento de los gestores que induce un efecto de signo contrario: el atrincheramiento de los gestores en la dirección de la empresa con el fin de obtener objetivos privados que maximizan su función de utilidad aún a costa de los intereses del resto de accionistas, como es el caso de los derivados de la adopción de procesos de diversificación. Dicho efecto se revela significativamente dominante para niveles relativamente bajos de participación accionarial.

Por lo tanto, la evidencia obtenida muestra que la participación de los gestores en la propiedad puede inducir un doble efecto de signo contrario sobre la adopción o mantenimiento de estrategias de diversificación. Por un lado, los resultados confirman la hipótesis de atrincheramiento de los gestores: conforme la participación de los gestores se incrementa también lo hace la probabilidad de que la empresa siga estrategias de diversificación. Sin embargo, el signo negativo del cuadrado de la participación de los gestores en el capital confirma la hipótesis de convergencia de intereses: partir de un cierto umbral, la mayor fracción de los costes asociados con políticas no creadoras de valor como es el caso de las estrategias de diversificación, reduce los incentivos de los gestores, y como consecuencia la probabilidad de que la empresa adopte tales estrategias.

La evidencia presentada confirma la capacidad supervisora de la propiedad directiva como mecanismo de gobierno de la empresa, sin embargo también alerta de los efectos deletéreos que pueden surgir como consecuencia de que dicho mecanismo atrinchere a los gestores y les induzca a reemplazar el objetivo financiero de la empresa por el de la satisfacción o maximización de sus intereses personales.

REFERENCIAS

- Amihud, Y. y Lev, B. (1981): "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pág. 605-617.
- Barnhart, S.W.; Marr, M.W.; y Rosenstein, S. (1994): "Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, págs.329-340.
- Berger, F.G. y Ofek, E. (1995a): "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pág. 39-65.
- Berger, F.G. y Ofek, E. (1995b): "Causes and effects of corporate refocusing programs", Working paper, New York University.
- Berger, F.G. y Ofek, E. (1996): "Bustup takeovers of value-destroying diversified firms", *Journal of Finance*, vol. 51, n°1, pág. 1175-1200.
- Chandler, Alfred D. (1977): *The visible hand*, Belknap press, Cambridge, Mass.
- Comment, R. y Jarrell, G. A. (1995): "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pág. 67-87.
- Cuervo C., A. (1997): *Estructura de propiedad y comportamiento de la empresa: objetivos alternativos de los accionistas en España*, Tesis Doctoral, Universidad de Salamanca.
- Denis, J., Denis, D.K., y Sarin, A. (1997): "Agency problems, Equity ownership, and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, vol. 52, n°1, pág. 135-160.
- Harris, M.; C.H. Krievell; y Raviv, A. (1982): "Asymmetric information, incentives, and intrafirm resource allocation", *Management Science*, vol. 28, pág. 604-620.
- Hermalin, B.E.; y Weisbach, M.S. (1992): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, Vol. 20, págs.101-112.
- Hubbard, R. Glenn, and Darius Palia, 1998, A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view, forthcoming, *Journal of Finance*.
- Jensen, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, n°2, pág. 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm, managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pág. 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990a): "Performance pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2, pág. 225-264.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990b): "CEO incentives- It's not how much you pay, but how", *Journal of Applied Corporate Finance*, pág. 36-49.
- Jiménez M., J.J., y Villasalero D., M. (1998): *La estrategia de diversificación como fuente de ventaja competitiva desde una perspectiva contingente: una aproximación empírica a las empresas industriales españolas*, Ponencia presentada en el XII Congreso Nacional de AEDEM, Málaga.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M. (1994): "Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, vol. 102, n°6, pág. 1248-1280.
- Lewellen, Wilbur G. (1971): "A pure financial rationale for the conglomerate merger", *Journal of Finance*, vol. 26, pág. 521-535.

- Lewellen, Wilbur G., Claudio Loderer, and Ahron Rosenfeld, (1989): "Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, pág. 459-472.
- Liebeskind, Julia P., y Tim C. Opler, (1995): "The causes of corporate refocusing: Evidence from the 1980s", Working paper, Ohio State University.
- Lins, K., H. Servaes (1998): "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", forthcoming, *Journal of Finance*.
- Majd, S., y Myers, Steward. C. (1987): "Tax asymmetries and corporate income tax reform", in: Martin, Feldstein, ed., *Effects of Taxation on capital Accumulation* (University of Chicago Press, Chicago, III.)
- Marris, R. (1964): *The economic theory of managerial capitalism*, Free Press, Glencoe, III.
- Matusaka, John G. (1993): "Takeover motives during the conglomerate merger wave", *RAND Journal of Economics* 24, págs.357-379.
- May, Don O., (1995): "Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?", *Journal of Finance*, vol. 50, nº4, pág. 1291-1308.
- McConnell, J.J.; Servaes, H. (1990): " Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pág. 595-612.
- Meyer, M., P. Milgrom, y J. Roberts (1992): "Organizational prospects, influence costs, and ownership changes", *Journal of Economics and Management Strategy* 1, págs.9-35.
- Morck, R., Shleifer , A. y Vishny, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pág. 293-315.
- Morck, R., Shleifer , A. y Vishny, R.W. (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, vol. 45, nº1, pág. 31-48.
- Rajan, Raghuram, Henri Servaes, and Luigi Zingales (1998): The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment, Working Paper, University of Chicago and University of North Carolina at Chapel Hill.
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales (1998): "The tyranny of the inefficient: An enquiry into the adverse consequences of power struggles", Working Paper, University of Chicago.
- Ramanujan, V. y Varadarajan, P.(1989): "Research corporate diversification: a synthesis", *Strategic Management Journal*, vol. 10, pág. 523-551.
- Roll, R. (1986): "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business* 59, págs.197-216.
- Rumelt, R.P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*, Boston, Harvard University Press.
- Servaes, H. (1996): "The value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Finance*, vol. 51, pág. 1201-1225.
- Shin, Hyun-Han, and René M. Stulz, (1998) "Are internal capital markets efficient?", *Quarterly Journal of Economics* 113, págs.531-552.
- Shleifer, A., y Vishny, R.W. (1988): "Value maximization and acquisition process" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, pág. 7-20.
- Shleifer, A., y Vishny, R.W. (1989): "Management entrenchment: the case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pág. 123-139.
- Stein, Jeremy C. (1997): "Internal capital markets and the competition for corporate resources", *Journal of Finance* 52, págs.111-133.

- Stulz, R.M. (1990): "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, pág. 3-27.
- Suárez, I. (1994): "Estrategia de diversificación y resultados de la empresa española". *Revista de Economía Aplicada*, nº4, pág. 103-128.
- Teece, David J. (1980): "Economies of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, págs.223-247.
- Vila Grijales, E. (1998): *Diversificación: ¿crea o destruye valor?*, Tesina, Centro de estudios monetarios y financieros (CEMFI), Madrid.
- Weston, J. Fred (1970): "The nature and the significance of conglomerate firms", *St. John's Law Review*, vol. 44, pág. 66-80.
- Williamson, Oliver E. (1975): *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, Free Press, New York.
- Williamson, Oliver E. (1986): *Economic organization: Firms, Markets and Policy Control*, Free Press, New York.

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
RELACIÓN DE DOCUMENTOS DE TRABAJO:

- Doc. 001/88 JUAN A. VAZQUEZ GARCIA.- Las intervenciones estatales en la minería del carbón.
- Doc. 002/88 CARLOS MONASTERIO ESCUDERO.- Una valoración crítica del nuevo sistema de financiación autonómica.
- Doc. 003/88 ANA ISABEL FERNANDEZ ALVAREZ; RAFAEL GARCIA RODRIGUEZ; JUAN VENTURA VICTORIA.- Análisis del crecimiento sostenible por los distintos sectores empresariales.
- Doc. 004/88 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- Una propuesta para la integración multijurisdiccional.
- Doc. 005/89 LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JOSE MANUEL DIEZ MODINO.- La modernización del sector agrario en la provincia de León.
- Doc. 006/89 JOSE MANUEL PRADO LORENZO.- El principio de gestión continuada: Evolución e implicaciones.
- Doc. 007/89 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- El gasto público del Ayuntamiento de Oviedo (1982-88).
- Doc. 008/89 FELIX LOBO ALEU.- El gasto público en productos industriales para la salud.
- Doc. 009/89 FELIX LOBO ALEU.- La evolución de las patentes sobre medicamentos en los países desarrollados.
- Doc. 010/90 RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.- Investigación de las preferencias del consumidor mediante análisis de conjunto.
- Doc. 011/90 ANTONIO APARICIO PEREZ.- Infracciones y sanciones en materia tributaria.
- Doc. 012/90 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; CONCEPCION GONZALEZ VEIGA.- Una aproximación metodológica al estudio de las matemáticas aplicadas a la economía.
- Doc. 013/90 EQUIPO MECO.- Medidas de desigualdad: un estudio analítico
- Doc. 014/90 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- Una estimación de las necesidades de gastos para los municipios de menor dimensión.
- Doc. 015/90 ANTONIO MARTINEZ ARIAS.- Auditoría de la información financiera.
- Doc. 016/90 MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ.- La población como variable endógena
- Doc. 017/90 JAVIER SUAREZ PANDIELLO.- La redistribución local en los países de nuestro entorno.
- Doc. 018/90 RODOLFO GUTIERREZ PALACIOS; JOSE MARIA GARCIA BLANCO.- "Los aspectos invisibles" del declive económico: el caso de Asturias.
- Doc. 019/90 RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.- La política de precios en los establecimientos detallistas.
- Doc. 020/90 CANDIDO PAÑEDA FERNANDEZ.- La demarcación de la economía (seguida de un apéndice sobre su relación con la Estructura Económica).
- Doc. 021/90 JOAQUIN LORENCES.- Margen precio-coste variable medio y poder de monopolio.
- Doc. 022/90 MANUEL LAFUENTE ROBLEDO; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- El T.A.E. de las operaciones bancarias.
- Doc. 023/90 ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.- Amortización y coste de préstamos con hojas de cálculo.

- Doc. 024/90 **LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ; JEAN-MARC BUIGUES.**- Un ejemplo de política municipal: precios y salarios en la ciudad de León (1613-1813).
- Doc. 025/90 **MYRIAM GARCIA OLALLA.**- Utilidad de la teorías de las opciones para la administración financiera de la empresa.
- Doc. 026/91 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- Novedades de la legislación laboral (octubre 1990 - enero 1991)
- Doc. 027/91 **CANDIDO PAÑEDA.**- Agricultura familiar y mantenimiento del empleo: el caso de Asturias.
- Doc. 028/91 **PILAR SAENZ DE JUBERA.**- La fiscalidad de planes y fondos de pensiones.
- Doc. 029/91 **ESTEBAN FERNANDEZ SANCHEZ.**- La cooperación empresarial: concepto y tipología (*)
- Doc. 030/91 **JOAQUIN LORENCES.**- Características de la población parada en el mercado de trabajo asturiano.
- Doc. 031/91 **JOAQUIN LORENCES.**- Características de la población activa en Asturias.
- Doc. 032/91 **CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.**- Política económica regional
- Doc. 033/91 **BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.**- La conversión coactiva de acciones comunes en acciones sin voto para lograr el control de las sociedades anónimas: De cómo la ingenuidad legal prefigura el fraude.
- Doc. 034/91 **BENITO ARRUÑADA SANCHEZ.**- Restricciones institucionales y posibilidades estratégicas.
- Doc. 035/91 **NURIA BOSCH; JAVIER SUAREZ PANDIELLO.**- Seven Hypotheses About Public Chjoice and Local Spending. (A test for Spanish municipalities).
- Doc. 036/91 **CARMEN FERNANDEZ CUERVO; LUIS JULIO TASCON FERNANDEZ.**- De una olvidada revisión crítica sobre algunas fuentes histórico-económicas: las ordenanzas de la gobernación de la cabecera.
- Doc. 037/91 **ANA JESUS LOPEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.**- Indicadores de desigualdad y pobreza. Nuevas alternativas.
- Doc. 038/91 **JUAN A. VAZQUEZ GARCIA; MANUEL HERNANDEZ MUÑIZ.**- La industria asturiana: ¿Podemos pasar la página del declive?.
- Doc. 039/92 **INES RUBIN FERNANDEZ.**- La Contabilidad de la Empresa y la Contabilidad Nacional.
- Doc. 040/92 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- La Cooperación interempresarial en España: Características de los acuerdos de cooperación suscritos entre 1986 y 1989.
- Doc. 041/92 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- Tendencias empíricas en la conclusión de acuerdos de cooperación.
- Doc. 042/92 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- Novedades en la Legislación Laboral.
- Doc. 043/92 **RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES.**- El comportamiento del consumidor y la estrategia de distribución comercial: Una aplicación empírica al mercado de Asturias.
- Doc. 044/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.**- Un marco teórico para el estudio de las fusiones empresariales.
- Doc. 045/92 **CAMILO JOSE VAZQUEZ ORDAS.**- Creación de valor en las fusiones empresariales a través de un mayor poder de mercado.
- Doc. 046/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Influencia relativa de la evolución demográfica en le futuro aumento del gasto en pensiones de jubilación.
- Doc. 047/92 **ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Aspectos demográficos del sistema de pensiones de jubilación español.

- Doc. 048/92 **SUSANA LOPEZ ARES.**- Marketing telefónico: concepto y aplicaciones.
- Doc. 049/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- Las influencias familiares en el desempleo juvenil.
- Doc. 050/92 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- La adquisición de capital humano: un modelo teórico y su contrastación.
- Doc. 051/92 **MARTA IBÁÑEZ PASCUAL.**- El origen social y la inserción laboral.
- Doc. 052/92 **JUAN TRESPALACIOS GUTIERREZ.**- Estudio del sector comercial en la ciudad de Oviedo.
- Doc. 053/92 **JULITA GARCIA DIEZ.**- Auditoría de cuentas: su regulación en la CEE y en España. Una evidencia de su importancia.
- Doc. 054/92 **SUSANA MENENDEZ REQUEJO.**- El riesgo de los sectores empresariales españoles: rendimiento requerido por los inversores.
- Doc. 055/92 **CARMEN BENAVIDES GONZALEZ.**- Una valoración económica de la obtención de productos derivados del petróleo a partir del carbón
- Doc. 056/92 **IGNACIO ALFREDO RODRIGUEZ-DEL BOSQUE RODRIGUEZ.**- Consecuencias sobre el consumidor de las actuaciones bancarias ante el nuevo entorno competitivo.
- Doc. 057/92 **LAURA CABIEDES MIRAGAYA.**- Relación entre la teoría del comercio internacional y los estudios de organización industrial.
- Doc. 058/92 **JOSE LUIS GARCIA SUAREZ.**- Los principios contables en un entorno de regulación.
- Doc. 059/92 **M^a JESUS RIO FERNANDEZ; RIGOBERTO PEREZ SUAREZ.**- Cuantificación de la concentración industrial: un enfoque analítico.
- Doc. 060/94 **M^a JOSE FERNANDEZ ANTUÑA.**- Regulación y política comunitaria en materia de transportes.
- Doc. 061/94 **CESAR RODRIGUEZ GUTIERREZ.**- Factores determinantes de la afiliación sindical en España.
- Doc. 062/94 **VICTOR FERNANDEZ BLANCO.**- Determinantes de la localización de las empresas industriales en España: nuevos resultados.
- Doc. 063/94 **ESTEBAN GARCIA CANAL.**- La crisis de la estructura multidivisional.
- Doc. 064/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Metodología de la investigación econométrica.
- Doc. 065/94 **MONTSERRAT DIAZ FERNANDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ.**- Análisis Cualitativo de la fecundidad y participación femenina en el mercado de trabajo.
- Doc. 066/94 **JOAQUIN GARCIA MURCIA.**- La supervisión colectiva de los actos de contratación: la Ley 2/1991 de información a los representantes de los trabajadores.
- Doc. 067/94 **JOSE LUIS GARCIA LAPRESTA; M^a VICTORIA RODRIGUEZ URIA.**- Coherencia en preferencias difusas.
- Doc. 068/94 **VICTOR FERNANDEZ; JOAQUIN LORENCES; CESAR RODRIGUEZ.**- Diferencias interterritoriales de salarios y negociación colectiva en España.
- Doc. 069/94 **M^a DEL MAR ARENAS PARRA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.**
- Programación clásica y teoría del consumidor.

- Doc. 070/94 M^a DE LOS ÁNGELES MENÉNDEZ DE LA UZ; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Tantos efectivos en los empréstitos.
- Doc. 071/94 AMELIA BILBAO TEROL; CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Matrices especiales. Aplicaciones económicas.
- Doc. 072/94 RODOLFO GUTIÉRREZ.- La representación sindical: Resultados electorales y actitudes hacia sindicatos.
- Doc. 073/94 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- Economías de aglomeración y localización de las empresas industriales en España.
- Doc. 074/94 JOAQUÍN LORENCE RODRÍGUEZ; FLORENTINO FELGUEROSO FERNÁNDEZ.- Salarios pactados en los convenios provinciales y salarios percibidos.
- Doc. 075/94 ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; CAMILO JOSÉ VÁZQUEZ ORDÁS.- La internacionalización de la empresa.
- Doc. 076/94 SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES.- Análisis de los efectos regionales de la terciarización de ramas industriales a través de tablas input-output. El caso de la economía asturiana.
- Doc. 077/94 VÍCTOR IGLESIAS ARGÜELLES.- Tipos de variables y metodología a emplear en la identificación de los grupos estratégicos. Una aplicación empírica al sector detallista en Asturias.
- Doc. 078/94 MARTA IBÁÑEZ PASCUAL; F. JAVIER MATO DÍAZ.- La formación no reglada a examen. Hacia un perfil de sus usuarios.
- Doc. 079/94 IGNACIO A. RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE RODRÍGUEZ.- Planificación y organización de la fuerza de ventas de la empresa.
- Doc. 080/94 FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.- La reacción del precio de las acciones ante anuncios de cambios en los dividendos.
- Doc. 081/94 SUSANA MENÉNDEZ REQUEJO.- Relaciones de dependencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos.
- Doc. 082/95 MONTSERRAT DÍAZ FERNÁNDEZ; EMILIO COSTA REPARAZ; M^a del MAR LLORENTE MARRÓN.- Una aproximación empírica al comportamiento de los precios de la vivienda en España.
- Doc. 083/95 M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Matrices semipositivas y análisis interindustrial. Aplicaciones al estudio del modelo de Sraffa-Leontief.
- Doc. 084/95 ESTEBAN GARCÍA CANAL.- La forma contractual en las alianzas domésticas e internacionales.
- Doc. 085/95 MARGARITA ARGÜELLES VÉLEZ; CARMEN BENAVIDES GONZÁLEZ.- La incidencia de la política de la competencia comunitaria sobre la cohesión económica y social.
- Doc. 086/95 VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- La demanda de cine en España. 1968-1992.
- Doc. 087/95 JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.- Discriminación salarial de la mujer y movilidad laboral.
- Doc. 088/95 M^a CONCEPCIÓN GONZÁLEZ VEIGA.- La teoría del caos. Nuevas perspectivas en la modelización económica.
- Doc. 089/95 SUSANA LÓPEZ ARES.- Simulación de fenómenos de espera de capacidad limitada con llegadas y número de servidores dependientes del tiempo con hoja de cálculo.
- Doc. 090/95 JAVIER MATO DÍAZ.- ¿Existe sobrecualificación en España?. Algunas variables explicativas.
- Doc. 091/95 M^a JOSÉ SANZO PÉREZ.- Estrategia de distribución para productos y mercados industriales.
- Doc. 092/95 JOSÉ BAÑOS PINO; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.- Demanda de cine en España: Un análisis de cointegración.

- Doc. 093/95 M^a LETICIA SANTOS VIJANDE.- La política de marketing en las empresas de alta tecnología.
- Doc. 094/95 RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO RODRÍGUEZ-DEL BOSQUE; AGUSTÍN RUÍZ VEGA.- Expectativas y percepciones del consumidor sobre la calidad del servicio. Grupos estratégicos y segmentos del mercado para la distribución comercial minorista.
- Doc. 095/95 ANA ISABEL FERNÁNDEZ; SILVIA GÓMEZ ANSÓN.- La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición.. Evidencia en el mercado de capitales español.
- Doc. 096/95 ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.- Partidos, electores y elecciones locales en Asturias. Un análisis del proceso electoral del 28 de Mayo.
- Doc. 097/95 ANA M^a DÍAZ MARTÍN.- Calidad percibida de los servicios turísticos en el ámbito rural.
- Doc. 098/95 MANUEL HERNÁNDEZ MUÑIZ; JAVIER MATO DÍAZ; JAVIER BLANCO GONZÁLEZ.- Evaluating the impact of the European Regional Development Fund: methodology and results in Asturias (1989-1993).
- Doc. 099/96 JUAN PRIETO; M^a JOSÉ SUÁREZ.- ¿De tal palo tal astilla?: Influencia de las características familiares sobre la ocupación.
- Doc. 100/96 JULITA GARCÍA DÍEZ; RACHEL JUSSARA VIANNA.- Estudio comparativo de los principios contables en Brasil y en España.
- Doc. 101/96 FRANCISCO J. DE LA BALLINA BALLINA.- Desarrollo de campañas de promoción de ventas.
- Doc. 102/96 ÓSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.- Una explicación de la ausencia de la Democracia Cristiana en España.
- Doc. 103/96 CÁNDIDO PAÑEDA FERNÁNDEZ.- Estrategias para el desarrollo de Asturias.
- Doc. 104/96 SARA M^a ALONSO; BLANCA PÉREZ GLADISH; M^a VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA.- Problemas de control óptimo con restricciones: Aplicaciones económicas.
- Doc. 105/96 ANTONIO ÁLVAREZ PINILLA; MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ; RAFAEL ÁLVAREZ CUESTA.- Eficiencia de las Cajas de Ahorro españolas. Resultados de una función de beneficio.
- Doc. 106/96 FLORENTINO FELGUEROSO.- Industrywide Collective Bargaining, Wages Gains and Black Labour Marketing Spain.
- Doc. 107/96 JUAN VENTURA.- La competencia gestionada en sanidad: Un enfoque contractual
- Doc. 108/96 MARÍA VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA; ELENA CONSUELO HERNÁNDEZ.- Elección social. Teorema de Arrow.
- Doc. 109/96 SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA.- Grupos de interés y corrupción política: La búsqueda de rentas en el sector público.
- Doc. 110/96 ANA M^a GUILLÉN.- La política de previsión social española en el marco de la Unión Europea.
- Doc. 111/96 VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ.- La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones.
- Doc. 112/96 DRA. MARIA VICTORIA RODRIGUEZ URÍA; D. MIGUEL A. LÓPEZ FERNÁNDEZ; D^{ña}. BLANCA M^a PEREZ GLADISH.- Aplicaciones económicas del Control Óptimo. El problema de la maximización de la utilidad individual del consumo. El problema del mantenimiento y momento de venta de una máquina.

- Doc. 113/96 **OSCAR RODRÍGUEZ BUZNEGO.**- Elecciones autonómicas, sistemas de partidos y Gobierno en Asturias.
- Doc. 114/96 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; ANA M^a DÍAZ MARTÍN.**El conocimiento de las expectativas de los clientes: una pieza clave de la calidad de servicio en el turismo.
- Doc. 115/96 **JULIO TASCÓN.**- El modelo de industrialización pesada en España durante el periodo de entreguerras.-
- Doc. 116/96 **ESTEBAN FERNÁNDEZ SÁNCHEZ; JOSÉ M. MONTES PEÓN; CAMILO J. VÁZQUEZ ORDÁS.**- Sobre la importancia de los factores determinantes del beneficio: Análisis de las diferencias de resultados inter e intraindustriales.
- Doc. 117/96 **AGUSTÍN RUÍZ VEGA; VICTOR IGLESIAS ARGÜELLES.**- Elección de Establecimientos detallistas y conducta de compra de productos de gran consumo. Una aplicación empírica mediante modelos logit.
- Doc. 118/96 **VICTOR FERNÁNDEZ BLANCO.**- Diferencias entre la asistencia al cine nacional y extranjero en España.
- Doc. 119/96 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; IGNACIO A. RODRÍGUEZ DEL BOSQUE; ANA M^a DÍAZ MARTÍN.**- Estructura multidimensional de la calidad de servicio en cadenas de supermercados: desarrollo y validación de la escala calsuper.
- Doc. 120/96 **ANA BELÉN DEL RÍO LANZA.**- Elementos de medición de marca desde un enfoque de marketing.
- Doc. 121/97 **JULITA GARCÍA DÍEZ; CRISTIAN MIAZZO.**- Análisis Comparativo de la Información contable empresarial en Argentina y España.
- Doc. 122/97 **M^a MAR LLORENTE MARRÓN; D. EMILIO COSTA REPARAZ; M^a MONTSERRAT DIAZ FERNÁNDEZ.**- El Marco teórico de la nueva economía de la familia. Principales aportaciones.
- Doc. 123/97 **SANTIAGO ALVAREZ GARCÍA.**- El Estado del bienestar. Orígenes, Desarrollo y situación actual.
- Doc. 124/97 **CONSUELO ABELLÁN COLODRÓN.**- La Ganancia salarial esperada como determinante de la decisión individual de emigrar.
- Doc. 125/97 **ESTHER LAFUENTE ROBLEDO.**- La acreditación hospitalaria: Marco teórico general.
- Doc. 126/97 **JOSE ANTONIO GARAY GONZÁLEZ.**- Problemática contable del reconocimiento del resultado en la empresa constructora.
- Doc. 127/97 **ESTEBAN FERNÁNDEZ; JOSE M. MONTES; GUILLERMO PÉREZ-BUSTAMANTE; CAMILO VÁZQUEZ.**- Barreras a la imitación de la tecnología.
- Doc. 128/97 **VICTOR IGLESIAS ARGÜELLES; JUAN A. TRESPALACIOS GUTIERREZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES.**- Los resultados alcanzados por las empresas en las relaciones en los canales de distribución.
- Doc. 129/97 **LETICIA SANTOS VIJANDE; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES.**- La innovación en las empresas de alta tecnología: Factores condicionantes del resultado comercial.
- Doc. 130/97 **RODOLFO GUTIÉRREZ.**- Individualism and collectivism in human resource practices: evidence from three case studies.
- Doc. 131/97 **VICTOR FERNÁNDEZ BLANCO; JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.**- Decisiones individuales y consumo de bienes culturales en España.
- Doc. 132/97 **SANTIAGO GONZÁLEZ HERNANDO.**- Clasificación de productos de consumo y establecimientos detallistas. Análisis empírico de motivaciones y actitudes del consumidor ante la compra de productos de alimentación y droguería.

- Doc. 133/97 **VICTOR IGLESIAS ARGÜELLES.**- Factores determinantes del poder negociador en los canales de distribución de productos turísticos.
- Doc. 134/97 **INÉS RUBÍN FERNÁNDEZ.**- Información sobre operaciones con derivados en los informes anuales de las entidades de depósito.
- Doc. 135/97 **ESTHER LAFUENTE ROBLEDO; ISABEL MANZANO PÉREZ.**- Aplicación de las técnicas DEA al estudio del sector hospitalario en el Principado de Asturias.
- Doc. 136/97 **VICTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ; FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.**- La valoración por el mercado de capitales español de los procedimientos de resolución de insolvencia financiera.
- Doc. 137/97 **MARIA JOSÉ SANZO PÉREZ.**- Razones de utilización de la venta directa, los distribuidores independientes y los agentes por parte de las empresas químicas españolas.
- Doc. 138/97 **LUIS OREA.**- Descomposición de la eficiencia económica a través de la estimación de un sistema translog de costes: Una aplicación a las cajas de ahorro españolas.
- Doc. 139/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- Naturaleza y estructura de propiedad de las inversiones directas en el exterior: Un modelo integrador basado en el análisis de costes de transacción.
- Doc. 140/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL; ANA VALDÉS LLANEZA.**- Tendencias empíricas en las empresas conjuntas internacionales creadas por empresas españolas (1986-1996).
- Doc. 141/97 **CONSUELO ABELLÁN COLODRÓN; ANA ISABEL FERNÁNDEZ SÁINZ.**- Relación entre la duración del desempleo y la probabilidad de emigrar.
- Doc. 142/97 **CÉSAR RODRÍGUEZ GUTIÉRREZ; JUAN PRIETO RODRÍGUEZ.**- La participación laboral de la mujer y el efecto del trabajador añadido en el caso español.
- Doc. 143/97 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; ANA MARÍA DIAZ MARTÍN; AGUSTÍN V. RUIZ VEGA.**- Planificación de las actividades de marketing para empresas de servicios turísticos: la calidad como soporte de la estrategia competitiva.
- Doc. 144/97 **LUCÍA AVELLA CAMARERO; ESTEBAN FERNANDEZ SANCHEZ.**- Una aproximación a la empresa industrial española: Principales características de fabricación.
- Doc. 145/97 **ANA SUÁREZ VÁZQUEZ.**- Delimitación comercial de un territorio: Importancia de la información proporcionada por los compradores.
- Doc. 146/97 **CRISTINA LOPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- La inversión directa realizada por empresas españolas: análisis a la luz de la teoría del ciclo de desarrollo de la inversión directa en el exterior.
- Doc. 147/98 **ANA BELEN DEL RIO LANZA; VICTOR IGLESIAS ARGUELLES; RODOLFO VAZQUEZ CASIELLES; AGUSTIN RUIZ VEGA.** - Metodologías de medición del valor de la marca.
- Doc. 148/98 **RAFAEL ALVAREZ CUESTA.** - La estimación econométrica de fronteras de producción: una revisión de la literatura.
- Doc. 149/98 **FERNANDO RUBIERA MOROLLO.**- Análisis univariante de las series de empleo terciario de las regiones españolas.
- Doc. 150/98 **JOSE ANTONIO GARAY GONZALEZ.**- Los gastos y los ingresos plurianuales.

- Doc. 151/98 **ISABEL GARCIA DE LA IGLESIA.**- La elección contable para los gastos de investigación y desarrollo.
- Doc. 152/98 **LUIS CASTELLANOS VAL; EMILIO COSTA REPARAZ.** - Teoría de sistemas y análisis económico: una aproximación metodológica.
- Doc. 153/98 **M^A DEL CARMEN RAMOS CARVAJAL.** - Estimación indirecta de coeficientes input-output.
- Doc. 154/98 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; ANA MARIA DIAZ MARTIN; M^A. LETICIA SANTOS VIJANDE; AGUSTIN V. RUIZ VEGA.**- Utilidad del análisis conjunto para establecer la importancia de las estrategias de calidad en servicios turísticos: simulación de escenarios alternativos en empresas de turismo rural.
- Doc. 155/98 **SANTIAGO ALVAREZ GARCIA; ANA ISABEL GONZALEZ GONZALEZ.** - El proceso de descentralización fiscal en España, especial referencia a la Comunidad Autónoma del Principado de Asturias
- Doc. 156/98 **SANTIAGO ALVAREZ GARCIA.**- La tributación de la unidad familiar. Nuevas consideraciones sobre un antiguo problema.
- Doc. 157/98 **SUSANA LOPEZ ARES; ISIDRO SANCHEZ ALVAREZ.**- Condicionantes demográficos de la economía asturiana.
- Doc. 158/98 **CELINA GONZALEZ MIERES.**- La marca de la distribución: un fenómeno que afecta a distribuidor, fabricante y consumidor.
- Doc. 159/98 **IGNACIO DEL ROSAL FERNANDEZ.**- Análisis de la demanda agregada de electricidad en España con series temporales: un tratamiento de cointegración.
- Doc. 160/98 **JESUS ARANGO.**- Evolución y perspectivas del sector agrario en Asturias.
- Doc. 161/98 **JESUS ARANGO.**- Cronología de la construcción Europea.
- Doc. 162/98 **JULITA GARCIA DIEZ; SUSANA GAGO RODRIGUEZ.**-Programas de doctorado en contabilidad en las universidad españolas: estudio empírico.
- Doc. 163/99 **MAR ARENAS PARRA; AMELIA BILBAO TEROL; BLANCA PÉREZ GLADISH; M^A VICTORIA RODRÍGUEZ URÍA; EMILIO CERDÁ TENA (Universidad Complutense de Madrid).**- Aplicación de la programación compromiso a la gestión de hospitales públicos.
- Doc. 164/99 **M^A DEL CARMEN RAMOS CARVAJAL.**- La comarcalización de las Tablas input-output: Una primera aproximación.
- Doc. 165/99 **LUIS IGNACIO ÁLVAREZ GONZÁLEZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; MARÍA LETICIA SANTOS VIJANDE; ANA MARÍA DÍAZ MARTÍN.**- Orientación al mercado como cultura de negocio y conjunto de actuaciones: Un contraste metodológico para organizaciones no lucrativas.
- Doc. 166/99 **M^A JOSÉ SANZO PÉREZ.**- Funciones de los vendedores industriales de los distribuidores independientes. Una tipología realizada en el sector químico.
- Doc. 167/99 **M^A BEGOÑA ÁLVAREZ ÁLVAREZ; RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; FRANCISCO J. DE LA BALLINA BALLINA; M^A LETICIA SANTOS VIJANDE.**- Evidencias empíricas de la promoción de ventas en los establecimientos detallistas.
- Doc. 168/99 **BEGOÑA GONZÁLEZ-BUSTO MÚGICA.**- La dinámica de sistemas como metodología para la elaboración de modelos de simulación.
- Doc. 169/99 **BEGOÑA GONZÁLEZ-BUSTO MÚGICA.**- Reflexiones teóricas sobre el personal sanitario en el Sistema Nacional de Salud Español.

- Doc. 170/99 **YOLANDA ÁLVAREZ CASTAÑO.-** Cómo alcanzar el éxito en el proceso de innovación tecnológica.
- Doc. 171/99 **YOLANDA ÁLVAREZ CASTAÑO.-** La organización del proceso de desarrollo de un nuevo producto.
- Doc. 172/99 **RODOLFO VÁZQUEZ CASIELLES; MARÍA LETICIA SANTOS VIJANDE; ANA MARÍA DÍAZ MARTÍN; LUIS IGNACIO ÁLVAREZ GONZÁLEZ.-** Estrategias de marketing: Desarrollo de investigaciones sobre orientación al mercado y marketing de relaciones.
- Doc. 173/99 **SANTIAGO R. MARTÍNEZ ARGÜELLES; FERNANDO RUBIERA MOROLLÓN.-** Patrones de convergencia regional en los Servicios de la Economía Española.
- Doc. 174/99 **JUAN PRIETO RODRÍGUEZ; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO.-** Are modern and classical music listeners the same people?
- Doc. 175/99 **VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ; FRANCISCO GONZÁLEZ RODRÍGUEZ.-** Transferencias de riqueza y efecto contagio ante crisis bancarias. Implicaciones para las relaciones banca-industria.
- Doc. 176/99 **SANTIAGO ÁLVAREZ; MARÍA TERESA ÁLVAREZ.-** Impuestos medio ambientales y control de la generación de residuos. ¿Hacia una reforma fiscal verde?
- Doc. 177/99 **JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.-** Rationality and rent seeking in the spanish regulation of professional soccer.
- Doc. 178/99 **JAVIER SUÁREZ PANDIELLO.-** Determinantes políticos del gasto público en España.
- Doc. 179/99 **MANUEL A. ALBUERNE GUTIÉRREZ.-** Estrategia de diversificación y participación accionarial de los gestores: eficiencia supervisora VS atrincheramiento.
- Doc. 180/99 **ANA SUÁRES VÁZQUEZ; JUAN A. TRESPALACIOS GUTIÉRREZ; IGNACIO A. RODRÍGUEZ DEL BOSQUE RODRÍGUEZ.-** Elección de establecimientos comerciales: modelos compensatorios.
- Doc. 181/99 **JOSÉ BAÑOS PINO; VÍCTOR FERNÁNDEZ BLANCO; ANA RODRÍGUEZ ÁLVAREZ.-** The allocative efficiency measure by means of a distance function: the case of Spanish public railways.
- Doc. 182/99 **LAURA GALGUERA GARCÍA; ANA M^a CAMBLOR PORTILLA.-** Las tarjetas Milti-sponsor.
- Doc. 183/99 **M^a ELENA FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ.-** Acercamiento entre contabilidad y fiscalidad tras la reforma del impuesto sobre sociedades: ¿Ficción o realidad?
- Doc. 184/99 **SANTIAGO ÁLVAREZ GARCÍA; URSICINO CARRASCAL ARRANZ.-** La reforma del IRPF y el tratamiento de la familia: El coste de los hijos y su compensación mediante el mínimo familiar.
- Doc. 185/99 **PILAR ARBESÚ LÓPEZ.-** La descentralización y la consolidación de cuentas en el ámbito local.
- Doc. 186/99 **CARMEN RAMOS CARVAJAL; M^a JOSÉ PRESNO CASQUERO.-** Algunas técnicas ajuste de coeficientes imput-output: Una comparación.
- Doc. 187/99 **LUIS IGNACIO ÁLVAREZ GONZÁLEZ; FERNÁNDO GONZÁLEZ ASTORGA; FRANCISCO JAVIER DE LA BALLINA BALLINA.-** Orientación al mercado de las empresas de distribución comercial: Aplicación al caso de la cooperación espacial de detallistas.
- Doc. 188/99 **IGNACIO DEL ROSAL FERNÁNDEZ.-** Los efectos sobre el bienestar de la política carbonera en España, 1989-1995.

- Doc. 189/99 **M^a BELÉN ÁLVAREZ PÉREZ.**- Reducción de problemas de agencia en las cooperativas: Mecanismos de salvaguardia.
- Doc. 190/99 **ALBERTO FONSECA PEÑA.**- Negociación y conflicto en el marco del GATT. Un caso práctico bajo el prisma de la teoría de juegos.
- Doc. 191/99 **CRISTINA LÓPEZ DUARTE; ESTEBAN GARCÍA CANAL.**- Foreign investors' choice of mode of entry: An integrative frameword.